

Vue d'ensemble – optimisme mesuré face à une reprise graduelle

Entre fin mai et début septembre 2009, malgré l'incertitude suscitée par le rythme de la reprise économique, les investisseurs ont continué à faire preuve d'un optimisme mesuré. La conjonction de nouvelles macroéconomiques favorables et d'annonces de bons résultats a conforté les espoirs des intervenants. Les cours des actions se sont mis à monter, et les primes de risque, à se contracter. Toutefois, la publication de chiffres décevants a parfois conduit à remettre en cause ce regain d'optimisme, provoquant alors des accès de volatilité. Par ailleurs, les investisseurs en obligations ont paru un peu plus incertains quant au rythme de la reprise.

Le secteur financier a encore fait état de résultats étonnamment bons au deuxième trimestre. Malgré la persistance de doutes sur la qualité et la solidité des bénéficiaires, le compartiment bancaire s'est mieux comporté que d'autres sur les marchés de la dette et des actions. Les primes de risque des banques ont nettement diminué, retrouvant pratiquement leurs niveaux antérieurs à la faillite de Lehman, tandis que les cours des actions du secteur financier ont augmenté de 15 à 20 % sur la période analysée.

D'une manière générale, les marchés ont continué de montrer des signes de normalisation, avec une meilleure tolérance au risque et une diminution des primes de risque. Sur les marchés interbancaires, les primes de référence sont revenues à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis début 2008, voire, dans certains cas, avant. Des améliorations étaient également perceptibles sur les marchés de la dette, même si d'importants segments ont continué de dépendre des soutiens des banques centrales.

Dans ce contexte, les rendements des obligations d'État se sont montrés volatils, ce qui s'explique par la réévaluation permanente des perspectives économiques et de l'orientation future de la politique monétaire. Peu à peu, les investisseurs ont semblé se rallier à l'idée que, si le pire du ralentissement économique était passé, la reprise allait vraisemblablement s'inscrire dans un processus graduel et vulnérable aux chocs négatifs. Cet état d'esprit, conjugué à des anticipations d'inflation basse, les a incités à tempérer leurs espoirs de voir avant longtemps l'ébauche d'une normalisation des politiques monétaires.

Dans le monde émergent, la forte croissance de certaines économies d'Asie a retenu l'attention. Toutefois, les préoccupations suscitées par l'ampleur de l'expansion du crédit en Chine ont fait anticiper un resserrement

monétaire imminent et une révision des perspectives de croissance du pays. La vive correction qui en est résultée, en août, sur la bourse chinoise a exercé des pressions baissières sur les autres places financières de la région et même, parfois, sur les principaux marchés d'actions.

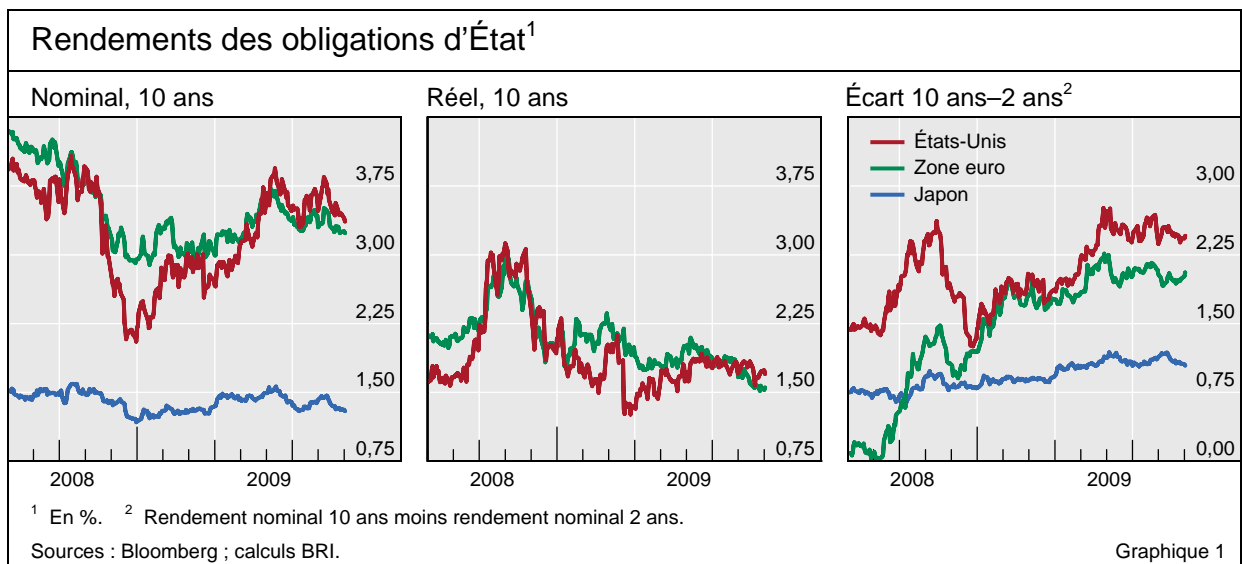
Les investisseurs en obligations s'interrogent sur le rythme de la reprise

Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'État à long terme ont subi de fortes fluctuations au cours de la période examinée, les investisseurs réévaluant les perspectives concernant la situation macroéconomique ainsi que les politiques monétaires et budgétaires. Au final, leur évolution s'est avérée contrastée sur les principaux marchés. Entre fin mai et le 4 septembre 2009, le rendement de l'obligation 10 ans du Trésor américain n'a quasiment pas varié, alors que celui des titres correspondants de la zone euro et du Japon enregistrait un repli d'environ 35 pb et 15 pb, respectivement (graphique 1, cadre de gauche). Dans la zone euro, les rendements à long terme ont diminué en termes réels, en liaison avec leur baisse en valeur nominale, tandis qu'aux États-Unis ils ont légèrement augmenté (graphique 1, cadre du milieu). Dans le même temps, la pentification rapide des courbes des rendements observée au premier semestre s'est interrompue (graphique 1, cadre de droite).

Les rendements obligataires n'augmentent pas...

Bien que les rendements n'aient pas augmenté, les indicateurs économiques ont fait généralement état d'une reprise ou, tout au moins, d'un ralentissement prononcé de la dégradation. Ainsi, le rapport sur l'emploi aux États-Unis publié le 5 juin faisait état d'une contraction dans le secteur non agricole de 345 000 (chiffre révisé ensuite à 303 000), ce qui était nettement moins que les 520 000 attendus mais déjà légèrement mieux que pour chacun des sept mois précédents. Dans la zone euro, l'économie a, contre toute attente, connu une progression en Allemagne et en France au deuxième trimestre ; par ailleurs, le Japon a enregistré, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2008, une croissance positive, inférieure toutefois aux

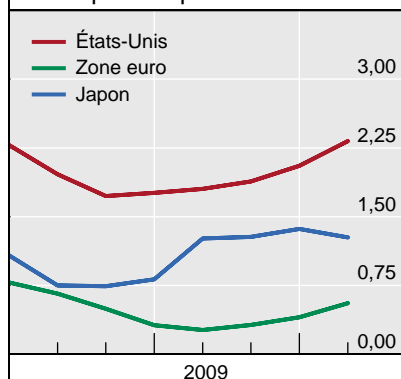
...malgré des indicateurs macroéconomiques positifs...



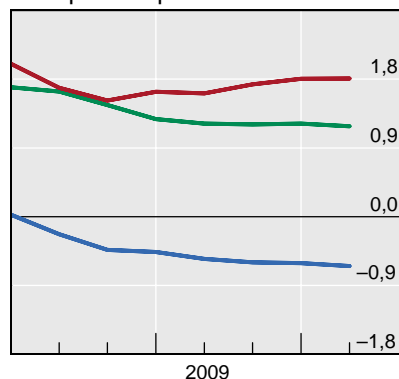
Anticipations macroéconomiques et point mort d'inflation

En %

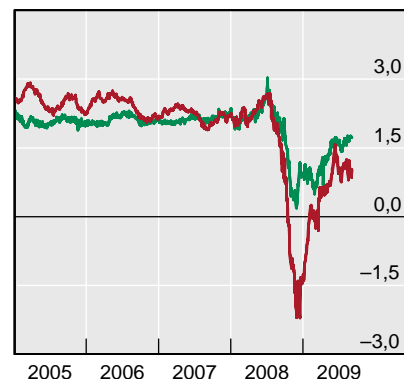
Croissance du PIB :
anticipations pour 2010¹



Inflation :
anticipations pour 2010¹



Point mort d'inflation
à horizon 5 ans²



¹ Prévisions de Consensus Economics ; les observations sont représentées au mois de publication de la prévision. ² Calculé à partir des taux réels et nominaux d'obligations à coupon zéro, par la méthode Nelson-Siegel-Svensson appliquée aux titres d'État nominaux ou indexés.

Sources : © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 2

prévisions. De même, les résultats d'enquêtes révèlent que les anticipations de croissance du PIB pour 2010 ont été progressivement révisées à la hausse aux États-Unis et dans la zone euro alors qu'elles marquaient un palier au Japon (graphique 2, cadre de gauche).

