

Les préoccupations liées à la croissance mondiale et à la dette souveraine orientent les marchés¹

De fortes révisions à la baisse des perspectives de redémarrage de l'activité dans plusieurs grandes économies ont pesé sur les prix des actifs sensibles à la conjoncture durant la période sous revue. Les préoccupations des intervenants quant à la croissance ont été amplifiées par le sentiment que les politiques monétaires et budgétaires ne disposaient guère de marge de manœuvre pour relancer l'économie mondiale. Les informations négatives sur les conditions macroéconomiques ont été aggravées par la propagation, à l'Espagne et à l'Italie – après la Grèce, l'Irlande et le Portugal –, de l'inquiétude suscitée par la dette souveraine de la zone euro. Les conditions de financement se sont alors durcies pour les banques européennes, et même les cotations sur les grands marchés de la dette souveraine de la zone euro ont été touchées. Tous ces facteurs ont concouru à un engouement pour les valeurs refuges. Le tableau 1 résume les principaux événements ayant influé, pendant la période, sur les anticipations de croissance et les marchés de la dette publique.

Doutes sur la marge de manœuvre des autorités en faveur de la relance face au ralentissement de l'activité

Des signes d'étiollement de la croissance entraînent un repli des prix des actifs à risque...

Pendant la période examinée, les marchés financiers ont évolué essentiellement en phase avec les importantes révisions à la baisse des anticipations de croissance de plusieurs grandes économies. Les cours mondiaux des actions ont diminué de 11 % en moyenne, davantage en Europe et légèrement moins dans les économies émergentes (ÉCÉm). La chute des prix des actifs sensibles à la conjoncture a tiré les prix moyens vers le bas (graphique 1, cadre de gauche). Les primes de risque des entreprises se sont généralement accrues, surtout pour la dette moins bien notée, plus exposée au défaut de paiement en phase de repli (graphique 1, cadre du milieu). En outre,

¹ La présente analyse, qui couvre le trimestre jusqu'au 8 septembre 2011, a été réalisée par le Département monétaire et économique. Les questions portant sur le texte peuvent être adressées à nick.vause@bis.org ou goetz.vonpeter@bis.org et celles sur les données et les graphiques à magdalena.erdem@bis.org ou garry.tang@bis.org.