...alors que la
reprise tarde à
s'affirmer

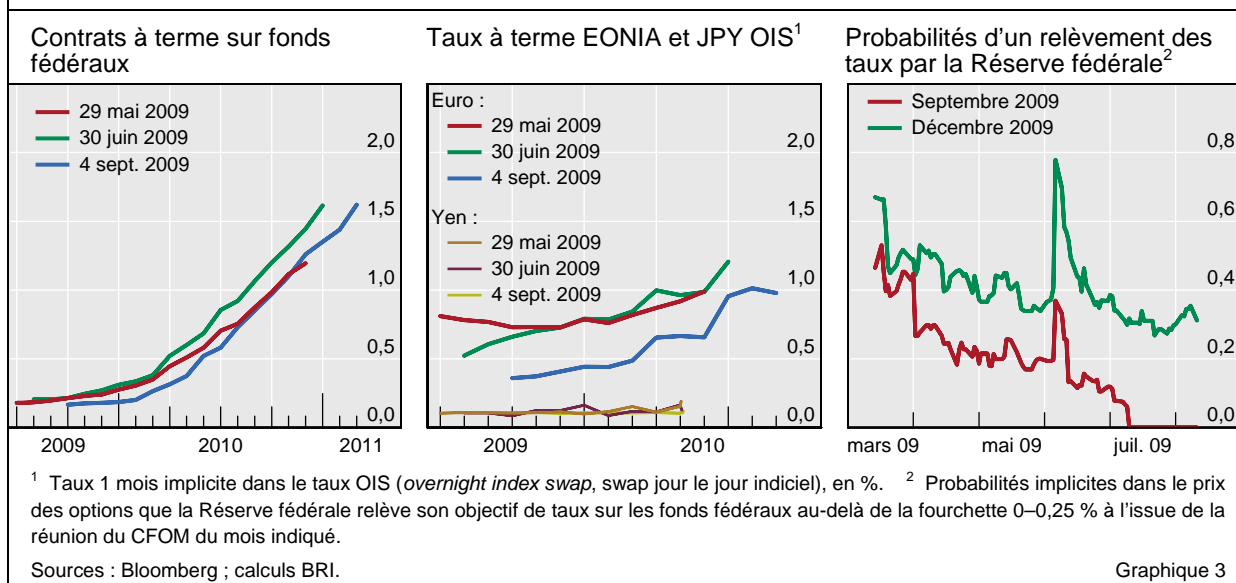
Si les rendements obligataires ont généralement augmenté face aux signes de reprise économique, ils sont parfois retombés lorsque la publication de chiffres décevants a conduit les investisseurs à douter de sa vigueur et à se montrer temporairement moins tolérants à l'égard du risque. C'est ce qui s'est produit en diverses occasions, notamment de la deuxième quinzaine de juin jusqu'au début de juillet et pendant la seconde moitié d'août, quand les indicateurs ont surpris par leur médiocrité (graphique 1, cadre de gauche) : diminution plus forte que prévu de l'emploi non agricole aux États-Unis, selon le rapport en date du 2 juillet, et recul de la confiance des consommateurs américains annoncé le 14 août. Peu à peu, les investisseurs en obligations ont semblé se rallier à l'idée que, si le pire du ralentissement économique était passé, la reprise allait s'inscrire dans un processus graduel et vulnérable aux chocs négatifs.

Les investisseurs
anticipent de faibles
niveaux de
l'inflation...

Dans ce contexte, les résultats d'enquêtes ainsi que les cours des obligations ont montré que les anticipations d'inflation à court terme restaient faibles aux États-Unis et dans la zone euro : pour 2010, les prévisions indiquaient des niveaux bien en dessous de 2 % (graphique 2, cadre du milieu), confortant l'idée d'une reprise progressive. Le point mort d'inflation à moyen terme est demeuré quelque peu inférieur à la moyenne de ces dernières années (graphique 2, cadre de droite). Dans l'optique d'une croissance économique graduelle et d'anticipations d'inflation à court terme stables et faibles, les intervenants ont continué à tableer sur des taux directeurs exceptionnellement bas pour les mois à venir (graphique 3, cadres de gauche et du milieu).

...et des taux
directeurs...

Anticipations relatives à la politique monétaire

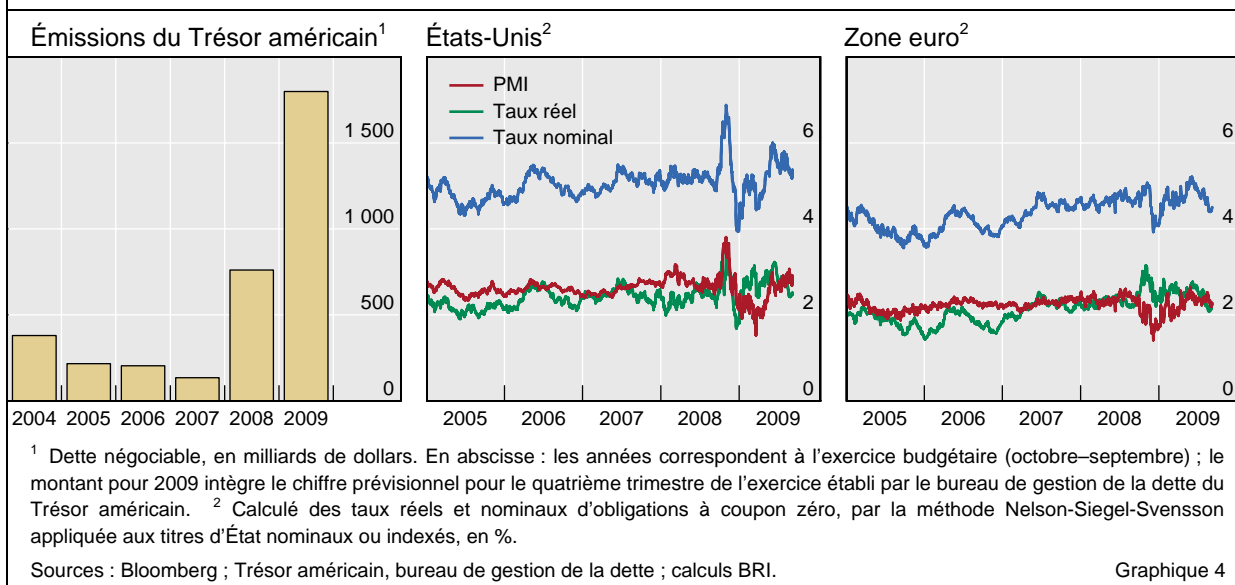


Dans le cadre du débat lié à l'abandon progressif de l'assouplissement monétaire, les anticipations d'une amorce rapide du processus de normalisation des taux directeurs ont été reléguées à l'arrière-plan. Durant les premiers mois de 2009, les investisseurs avaient d'abord misé sur une hausse des taux directeurs avant la fin de l'année. Ainsi, début mars 2009, le prix des options sur taux des fonds fédéraux indiquait que la probabilité (hypothèse de neutralité à l'égard du risque) d'un relèvement du taux cible de la Réserve fédérale au-dessus de la fourchette 0–0,25 % d'ici à la fin de l'année dépassait 60 % ; celle d'une décision dès septembre se situait autour de 50 % (graphique 3, cadre de droite). Le Comité fédéral de l'open market (CFOM) s'est efforcé de tempérer ces anticipations de marché en annonçant, le 18 mars 2009, qu'il prévoyait « une longue période de taux exceptionnellement bas des fonds fédéraux ». À la suite de cela, les probabilités, implicites dans le prix des options, d'un relèvement à brève échéance se sont progressivement estompées, pour ne resurgir que temporairement début juin, après la publication, déjà mentionnée, de chiffres de l'emploi non agricole bien meilleurs que prévu.

Les grandes banques centrales ont continué de mettre en œuvre des mesures non conventionnelles, afin de poursuivre l'assouplissement des conditions financières dans un contexte de taux directeurs proches de zéro. Toutefois, si certaines ont étendu ces mesures, d'autres se sont préparées à y mettre un terme (voir encadré). Dans la première catégorie, la Banque d'Angleterre a annoncé, le 6 août, que, pour faire remonter le taux d'inflation vers son objectif de 2 %, elle renforçait de £50 milliards ses achats directs d'obligations d'État et d'actifs du secteur privé, portés ainsi à £175 milliards. De son côté, le 12 août, la Réserve fédérale, réaffirmant sa conviction d'un redressement de l'économie américaine, a déclaré qu'elle allait réduire graduellement ses achats de titres du Trésor jusqu'à la fin du programme, en octobre.

...tandis que certaines banques centrales s'approprient à mettre un terme à leur politique non conventionnelle

Emprunts des États-Unis et point mort d'inflation (PMI) 5 ans à horizon 5 ans



Les investisseurs restent attentifs aux déficits budgétaires...

Les investisseurs en obligations ont continué à peser les conséquences d'une offre croissante de titres d'État, surtout aux États-Unis, où l'État devrait emprunter un total de \$1 800 milliards, en termes nets, pour l'exercice 2009 – soit 137 % de plus que le montant déjà élevé de 2008 (graphique 4, cadre de gauche). La crainte que les marchés n'aient des difficultés à absorber un volume aussi important ainsi que les inquiétudes suscitées par le caractère soutenable de déficits budgétaires en rapide augmentation peuvent expliquer la montée des rendements américains à long terme au premier semestre de cette année.