Principaux événements ayant orienté les marchés financiers	
7 juillet	La Banque centrale européenne (BCE) relève son principal taux directeur de 25 pb, pour le porter à 1,5 %.
13 juillet	Fitch baisse la note de crédit de la Grèce de B+ à CCC.
15 juillet	L'Autorité bancaire européenne publie les résultats des tests de résistance de 90 banques.
21 juillet	Un sommet de la zone euro adopte un nouveau plan d'assistance financière pour la Grèce, y compris des taux d'intérêt réduits sur les montants reçus du Fonds européen de stabilité financière par la Grèce, l'Irlande et le Portugal.
25 juillet	Moody's baisse la note de crédit de la Grèce de Caa1 à Ca.
27 juillet	Le Brésil applique une taxe de 1 % à certaines opérations sur dérivés négociés sur les marchés organisés. Standard & Poor's baisse la note de crédit de la Grèce de CCC à CC, tout en maintenant une perspective négative.
29 juillet	Chiffres du PIB plus faibles que prévu aux États-Unis.
1 ^{er} août	Indicateurs des directeurs des achats décevants en Asie, aux États-Unis et en Europe.
2 août	Le Congrès des États-Unis donne son accord pour relever le plafond de la dette du gouvernement fédéral le jour même où, selon les prévisions du Trésor, celui-ci aurait été atteint.
3 août	La Banque nationale suisse abaisse son taux cible pour le Libor 3 mois et annonce une hausse notable de l'offre de francs suisses sur le marché monétaire.
4 août	La Banque du Japon annonce que son programme d'achat d'actifs bénéficiera d'une rallonge de ¥10 000 milliards et commence à intervenir sur les changes en vendant des yens. La BCE lance une opération supplémentaire de refinancement à 6 mois et reprend ses achats d'obligations souveraines de la zone euro.
5 août	Les rendements des bons du Trésor des États-Unis affichent des valeurs négatives après l'annonce que la Bank of New York Mellon appliquera une commission sur les dépôts.
8 août	Les opérateurs font état d'achats d'obligations d'État espagnoles et italiennes par l'Eurosystème.
9 août	La Réserve fédérale des États-Unis indique qu'elle compte maintenir les taux à un niveau exceptionnellement bas jusqu'à mi-2013 au moins.
12 août	Interdiction de certaines ventes d'actions à découvert dans quatre pays européens.
16 août	Chiffres du PIB faibles pour le deuxième trimestre dans l'Union européenne.
26 août	S'exprimant à Jackson Hole, M. Bernanke, Président de la Réserve fédérale, fait remarquer que celle-ci dispose encore d'outils pour renforcer la stimulation monétaire. Les banques chinoises signalent qu'elles seront tenues d'inclure les dépôts de marge dans le calcul de leurs réserves obligatoires auprès de la banque centrale.
1 ^{er} sept.	Nouveaux indicateurs des directeurs des achats décevants en Asie, aux États-Unis et en Europe.
2 sept.	Chiffres de l'emploi inférieurs aux prévisions aux États-Unis.
6 sept.	La Banque nationale suisse commence à intervenir sur les changes, vendant des francs suisses pour cibler un cours de change d'au moins 1,20 CHF pour un euro.
7 sept.	Le tribunal constitutionnel allemand rejette des pourvois contre le plan d'assistance financière à la Grèce. L'Espagne, la France et l'Italie, respectivement, décident un plafonnement du déficit public, des coupes budgétaires et des hausses d'impôts.
8 sept.	Le Président Obama propose au Congrès américain un plan de relance de \$447 milliards.