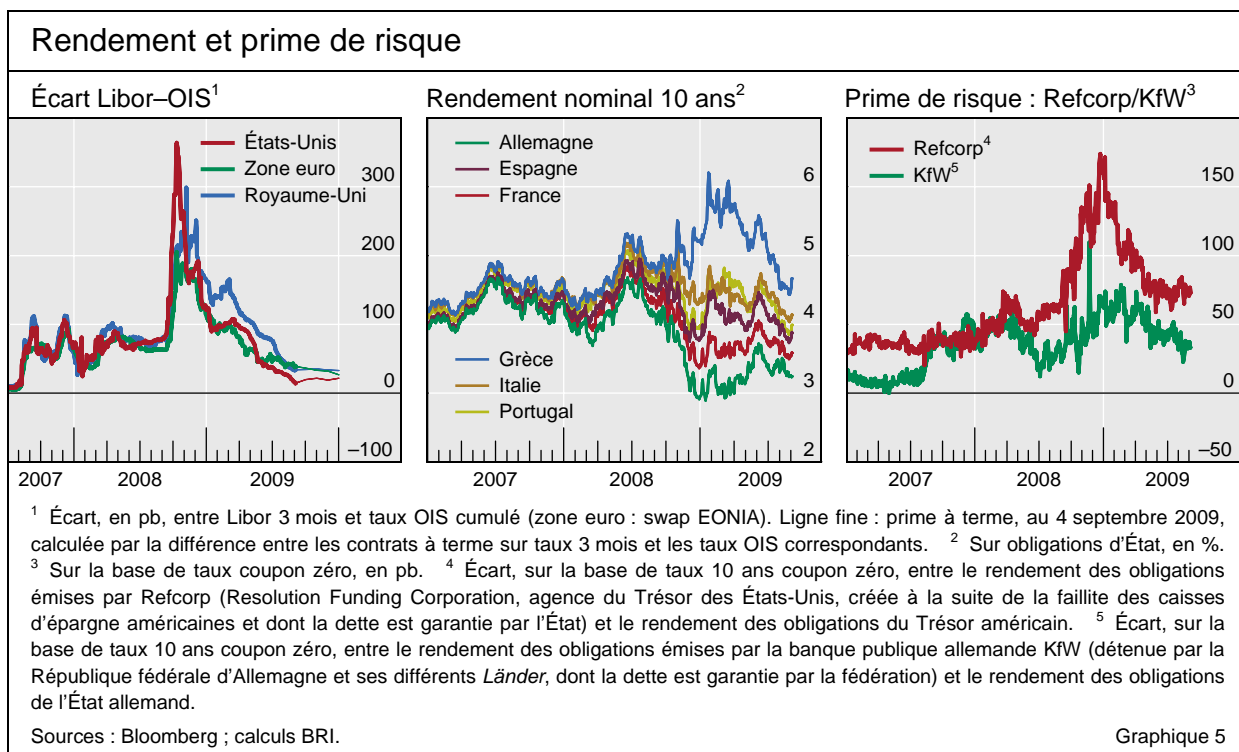
...mais les inquiétudes semblent s'être apaisées

Dernièrement, toutefois, les tensions ainsi exercées sur les rendements semblent s'être sensiblement atténuées, comme en atteste la baisse récente des taux à terme 5 ans à horizon 5 ans. Les préoccupations liées à la situation budgétaire influenceront probablement les rendements à terme éloigné, qui sont moins affectés par les anticipations à court terme en matière d'inflation, de croissance économique et de politique monétaire. On pourrait s'attendre, en particulier, à ce que la montée des craintes d'ordre budgétaire exerce une pression à la hausse sur les taux à terme réels. Depuis fin mai, cependant, les taux à terme 5 ans à horizon 5 ans ont diminué aux États-Unis et dans la zone euro, tant en termes réels que nominaux (graphique 4, cadres du milieu et de droite).

Les répercussions inflationnistes éventuelles des politiques budgétaires et monétaires actuelles ont continué de retenir l'attention. Cependant, le point mort d'inflation à terme 5 ans à horizon 5 ans n'a guère varié de fin mai au 4 septembre (graphique 4, cadres du milieu et de droite). Les tensions inflationnistes à long terme semblent donc, pour l'heure, contenues, malgré la forte augmentation des déficits budgétaires et les planchers historiques des taux directeurs. Cela tient peut-être à la conviction que le degré élevé de sous-utilisation des capacités est appelé à durer.

Poursuite de la normalisation des conditions sur les marchés monétaires

Sur les marchés monétaires, les conditions ont continué d'évoluer dans le sens de la normalisation amorcée en cours d'année. Sur l'interbancaire, l'écart entre le Libor 3 mois et les taux cumulés des swaps jour le jour indicels (OIS)



est retombé à ses niveaux de janvier 2008. Aux États-Unis, il s'est inscrit à son plus bas depuis le milieu de 2007, début de la crise du crédit (graphique 5, cadre de gauche). Des signes de repli des primes de liquidité et d'un retour de la tolérance à l'égard du risque sont également apparus sur l'obligataire. Les rendements des obligations d'État des pays de la zone euro ont poursuivi leur convergence (graphique 5, cadre du milieu). En outre, l'écart entre l'obligation assortie d'une garantie publique et le titre souverain a encore diminué (graphique 5, cadre de droite).

Poursuite du redressement des marchés d'actions malgré des accès de volatilité

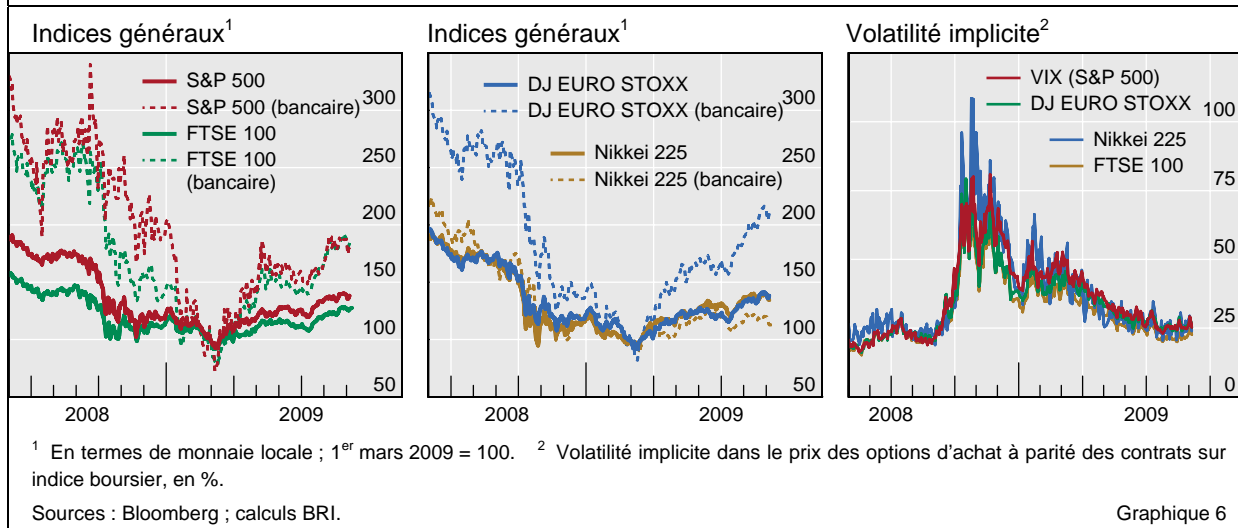
Les principaux marchés d'actions ont poursuivi leur redressement. Les indicateurs économiques et les résultats des entreprises ont été meilleurs qu'anticipé, contribuant à porter les indices boursiers de référence à leurs nouveaux sommets de l'année. Cependant, les conditions de négociation ont été parfois volatiles, chaque fois que les intervenants réévaluaient le rythme de la reprise économique et les perspectives de croissance des bénéficiaires. De fin mai au 4 septembre 2009, le S&P 500 a gagné 11 %, atteignant son plus haut niveau depuis début octobre 2008, tandis que le Dow Jones EURO STOXX progressait de 12 % et le FTSE 100 de 10 %. Le Nikkei 225, qui s'était généralement mieux comporté que les autres grands indices jusqu'à mi-août, a ensuite cédé du terrain et fini la période en hausse de 7 % (graphique 6, cadres de gauche et du milieu).

Les principaux marchés d'actions atteignent leurs nouveaux sommets de l'année...

Bien que l'amélioration graduelle des perspectives économiques mondiales ait eu des effets positifs sur les marchés d'actions, les intervenants sont restés attentifs à d'éventuels signes négatifs. En juin et début juillet, les

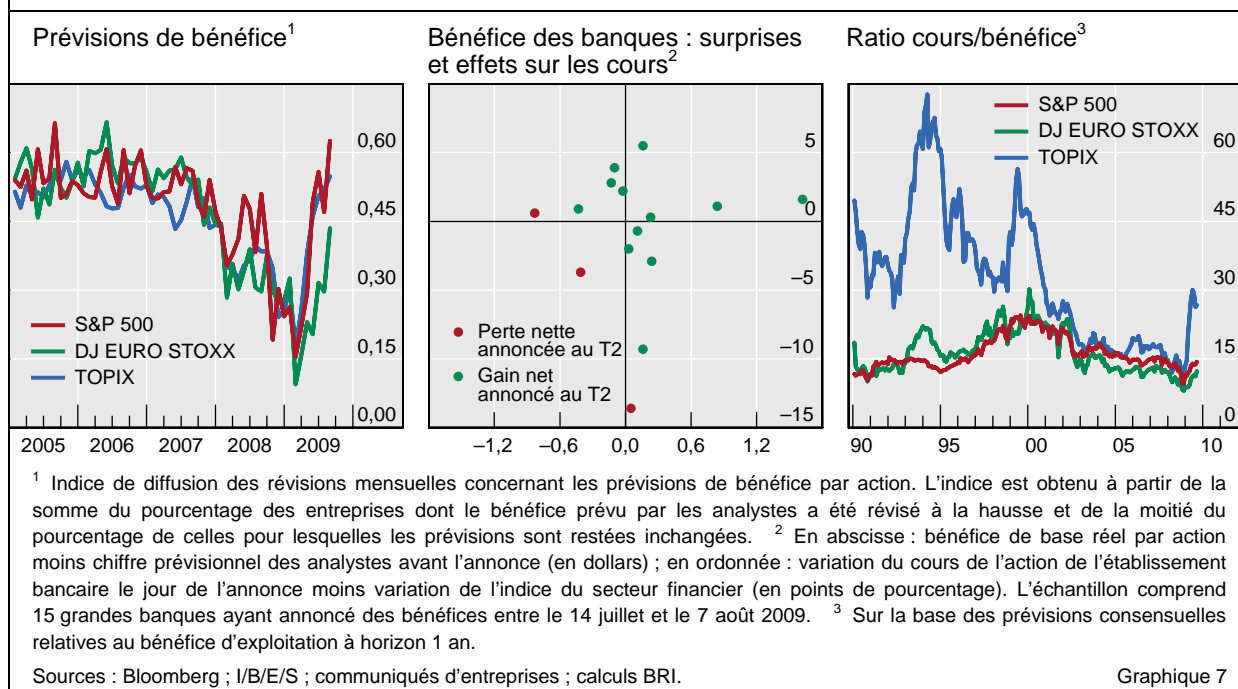
...mais restent sensibles aux incertitudes entourant la reprise économique

Marchés d'actions : cours et volatilité implicite



principaux marchés ont enregistré des baisses considérables en séance les jours où la publication d'informations ou de résultats venait pondérer les attentes d'une reprise soutenue. La deuxième semaine de juillet, les grands indices boursiers étaient revenus à leurs plus bas niveaux depuis fin avril. De mi-juillet à début août, la prudence des investisseurs s'est relâchée devant les annonces de résultats positifs des entreprises, pour reprendre le dessus, mi-août, avant les décisions de politique monétaire des grandes banques centrales. En outre, les principales places ont semblé plus sensibles que d'habitude aux nouvelles en provenance de l'économie chinoise (voir ci-après la section consacrée aux économies émergentes), soulignant encore les préoccupations des intervenants au sujet de la vigueur de la reprise.

Bénéfice, cours des actions et ratio cours/bénéfice



De mi-juillet à début août, malgré des périodes d'incertitude, les marchés ont repris leur ascension, grâce à la publication de résultats d'entreprises généralement favorables pour le deuxième trimestre, qui ont confirmé la révision à la hausse des anticipations correspondantes (graphique 7, cadre de gauche). Les intervenants ont notamment bien accueilli le fait que plusieurs grands établissements financiers venaient d'enregistrer deux trimestres consécutifs de solides bénéfiques et que d'autres, déficitaires depuis des mois, avaient fini par renouer avec des chiffres positifs. Dans ce contexte, de fin mai au 4 septembre, le compartiment financier du S&P 500 a progressé de 16 %, effaçant toutes les pertes subies depuis novembre 2008 ; à noter toutefois qu'il reste en retrait de quelque 30 % par rapport à ses niveaux de mi-2008. Dans le même temps, au Royaume-Uni et sur d'autres places européennes, les valeurs financières ont gagné plus de 20 %, tandis qu'un rebond de moindre ampleur était observé au Japon. Le secteur financier, qui avait entraîné le marché dans sa chute en début d'année, continue de le tirer vers le haut depuis le retournement de début mars (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). Ce schéma contraste avec celui observé durant la décennie écoulée, quand les titres bancaires se négociaient avec pour hypothèse implicite une relative stabilité des bénéfices des banques (voir l'étude de King dans le présent rapport).

Les actions du secteur financier remontent à la faveur de solides résultats pour le deuxième trimestre

Certaines réactions négatives des marchés aux annonces de résultats d'ensemble positifs donnent à penser toutefois que la qualité et la pérennité de la rentabilité des banques suscitent des interrogations (graphique 7, cadre du milieu). Ainsi, malgré des revenus nets plus élevés que prévu (€1,1 milliard) au deuxième trimestre, l'action Deutsche Bank a chuté de 11 % le 28 juillet, à l'inverse de celles des autres banques européennes, les intervenants ayant surtout retenu le doublement (à €1 milliard) des provisions pour créances irrécouvrables sur le trimestre précédent. Wells Fargo, qui avait pourtant fait état d'une hausse de ses revenus nets (à \$3,17 milliards) le 22 juillet, a subi le même sort, les investisseurs ayant constaté une augmentation des créances douteuses et autres actifs improductifs. Bien sûr, plusieurs grands établissements ont continué d'afficher des pertes (Morgan Stanley, Mizuho Financial Group, UBS et RBS notamment), de sorte que leurs titres s'en sont généralement ressentis le jour de l'annonce des résultats.

Les intervenants préoccupés par les signes de détérioration de la qualité des prêts...

Plusieurs raisons ont incité les intervenants à faire preuve de prudence dans l'interprétation des chiffres publiés. Premièrement, les résultats des banques ont été influencés d'une manière inhabituelle, ces deux derniers trimestres, par des facteurs ponctuels ou techniques (tels que gains ou pertes liés aux ventes d'actifs, variations de la juste valeur résultant des fluctuations des primes sur la propre dette de l'établissement) qui sont sans rapport avec la rentabilité sous-jacente. Deuxièmement, le rebond des bénéfiques de certaines banques a résulté principalement de l'explosion des commissions et des rentrées liées aux activités de négociation. Or, ces apports peuvent s'avérer éphémères, étant donné que l'environnement exceptionnel qui a contribué à l'augmentation des produits autres que les revenus d'intérêts au premier semestre pourrait disparaître avec la normalisation des conditions de marché. Troisièmement, il n'est pas toujours facile de savoir s'il convient d'interpréter la hausse des provisions pour créances irrécouvrables comme un simple

...et par certains déterminants des bénéfices des banques

prélèvement temporaire, de pure précaution, sur les revenus nets ou bien comme le signe avant-coureur d'un accroissement des pertes sur prêts.

L'amélioration des conditions de marché permet à certaines banques d'être moins tributaires du soutien de l'État

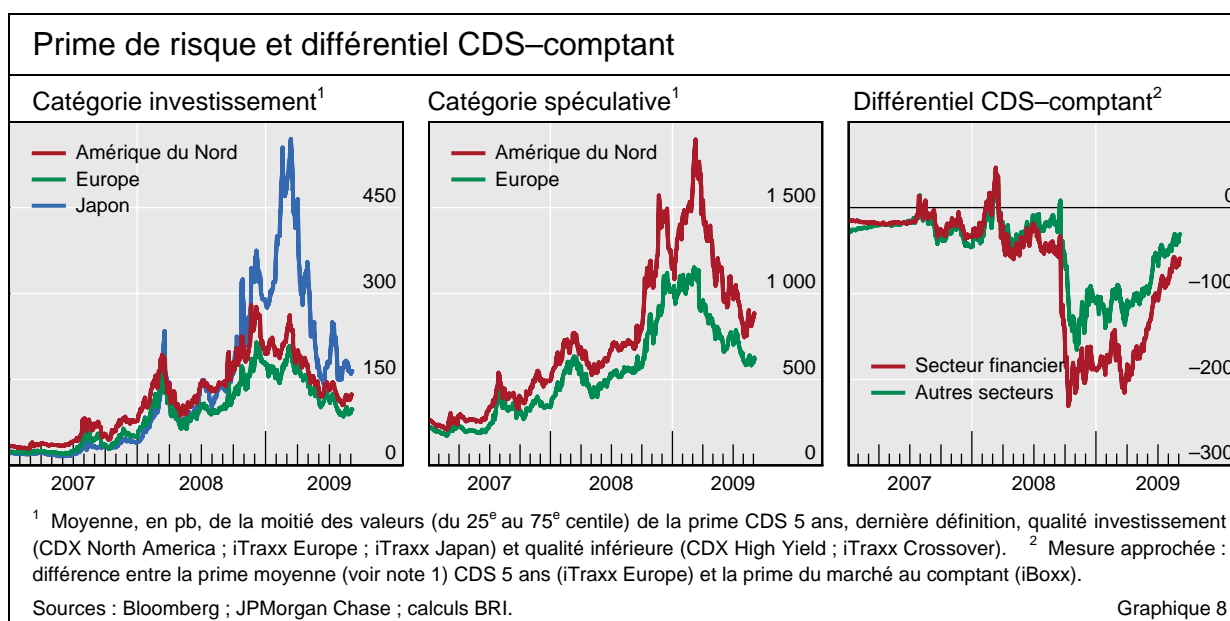
L'amélioration globale des conditions sur les marchés, attestée par la remontée des ratios cours/bénéfices à terme, de bas niveaux historiques (graphique 7, cadre de droite), a permis aux banques d'accéder à nouveau aux financements du marché et de moins solliciter le soutien de l'État. Aux États-Unis, après avoir démontré leur capacité à lever des fonds de manière autonome, dix grands établissements financiers ont été autorisés, en juin, à rembourser globalement \$68 milliards d'actions préférentielles émises au profit de l'État dans le cadre du programme d'achat d'actions (*Capital Purchase Program*). Plusieurs d'entre eux ont fait de même par la suite pour les bons de souscription à ces actions, s'affranchissant ainsi formellement des coûts et autres conditions du programme. Pareillement, les banques non américaines ont été de plus en plus nombreuses à revenir sur le marché, certaines cherchant aussi à réduire leur dépendance vis-à-vis des pouvoirs publics.

La poursuite du redressement des principaux marchés d'actions s'est accompagnée d'une baisse générale de la volatilité (graphique 6, cadre de droite). Ainsi, l'indice VIX qui, fin mai, se situait autour de 32, était revenu en août aux environs de 25, son plus bas niveau depuis la veille de la faillite de Lehman Brothers, à la mi-septembre 2008.