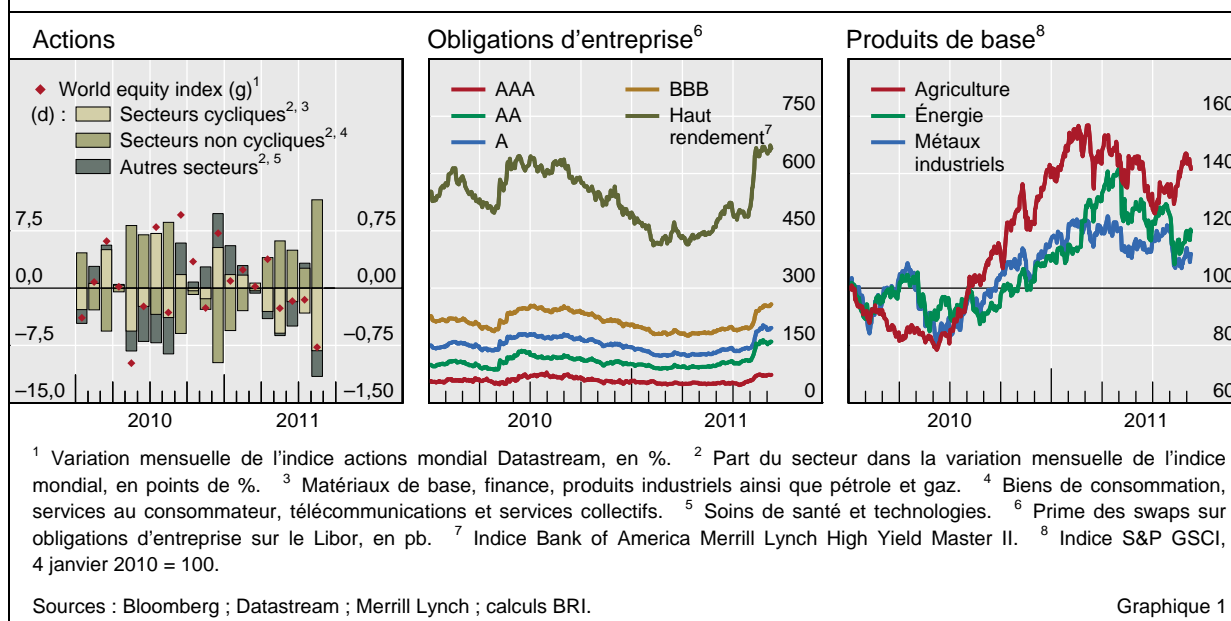
Tableau 1

les valeurs des secteurs de l'énergie et des métaux industriels se sont vivement dépréciées sous l'effet du fléchissement anticipé de la demande (graphique 1, cadre de droite).

La réévaluation des perspectives de croissance s'est faite, dans une grande mesure, entre fin juillet et mi-août. Les prix des actifs sensibles à la

...en particulier entre fin juillet et mi-août

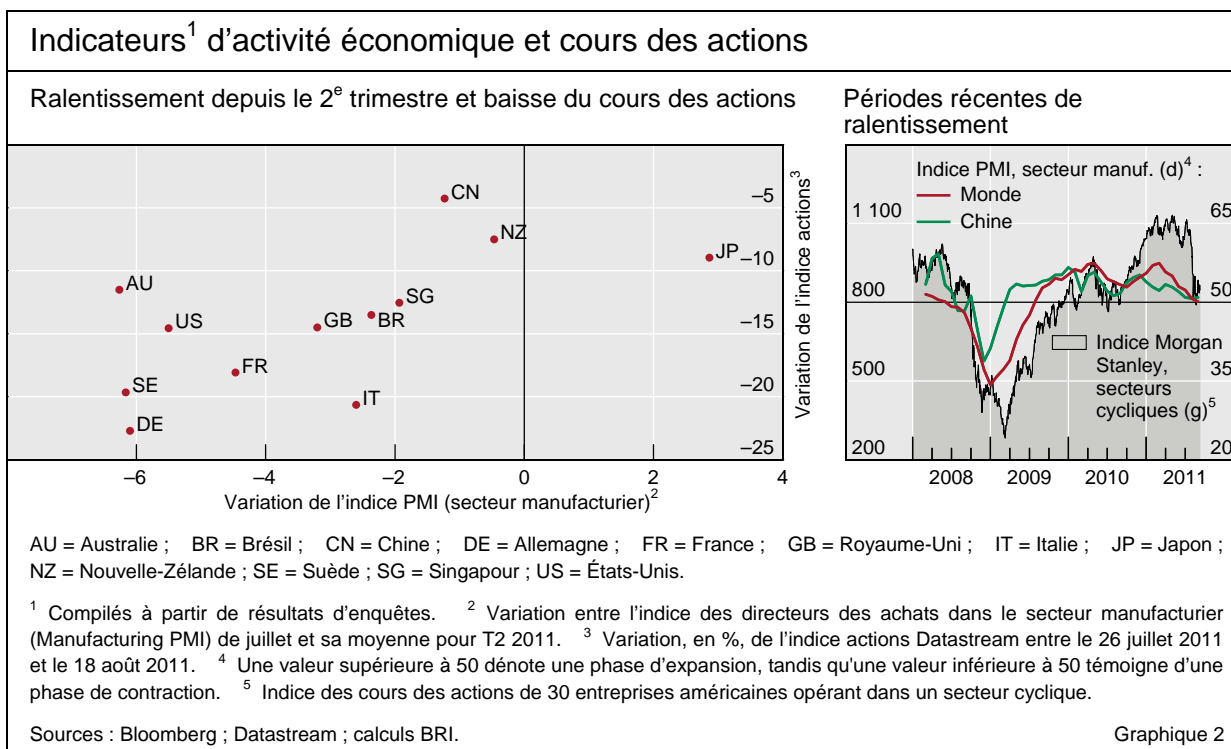
Prix des actifs sensibles à la conjoncture



conjoncture ont alors enregistré une baisse très marquée. La publication, le 29 juillet, de nouveaux chiffres du PIB pour les États-Unis a montré non seulement que la croissance au deuxième trimestre était plus faible qu'anticipé, mais que le PIB était inférieur d'environ 1 % à son niveau antérieur. En Europe, selon des données publiées le 16 août, la croissance a nettement décéléré au deuxième trimestre, surtout en Allemagne. Les enquêtes ont signalé, en outre, un ralentissement supplémentaire au troisième trimestre. Ainsi, l'indicateur des directeurs des achats publié le 1^{er} août montrait un fléchissement de l'activité manufacturière en Asie, en Europe et aux États-Unis, en juillet. Les cours mondiaux des actions ont reculé de 2 %, en moyenne, le lendemain. Puis, le 18 août, l'indice S&P 500 a cédé 4,5 % après la publication, par la Banque de Réserve fédérale de Philadelphie, de l'indice mensuel, pour août, de l'activité manufacturière américaine, qui était tombé à des niveaux observés seulement, jusqu'alors, juste avant ou pendant une période de récession. Entre fin juillet et mi-août, certaines des plus fortes baisses des cours des actions ont été enregistrées dans les pays où les enquêtes indiquaient le plus vif ralentissement pour un troisième trimestre (graphique 2, cadre de gauche).

Les prix diminuent fortement en raison de la perception de marges de manœuvre limitées pour une relance...

Il convient de rappeler que la croissance économique a déjà semblé ralentir mi-2010. Mais les actifs sensibles à la conjoncture ne s'étaient alors pas dépréciés autant que ces derniers mois (graphique 2, cadre de droite). Mi-2010, les intervenants pensaient qu'un nouvel assouplissement monétaire et budgétaire soutiendrait la croissance. Et cette impression s'est vérifiée quand les autorités américaines ont réduit les retenues à la source sur les salaires, prolongé l'allègement de la fiscalité sur le revenu et les indemnités de chômage, et lancé un deuxième cycle d'assouplissement quantitatif. Dans le même temps, en Chine, les autorités fournissaient davantage de financements en faveur des infrastructures et de la promotion immobilière.



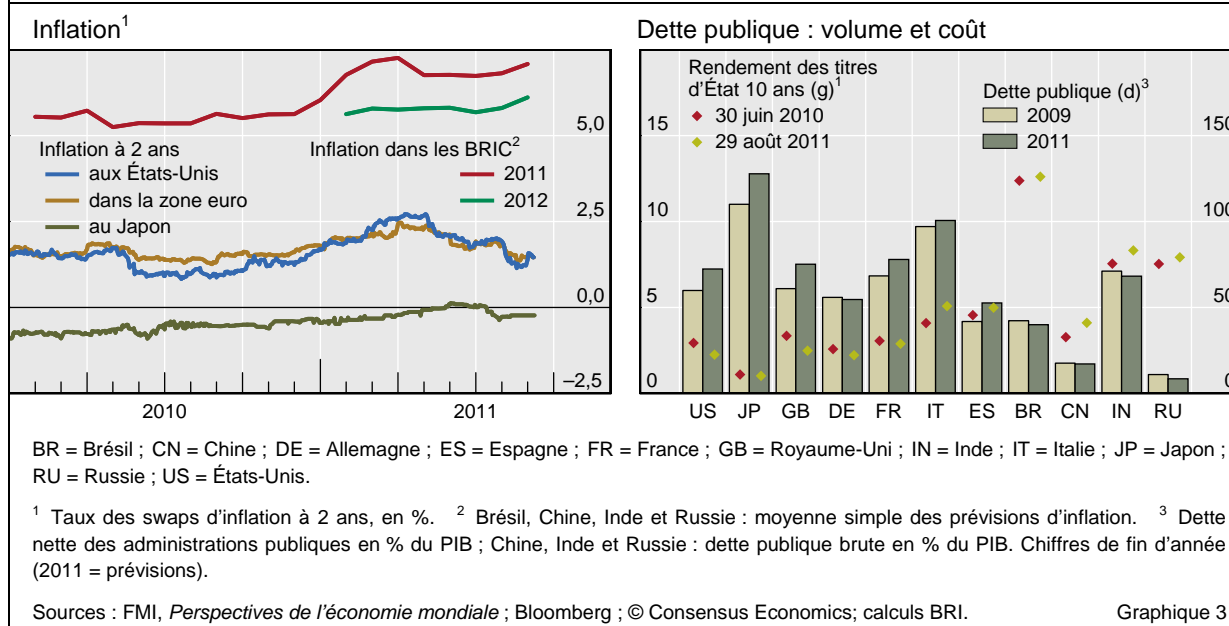
À l'inverse, les intervenants sont d'avis, actuellement, que l'assouplissement ne permettra guère de soutenir la croissance, y compris dans certaines ÉcÉm. De ce fait, ils ne pensent pas que les ÉcÉm dynamiseront la croissance mondiale autant que par le passé. En conséquence, les prévisionnistes ont revu à la baisse leurs projections de croissance de plusieurs grandes économies pour 2012 et 2013, ainsi que pour le restant de 2011. Les prix des actifs sensibles à la conjoncture ont chuté davantage qu'à mi-2010 (graphique 2, cadre de droite).