Les marchés de la dette continuent à progresser

Poursuite du redressement sur les marchés mondiaux de la dette

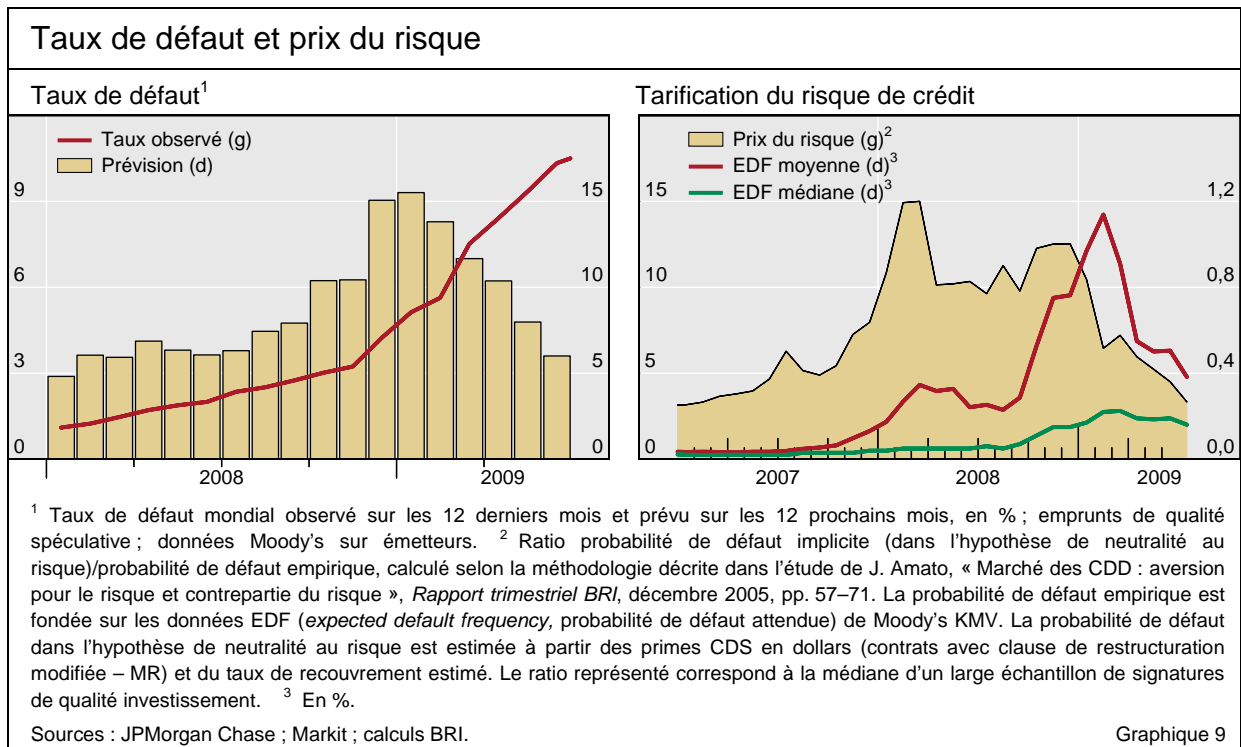
Les marchés de la dette ont continué à progresser ces derniers mois. Les primes de risque ont diminué et les émissions d'obligations d'entreprise sont restées soutenues en présence de signes de reprise et de bons résultats de plusieurs grands établissements financiers. Néanmoins, les primes sont demeurées élevées et d'importants segments de marché, tels que ceux des titres adossés à des actifs (ABS) et des titres adossés à des crédits



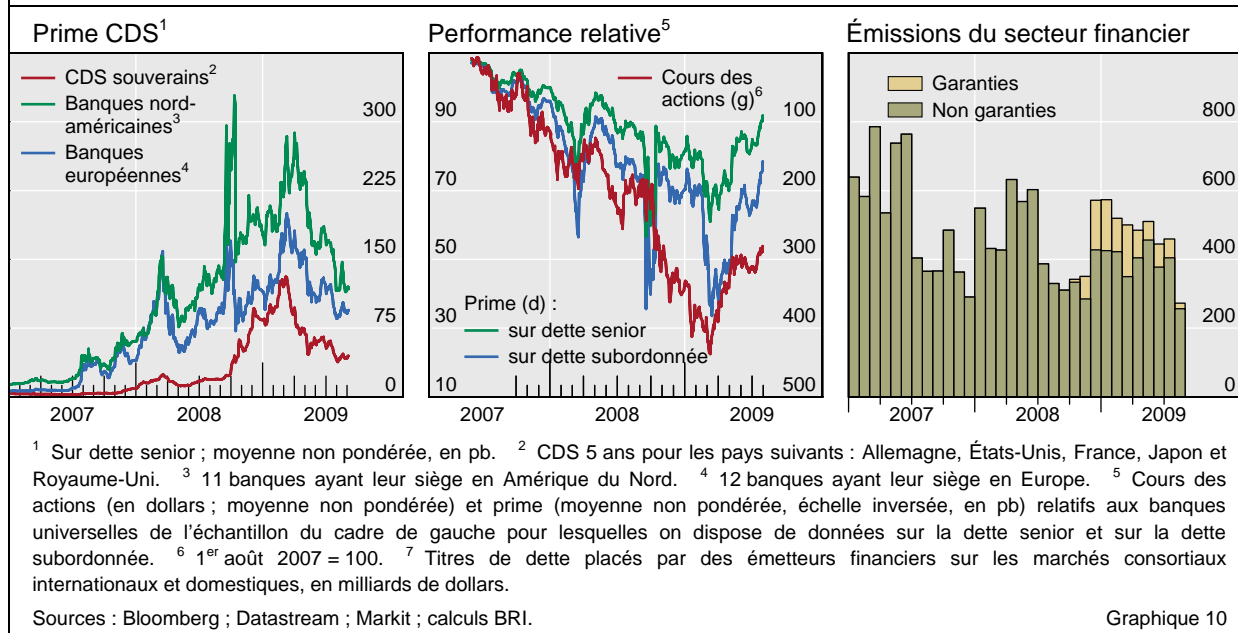
immobiliers commerciaux (CMBS), ont encore manqué de dynamisme, ce qui a contraint les autorités à de nouvelles mesures de soutien.

L'amélioration des conditions de marché s'est traduite par une diminution des primes de risque, en particulier pour les emprunteurs moins bien notés. Entre fin mai et début septembre, celles des signatures de la catégorie investissement ont diminué d'environ 25 pb aux États-Unis et en Europe (graphique 8, cadre de gauche). Au Japon, elles ont fortement fluctué, en raison de données économiques mitigées. Contrastant avec la modération de ces baisses, les primes de la catégorie spéculative se sont sensiblement resserrées, d'environ 119 pb en Europe et 200 pb aux États-Unis, pour s'inscrire à des niveaux bien inférieurs à leurs sommets de mars (graphique 8, cadre du milieu). L'amélioration graduelle des conditions de crédit s'est aussi reflétée dans le différentiel CDS-comptant, c'est-à-dire l'écart de prime entre contrats CDS et contrats de swap sur les titres correspondants sur le marché au comptant, qui a continué de s'amenuiser, tout en restant négatif (graphique 8, cadre de droite). On peut donc penser que les dysfonctionnements de marché s'estompent lentement mais qu'ils n'ont pas encore disparu.

La baisse générale des primes de risque s'explique également par l'amélioration des perspectives de défaut (graphique 9, cadre de gauche). Les taux effectifs de défaut ont continué d'augmenter, mais les prévisions de marché à cet égard ont encore régressé, à la faveur des premiers signes de reprise économique et des annonces de bons résultats. L'optimisme croissant s'est aussi traduit par la poursuite du redressement des indicateurs de tolérance à l'égard du risque. Le troisième trimestre a été marqué par une diminution du prix du risque de crédit, calculé sous forme de ratio entre probabilités de défaut implicites (dans l'hypothèse de neutralité au risque) et probabilités de défaut empiriques des émetteurs de titres de catégorie investissement (graphique 9, cadre de droite).



Indicateurs du secteur financier



Les primes du secteur financier se resserrent à la faveur des bons résultats et des premiers signes de reprise

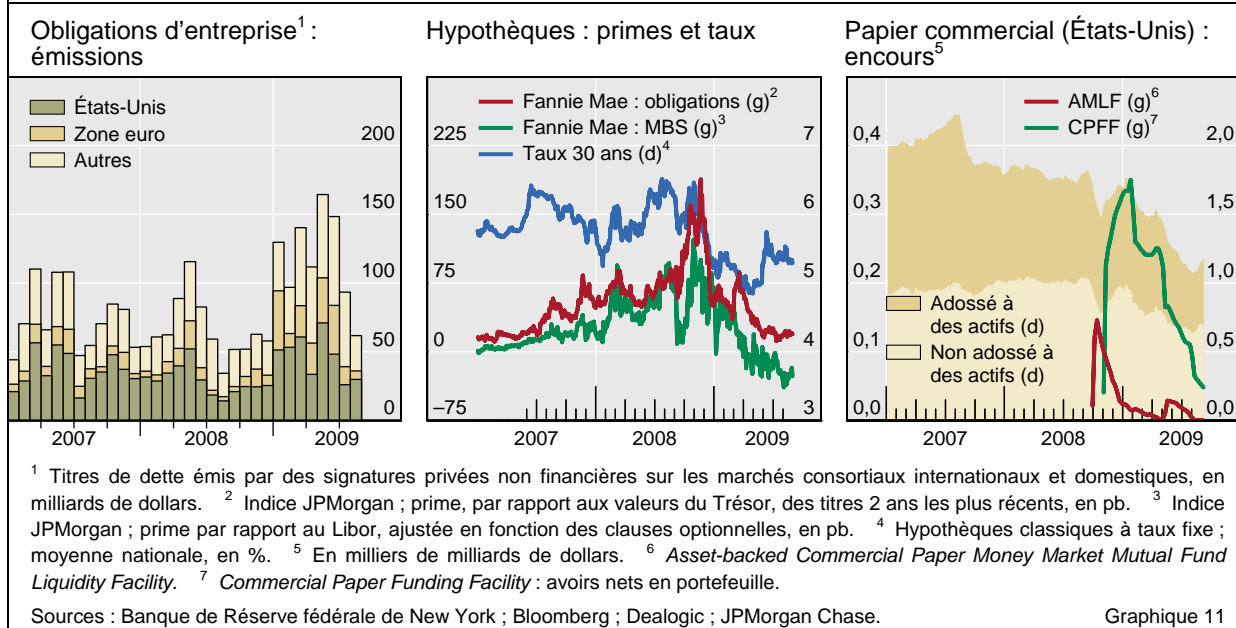
Les primes du secteur financier, surtout pour la dette subordonnée des grandes banques, se sont bien resserrées à partir de mi-juillet (graphique 10, cadres de gauche et du milieu). Cela dit, devant la perspective d'une faible croissance économique et de son incidence négative sur leur rentabilité à terme, les banques avaient vu leurs primes augmenter de juin à mi-juillet (graphique 10, cadre de gauche). Leur situation financière toujours aussi fragile a entraîné le maintien de critères d'octroi rigoureux. En outre, malgré des émissions d'obligations modérées, elles ont continué de recourir partiellement à des financements assortis d'une garantie publique (graphique 10, cadre de droite).