Comme, depuis quelque temps déjà, les principales banques centrales du monde développé n'ont pratiquement aucune marge de manœuvre pour réduire encore les taux directeurs, les intervenants s'attendaient à ce que les autorités emploient d'autres formes de stimulation monétaire. Les anticipations à cet égard se sont intensifiées, certaines tensions inflationnistes s'apaisant en partie durant la période considérée. Ainsi, le prix de nombreux produits de base a baissé, entraînant un repli des anticipations d'inflation, implicites dans les contrats de swap, dans plusieurs grandes économies développées (graphique 3, cadre de gauche).

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé, le 9 août, qu'elle comptait maintenir son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas jusqu'à mi-2013 au moins, ce qui a fait baisser les taux des contrats à terme sur fonds fédéraux (graphique 4, cadre de gauche), et, partant, les taux d'intérêt à long terme, et a favorisé les cours des actions américaines et internationales. Les cours des actions ont, en outre, augmenté quelque peu après l'allocation prononcée le 26 août, à Jackson Hole, par M. Bernanke, qui a fait observer que la Réserve fédérale disposait encore d'une gamme d'outils de stimulation monétaire, dont elle étudiera la mise en œuvre lors d'une réunion de politique monétaire, vers la fin septembre.

...par la politique monétaire...

Facteurs affectant la marge de manœuvre des autorités pour la stimulation monétaire et budgétaire

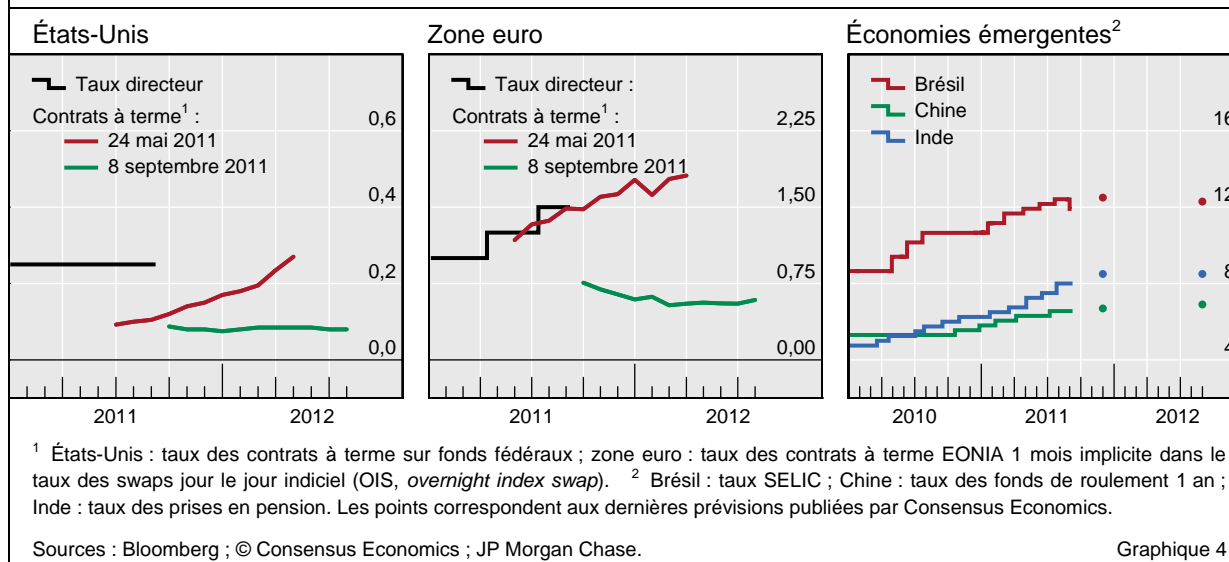


Entretemps, la Banque du Japon a annoncé, le 4 août, que son programme d'achats d'actifs bénéficierait d'une rallonge de ¥10 000 milliards ; le TOPIX est ensuite resté stable, tandis que les autres grands indices boursiers du monde inscrivait de fortes baisses.

Les investisseurs ont également réévalué les perspectives de la politique monétaire dans la zone euro et les ÉcEm. Le 7 juillet, la Banque centrale européenne a relevé son principal taux directeur de 25 bp, le portant à 1,5 %, pour mieux ancrer les anticipations d'inflation. Sous l'effet de l'annonce d'un affaiblissement de l'activité économique, cependant, les prix des contrats à terme sur taux court de la zone euro ont commencé à baisser peu après

Taux d'intérêt à court terme

En %



(graphique 4, cadre du milieu). Les banques centrales de certaines ÉcÉm, dont la Chine et l'Inde, ont, elles aussi, relevé leur taux directeur pendant la période examinée. La Banque populaire de Chine a resserré davantage la politique monétaire en élargissant l'assiette des réserves obligatoires pour y inclure les dépôts de garantie, après que l'inflation eut atteint, en juillet, son maximum depuis trois ans (6,5 %). Les banques centrales du Brésil et de la Turquie ont, quant à elles, réduit leur taux directeur devant les signes de ralentissement de l'activité. Mais, si les anticipations d'inflation sont restées élevées dans les principales ÉcÉm (graphique 3, cadre de gauche), les prévisionnistes estiment que les taux d'intérêt à court terme y resteront proches de leurs niveaux actuels jusqu'au second semestre de 2012 (graphique 4, cadre de droite).

Étant donné le niveau toujours plus élevé de la dette publique, les intervenants ont également perçu moins de possibilités d'assouplissement de la politique budgétaire dans les économies avancées qu'à mi-2010 (graphique 3, cadre de droite). Dans la zone euro, les programmes conjoints du FMI et de l'UE ont contraint certains gouvernements lourdement endettés à prendre des mesures d'assainissement budgétaire, tandis que d'autres ont suivi la même approche en raison de la forte rémunération exigée par les investisseurs pour détenir leurs obligations (graphique 3, cadre de droite). Par contre, les investisseurs se sont montrés disposés à financer le déficit de l'État américain à des taux d'intérêt toujours plus bas. Cela dit, rares étaient ceux qui tablaient sur de nouvelles mesures de stimulation budgétaire, tout au moins au début de la période considérée. De fait, le Président Obama a promulgué, le 2 août, une loi visant à réduire les dépenses prévues tout en relevant le plafond légal de la dette publique. Les investisseurs ont alors estimé que, compte tenu de l'abaissement, par Standard & Poor's, de la notation de crédit de la dette à long terme des États-Unis (ramenée, le 5 août, de triple A à AA+), il était plus urgent que jamais de procéder à un assainissement des finances publiques, qui pèserait sur la croissance à moyen terme. Du coup, le S&P 500 a perdu plus de 6 % lors de la séance suivante. Début septembre, toutefois, de nouveaux signes de faiblesse de l'économie américaine ont conduit le Président des États-Unis à proposer au Congrès un plan de relance budgétaire de \$447 milliards, auquel les marchés d'actions sont restés quasi insensibles, cependant.