Les émissions d'obligations d'entreprise restent élevées

L'amélioration des conditions sur le marché de la dette s'est aussi répercutée sur les émissions des entreprises, qui sont restées soutenues tout au long de la période (graphique 11, cadre de gauche). L'important volume de titres émis par les sociétés non financières dans les principales monnaies a coïncidé avec la poursuite des efforts mis en œuvre par les banques pour se désendetter et redresser leur bilan.

Aux États-Unis, les marchés des hypothèques et de la titrisation ont continué de bénéficier du soutien des autorités (graphique 11, cadre du milieu). Les primes sur les titres hypothécaires des agences fédérales ont encore diminué, confirmant la tendance baissière amorcée en novembre dernier, suite à l'annonce par la Réserve fédérale de son intention d'acquiescer de tels titres. Le refinancement accru de la clientèle des agences aux fins de bénéficier de taux plus favorables s'est traduit, fin juin, par une hausse temporaire des taux des crédits hypothécaires classiques à 30 ans. Ces activités de refinancement ont également gonflé de \$100 milliards l'encours total des MBS entre le premier et le deuxième trimestre. Par voie de conséquence, celui des MBS des agences s'est renforcé de plus de \$200 milliards, tandis que le volume des autres MBS se contractait de plus de \$100 milliards.

Obligations, titres hypothécaires et papier commercial : indicateurs



Aux États-Unis, si les interventions des autorités ont soutenu les obligations hypothécaires, d'autres segments du marché de la dette ont continué d'attester de la fragilité financière. Les titres ABS adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ainsi que les CMBS ont été les plus touchés. Mi-août, la Réserve fédérale et le Trésor américain ont réagi en prolongeant la facilité de financement TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) jusqu'au 31 mars 2010 pour les titres ABS nouvellement émis et les titres CMBS existants et jusqu'au 30 juin 2010 pour les nouveaux CMBS.

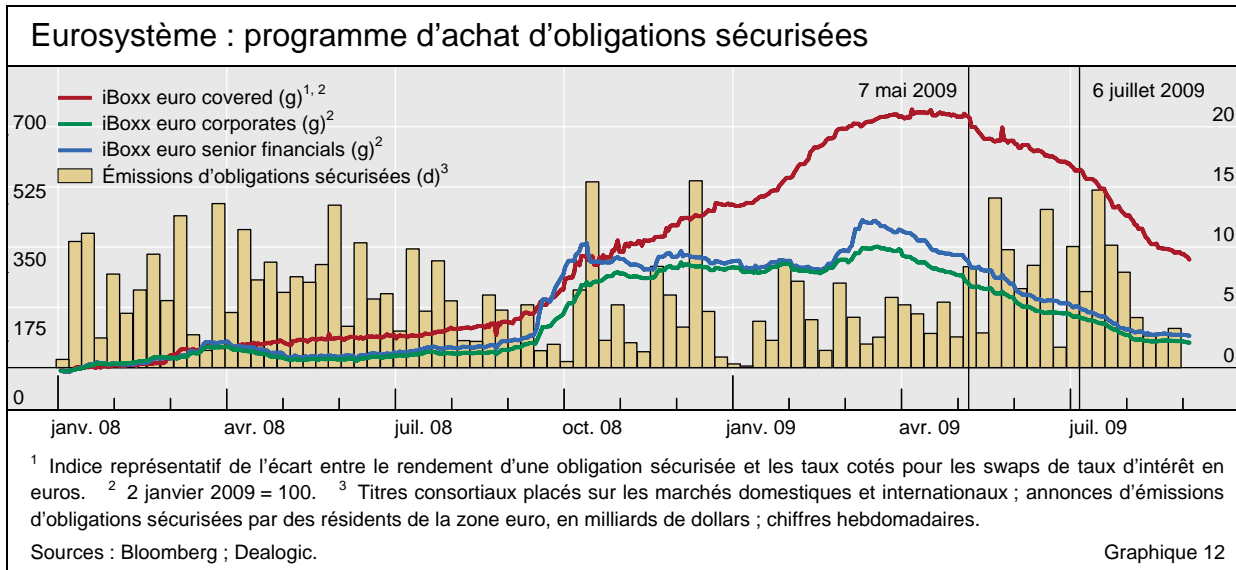
Les marchés des titres ABS et CMBS restent déprimés...

S'il demeure déprimé, le marché du papier commercial aux États-Unis a cependant présenté des signes de rétablissement. Mi-août, l'encours est descendu à \$1 000 milliards avant de remonter, pour atteindre \$1 160 milliards début septembre (graphique 11, cadre de droite). Le ralentissement des émissions, conjugué à l'essor des obligations d'entreprise, atteste de la baisse sensible des financements à court terme. Le redressement du marché du papier commercial est également apparu dans l'encours des programmes de la Réserve fédérale ciblant ce segment. Le montant du programme CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*), qui porte sur des durées plus longues (90 jours et plus), a nettement diminué entre fin mai et début septembre, revenant d'environ \$160 milliards à \$48 milliards. La facilité AMLF (*Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) est tombée à \$79 millions début septembre, après avoir atteint près de \$29 milliards début mai.

...alors que le marché du papier commercial présente les premiers signes d'un rétablissement

Les marchés de la dette de la zone euro ont subi les effets des politiques en faveur des titres hypothécaires et des obligations sécurisées. Le 6 juillet, la BCE et les 16 banques centrales nationales de la zone euro ont lancé le programme d'achat d'obligations sécurisées de l'Eurosystème, annoncé le 7 mai et qui porte sur un montant nominal de €60 milliards. Du 6 juillet à début septembre, elles ont acquis un total d'environ €10 milliards de titres, ce qui

Le programme de soutien de la BCE...



correspond à un peu moins de 20 % des émissions totales sur la même période.

...contribue à accroître les émissions d'obligations sécurisées

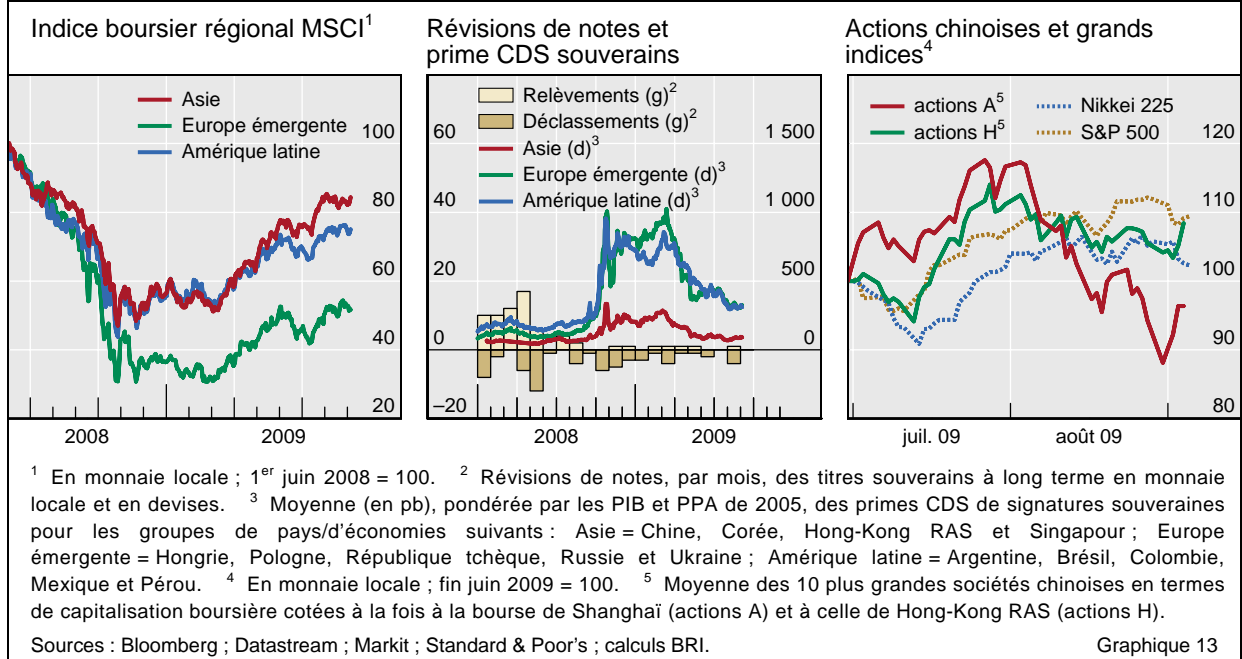
Le programme a affecté à la fois les primes de risque et les volumes d'émission sur le marché européen de ces titres. Depuis son annonce, en mai, les primes ont sensiblement diminué (graphique 12) et le marché primaire a semblé revitalisé : les émissions, stagnantes depuis septembre 2008, ont nettement augmenté. De plus, les emprunteurs ont pu lancer des obligations assorties de primes parmi les plus basses annoncées à titre indicatif avant la mise sur le marché, nombre d'émissions étant sursouscrites. Depuis le lancement, plusieurs obligations sécurisées sont apparues en Espagne, en France et en Allemagne ainsi qu'au Portugal, aux Pays-Bas et en Italie, où de telles opérations ont toujours été limitées. En outre, plusieurs obligations émanant d'établissements qui n'en avaient pas émis jusque-là ont été acquises dans le cadre du programme.