...et par la politique budgétaire

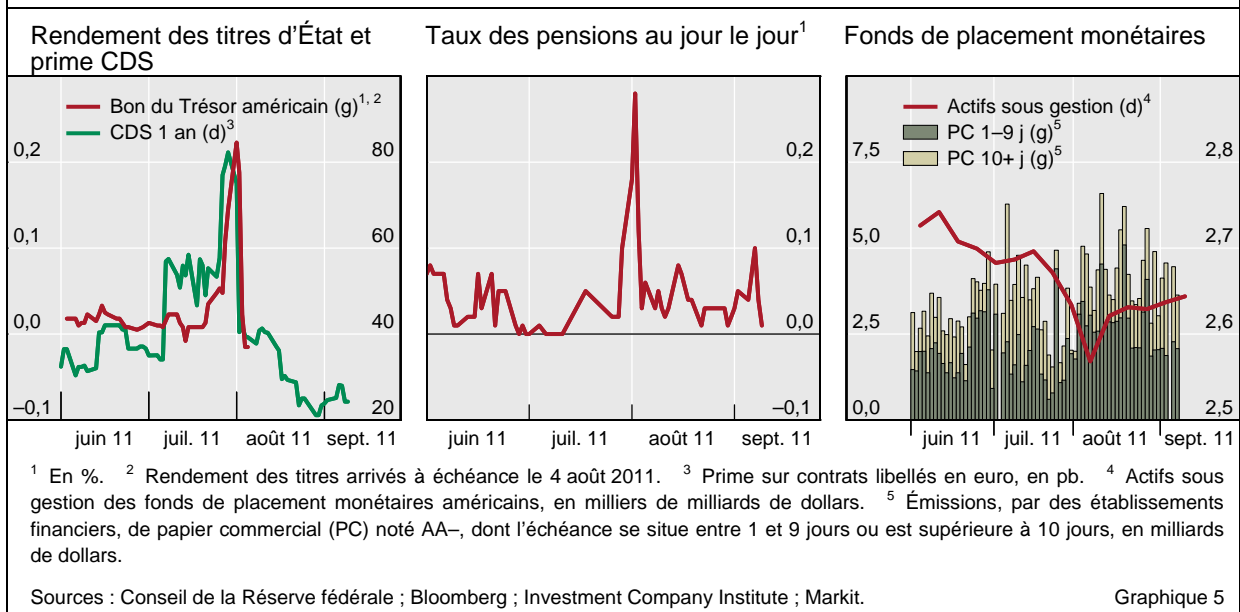
Les intervenants pensaient que, dans de nombreuses ÉcÉm aussi, le recours à de nouvelles mesures de relance budgétaire était improbable à court terme. Si l'encours de la dette y est souvent plus faible que dans le monde avancé, une stimulation par le budget pèserait sur le cours de change, qui, dans de nombreux cas, s'est encore apprécié durant la période.

Les négociations sur le plafond et le déclassement de la dette américaine n'ont pas eu d'effets durables sur les marchés

Les négociations sur le plafond de la dette américaine ont suscité des tensions passagères sur les marchés monétaires. Si la dette avait atteint le plafond, l'État fédéral aurait été contraint de choisir qui payer. Cette perspective des plus déplaisantes du point de vue politique a conduit la plupart des intervenants à escompter la conclusion d'un accord autorisant le relèvement du

Le plafond de la dette américaine est quasiment atteint, d'où des tensions passagères sur les marchés monétaires...