La correction sur le marché d'actions chinois se répercute ailleurs

Le regain de tolérance à l'égard du risque continue de favoriser les actifs des économies émergentes

Le regain de tolérance des investisseurs envers le risque a continué de jouer en faveur des actifs des économies émergentes. De fin mai à début septembre 2009, leurs actions ont progressé parallèlement à celles des économies avancées (graphique 13, cadre de gauche). Les primes sur la dette souveraine et des entreprises se sont resserrées, de manière plus graduelle qu'auparavant toutefois (graphique 13, cadre du milieu). L'amélioration des conditions de marché a encouragé les entreprises à accroître encore leurs émissions nationales et internationales de titres de dette (graphique 14, cadre de droite). Les émissions d'actions, restées faibles jusqu'en mars 2009, ont commencé à se reprendre au deuxième trimestre. Les flux d'investissements de portefeuille à destination du monde émergent, qui avaient redémarré en début d'année, ont été soutenus les mois suivants. Les monnaies locales se sont appréciées, certes à des degrés différents, en raison notamment de l'attrait qu'elles présentent pour les investisseurs en quête de rendements (graphique 14, cadre du milieu).

Économies émergentes : indicateurs



Les intervenants se focalisant sur le rythme et la tournure de la reprise économique mondiale, le fort rebond de l'activité en Asie émergente a retenu l'attention. En juillet, les chiffres préliminaires du PIB au deuxième trimestre pour Singapour (20 % en taux de croissance annualisé, après plusieurs trimestres de contraction) et la Corée (9,7 % en taux annualisé, le plus élevé depuis plus de cinq ans) ont constitué les premiers indices d'un renversement de la conjoncture dans la région. La publication ultérieure d'indicateurs concernant les autres économies d'Asie laisse aussi présager un regain d'activité, dû à la reprise des flux commerciaux et aux effets des mesures de relance budgétaire. Les anticipations d'une amorce de redressement ont conforté l'optimisme croissant qui a soutenu la demande d'actifs des économies émergentes.

La reprise économique en Asie retient l'attention

La Chine, en particulier, a concentré l'attention des intervenants. Sa capacité à raviver la croissance, entravée par le tassement de la demande extérieure vers le début de l'année, a souvent été mise sur le compte de la réaction budgétaire immédiate et vigoureuse des autorités. Toutefois, étant donné que les prêts bancaires, surtout ceux accordés par les quatre grandes banques commerciales publiques, ont largement contribué à financer la relance, on craignait de plus en plus que la vive expansion du crédit bancaire qui en est résultée (au premier semestre 2009, les nouveaux emprunts ont triplé d'une année sur l'autre, pour atteindre plus de 7 000 milliards de renminbis, soit \$1 000 milliards) n'accroisse les excédents de capacités dans certains secteurs et n'alimente la flambée des prix des actifs.

Les intervenants placent leurs espoirs de reprise dans la relance chinoise...

Les espoirs de voir la vigueur de la croissance de la Chine mettre l'économie mondiale sur la voie de la reprise ont finalement été tempérés par la crainte que les autorités n'interviennent pour prévenir une expansion excessive. Le 29 juillet, sous l'effet de communiqués de presse laissant présager un durcissement imminent du crédit, les cours ont chuté de plus de 5 % en séance. En outre, par ses implications apparentes sur la croissance

...mais redoutent par la suite un éventuel resserrement

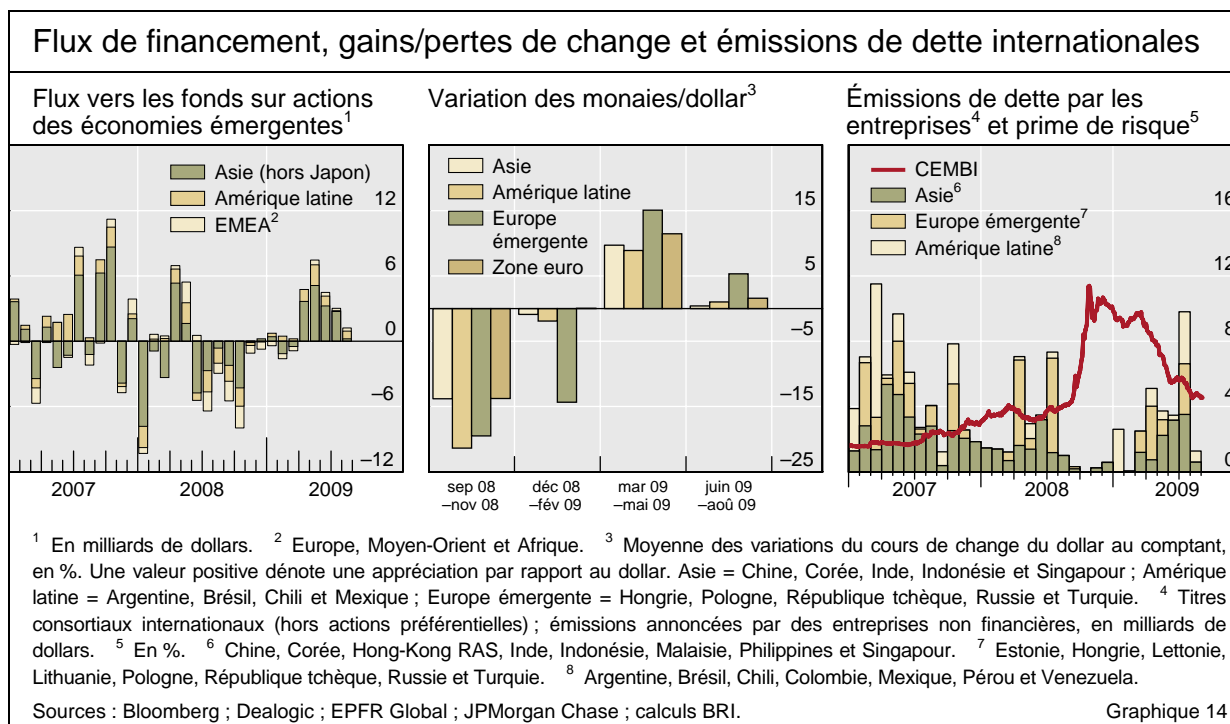
Le repli des cours des actions chinoises pèse sur les autres places financières...

...mais seulement à un degré limité

mondiale, cette nouvelle a eu des répercussions sur les autres grandes places d'Asie et au-delà, interrompant momentanément le redressement amorcé (voir ci-avant la section sur les marchés d'actions). Le 11 août, la publication de données chinoises faisant apparaître une production industrielle moins soutenue que prévu et un fort recul du crédit bancaire d'un mois sur l'autre a fait resurgir des doutes sur la croissance mondiale et déclenché une nouvelle vague de ventes de titres tant à l'étranger que sur le marché intérieur.

Cela étant, l'influence du marché d'actions chinois sur les autres places a été limitée. Bien que certaines hors de Chine soient apparues sensibles à ses fluctuations durant cette période, elles ne se sont pas montrées aussi instables. Même les actions des entreprises de Chine continentale négociées à Hong-Kong RAS n'ont pas autant chuté que les titres équivalents cotés à la bourse de Shanghai (graphique 13, cadre de droite). Le marché chinois a poursuivi son repli la deuxième quinzaine d'août, alors que les autres se stabilisaient ou se redressaient. En fin de mois, le Shanghai Stock Exchange Composite Index avait cédé plus de 20 % par rapport à son pic de début août, effaçant tous les gains engrangés depuis début juin.

La forte correction intervenue en août sur le marché chinois a pesé sur les résultats globaux des marchés d'Asie. Entre fin mai et le 4 septembre, l'indice MSCI marchés émergents d'Asie n'a enregistré qu'une hausse de 11 %, distançant nettement moins qu'à fin juillet le MSCI World. Les places asiatiques ont également terminé la période en retrait par rapport à l'Europe émergente (à l'exception notable du marché russe, qui s'est affaibli en termes nets sur la période) et à certains centres d'Amérique latine. Selon des données sur les flux d'investissements, les fonds de capital-investissement d'Amérique latine et d'Europe émergente ont continué à enregistrer des entrées nettes en août, alors que les flux nets à destination des fonds asiatiques se sont considérablement contractés par rapport aux mois précédents (graphique 14, cadre de gauche).



Banques centrales : sortir de la politique de bilan

Robert N. McCauley

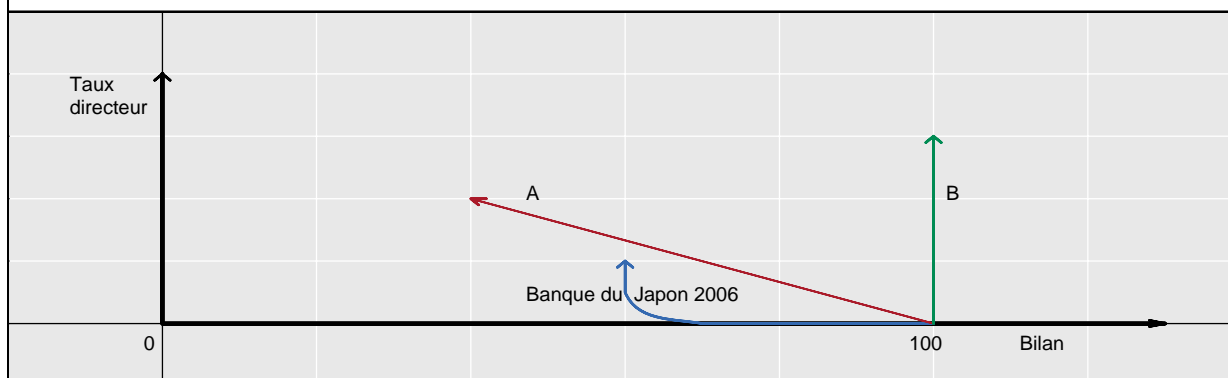
Les conditions de marché s'étant améliorées, la question qui fait débat aujourd'hui est de savoir quand et comment les banques centrales procéderont à un resserrement monétaire, et ce, avec ou sans cession des actifs accumulés durant la crise pour préserver le fonctionnement des marchés et pour influencer sur le prix des actifs (le double de la « politique de bilan » suivie jusqu'à présent). En principe, ces deux décisions (hausse des taux et cession d'actifs) sont indépendantes l'une de l'autre. Comme le souligne le chapitre VI du 79^e Rapport annuel BRI, les banques centrales peuvent relever les taux directeurs et réduire les réserves excédentaires sans, pour autant, contracter leur bilan, à condition évidemment de disposer des instruments appropriés.

Le présent encadré analyse les éléments susceptibles de déterminer l'ordre de ces interventions, et donc la stratégie. Aux deux extrêmes figurent 1) l'approche consistant à réduire le bilan et à n'augmenter les taux qu'ensuite et 2) l'approche ciblant un resserrement monétaire sans allègement du bilan. Représentées graphiquement, avec en abscisse la taille du bilan (100 représentant le point haut de la politique de bilan), et en ordonnée le taux d'intérêt (partant de zéro), elles se distinguent par un mouvement vers la gauche puis vers le haut, pour la première, et un mouvement uniquement vertical, pour la seconde. Il est entendu que réduire l'actif n'est pas sans conséquences (il peut être important, par ailleurs, d'intervenir non seulement sur le volume mais aussi sur la composition des actifs).

Exemple d'une de ces approches extrêmes : en 2006, la stratégie adoptée par la Banque du Japon, qui a commencé par contracter son bilan avant d'augmenter ses taux directeurs. N'étant pas autorisée à rémunérer les réserves excédentaires, elle a décidé de ne pas renouveler les actifs arrivant à échéance durant les mois suivant mars 2006[®]. Le poste « comptes courants » (autrement dit, les réserves des banques) est ainsi passé de ¥31 000 milliards fin mars 2006 à environ ¥10 000 milliards mi-juin ; l'actif total a chuté bien davantage, revenant de ¥145 000 milliards à ¥113 000 milliards au 20 juin. Cette réduction du bilan, qui s'est accompagnée de la réouverture de lignes de crédit interbancaires et de la mise en place d'opérations à terme sur taux d'intérêt au jour le jour, a préparé les intervenants au relèvement du taux à court terme opéré en juillet. Le graphique montre un mouvement vers la gauche, sur l'abscisse, à un taux d'intérêt de zéro, suivi d'un retour à des taux positifs. Pour réduire de cette manière le volume des avoirs, il a fallu fixer des limites fines aux portefeuilles d'obligations à long terme[®], de même qu'aux échéances des opérations monétaires. Fait intéressant, la Banque du Japon a, par la suite, poursuivi, mois après mois, ses achats d'obligations.

Le choix de la Banque du Japon de privilégier le côté passif du bilan pourrait atténuer la valeur d'exemple de cette stratégie de sortie d'une situation caractérisée par des taux d'intérêt faibles et un volume d'actifs important. En l'occurrence, la nature des actifs acquis pour soutenir les engagements de banque centrale était considérée comme secondaire, et la décision d'opter pour des actifs à court terme a permis un dégonflement « mécanique » mais rapide du bilan. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale, qui ont acheté des obligations pour faire baisser les taux à long terme, et la Banque nationale suisse, qui a acquis des devises pour empêcher le cours du franc suisse de grimper, étaient confrontées à des situations différentes.

Schémas de sortie des politiques de bilan avec des taux directeurs bas



Source : Calcul de l'auteur.

Graphique A

Dans ces trois derniers cas, diverses considérations ont pesé dans le choix de la stratégie de sortie, notamment le fonctionnement, les prix et la réaction du marché, ainsi que l'option de ne pas reconduire l'achat d'actifs à court terme. Quoiqu'un peu négligés dans les analyses, certains aspects comme les différentes façons d'envisager la politique de bilan – stock ou flux – peuvent avoir également orienté la stratégie retenue. Dans une perspective axée sur le stock, la stimulation monétaire découle de la *détention* par la banque centrale d'actifs, notamment d'obligations et, plus particulièrement, de titres d'État. Dans une optique de flux, l'impulsion procède de l'*achat* d'actifs par la banque centrale. Dans cette dernière, la stimulation est interrompue lorsque cessent les annonces d'achat, une certaine asymétrie pouvant être recherchée : effet maximum à l'achat, « neutralité » à la vente.

Cette distinction prend tout son poids lorsqu'il s'agit d'opérer un resserrement monétaire. Selon une interprétation axée sur le stock, augmenter le taux d'intérêt à court terme sans jamais procéder à des ventes du portefeuille obligataire reviendrait, pour un automobiliste, à freiner tout en continuant d'appuyer sur l'accélérateur. Selon celle basée sur le flux, sans sollicitation de l'accélérateur, l'effet du freinage peut être maximum. Ainsi, la première soutiendrait une stratégie de resserrement semblable à celle illustrée par la trajectoire A sur le graphique (ou même une option analogue à celle de la Banque du Japon), tandis que la deuxième autoriserait une stratégie suivant celle de la trajectoire B.

Les politiques adoptées par la Banque d'Angleterre s'appuient, dans une certaine mesure, sur une conception de la politique de bilan axée sur le stock. En particulier, pour justifier ses achats de fonds d'État britanniques, elle s'est notamment référée à la masse monétaire au sens large. La Banque d'Angleterre a clairement indiqué pouvoir disposer de deux outils lorsqu'il conviendrait, au vu de la cible d'inflation, d'interrompre la stimulation monétaire : les hausses du taux directeur et les ventes d'actifs. La vente d'effets de la Banque d'Angleterre pourrait éponger la liquidité, lui permettant « d'échelonner la vente des fonds d'État »[®]. En conséquence, les analystes du marché fondent leurs anticipations à la fois sur la hausse du taux d'intérêt à court terme et sur les ventes de fonds d'État.

Au contraire, la Réserve fédérale a plutôt envisagé la stimulation monétaire découlant de ses achats d'obligations (totalisant \$1 750 milliards) essentiellement sous l'angle des flux. À l'avenir, la difficulté de maîtriser l'effet de freinage induit par les ventes d'obligations au vu, entre autres, de l'évolution des contraintes bilancielle et du goût du risque des établissements financiers, pourrait plaider contre ces cessions. Cela étant, la Réserve fédérale a signalé qu'elle n'opterait pas nécessairement pour une stratégie de sortie suivant la trajectoire B. Ayant, comme la Banque d'Angleterre, la capacité de rémunérer les réserves excédentaires, elle *pourrait* arrêter d'acheter des obligations et opérer un resserrement monétaire sans réduire le volume de ses avoirs[®]. Les réserves excédentaires *pourraient* également être absorbées sans ventes d'actifs, en procédant à des opérations de pension à court terme sur titres à long terme ou en élargissant la vente de titres par le Trésor américain au-delà des besoins d'emprunt et en plaçant le produit de cette vente auprès de la Réserve fédérale. Parmi les options évoquées, même si ce n'était qu'en dernière instance, figurait la vente d'obligations.

La Banque nationale suisse a donné peu d'indications sur la stratégie envisagée pour sortir de sa politique d'achat d'actifs étrangers visant à empêcher l'appréciation de sa devise. Au plan théorique, certaines études récentes consacrées aux interventions sur le marché des changes se concentrent sur l'effet des flux d'ordres, l'approche dite de portefeuille accordant, au contraire, une grande importance à la taille relative du stock. Dans les faits, les banques centrales ont parfois réduit leurs réserves de change officielles après une série d'achats, mais plus fréquemment maintenu leurs avoirs aux niveaux atteints après les interventions, comme on l'observe par exemple au Japon depuis 2004. En matière d'emprunt de dollars auprès de la Réserve fédérale et du marché, tout réexamen du niveau approprié de réserves de change suisses prendra en compte l'expérience récente.

Outre les facteurs évoqués ci-dessus, des considérations de politique économique pourraient également déterminer le choix de la stratégie de sortie. Les achats d'actifs de la Banque d'Angleterre ont été plafonnés en amont, en vertu d'un échange de lettres avec le Trésor britannique, et ces avoirs, placés sur un compte spécial bénéficiant d'une indemnité publique en cas de perte consécutive à une hausse de taux. Ces arrangements permettent à la Banque d'Angleterre de vendre des fonds d'État britanniques sans encourir de pertes sur ses fonds propres, et les considérations de politique économique ne sauraient donc avoir d'incidence.

Elles pourraient par contre en avoir pour la Réserve fédérale, qui coordonne ses achats d'actifs avec le Trésor américain de manière moins formelle, qu'elle soit bénéficiaire des profits ou agisse en qualité de gestionnaire de dette.

^① Une autre option pour la Banque du Japon aurait été d'émettre des titres de dette en vue d'absorber l'excédent de liquidité, procédant ainsi à un échange de passif sans modification de l'actif. ^② Banque du Japon, Département des marchés financiers, « Money market operations in fiscal 2006 », *BOJ reports and research papers*, juillet 2007 ; sur les achats d'obligations, voir « Government debt management at low interest rates », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2009. ^③ Allocution du Vice-Gouverneur Charles Bean à l'occasion de la fête des couteliers au Cutlers' Hall de Sheffield, le 21 mai 2009. Le 21 juillet 2009, l'*Evening Post* de Nottingham rapporte en ces termes sa déclaration : « Nous allons vraisemblablement commencer par relever le taux d'intérêt. Nous pourrons ensuite revendre les actifs que nous avons achetés à un taux correspondant à la situation de marché du moment ». ^④ « Monetary policy as the economy recovers », *Monetary Policy Report to the Congress*, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (Washington, juillet 2009), pp. 34–37.