États-Unis : effets sur les marchés monétaires des négociations sur le plafond de la dette



plafond de la dette. Cet accord a effectivement été signé le 2 août, jour où le Trésor américain a estimé que sa capacité d'emprunt aurait été épuisée. Durant les négociations qui ont précédé, les cours des titres de dette et des dérivés ont commencé à dénoter une probabilité non négligeable de défaut de l'État américain. Le rendement du bon du Trésor américain arrivant à échéance le 4 août, par exemple, est passé d'un niveau proche de zéro à plus de 20 pb, tandis que les primes CDS (*credit default swap*) offrant une assurance contre le défaut américain sur 1 an sont passées d'environ 30 pb à près de 80 pb (graphique 5, cadre de gauche). Les taux d'intérêt sur les pensions au jour le jour, vers lesquelles les banques se tournent généralement pour mobiliser une grande partie de leur financement, ont fait un bond, passant d'un niveau proche de zéro à quasiment 30 pb (graphique 5, cadre du milieu). Les fonds de placement monétaires américains, qui investissent massivement en valeurs du Trésor américain, ont dû procéder à des remboursements, alors même qu'ils s'étaient préparés en remplaçant, dans leur portefeuille, les actifs moins liquides, comme le papier commercial, par des liquidités (graphique 5, cadre de droite). Une fois le plafond de la dette relevé, ces effets se sont vite dissipés.

...mais
l'abaissement de
la note souveraine
n'impose guère de
ventes forcées

Par contre, la décision de Standard & Poor's de déclasser la dette américaine à long terme n'a pas semblé déclencher de mécanismes susceptibles de faire chuter les prix des actifs (titres du Trésor et autres). Les décotes sur les valeurs du Trésor acceptées dans les pensions, par exemple, n'ont pas augmenté au point de forcer les emprunteurs à vendre les actifs qu'ils ne pouvaient plus financer. De fait, la Depository Trust & Clearing Corporation n'a pas modifié les décotes sur les opérations de pension dont elle assure la compensation. De la même manière, les banques américaines n'ont pas été contraintes de liquider des actifs, car les instances fédérales de réglementation ont maintenu à un niveau constant, dans le calcul des ratios de fonds propres réglementaires, la pondération de risque appliquée aux titres émis ou garantis par le Trésor, les agences gouvernementales et

paragouvernementales des États-Unis. Il n'y a guère eu de ventes forcées par les gestionnaires d'actifs, vu que les mandats de ne détenir que des titres notés triple A sont très inhabituels. Enfin, rares sont les établissements qui ont été obligés de trouver d'autres instruments comme sûretés pour garantir leurs positions sur d'autres titres ou dérivés.

Zone euro : la crise de la dette souveraine s'intensifie

La crainte d'un ralentissement de la croissance mondiale a attisé la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Il était considéré qu'une reprise généralisée faciliterait grandement la réduction du poids de la dette publique. Après la publication, partout dans le monde, de résultats macroéconomiques décevants, la question était de savoir d'où viendrait la croissance nécessaire, à l'heure où les autorités constataient un épuisement de leurs moyens d'action. Compte tenu du ralentissement aux États-Unis, de l'atonie en Allemagne et en France, et de l'essoufflement dans les économies émergentes, les intervenants suivaient ce qui se passait dans la zone euro avec une anxiété croissante, dans un climat d'incertitudes politiques.

La préoccupation de voir la crise de la dette souveraine s'étendre progressivement de la périphérie au cœur de la zone euro s'est reflétée dans les prix du marché. La réévaluation des capacités de remboursement de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal et l'incertitude croissante quant à l'aptitude de ces pays à faire leur retour sur les marchés obligataires dans les délais fixés par les programmes de soutien officiel ont continué d'orienter la valorisation de la dette souveraine (graphique 6, cadres de gauche). Les primes des CDS référencés sur ces trois emprunteurs souverains ont augmenté entre avril et juin, pour atteindre des niveaux records en juillet, avant de redescendre, le 21 du mois, suite au sommet de la zone euro.

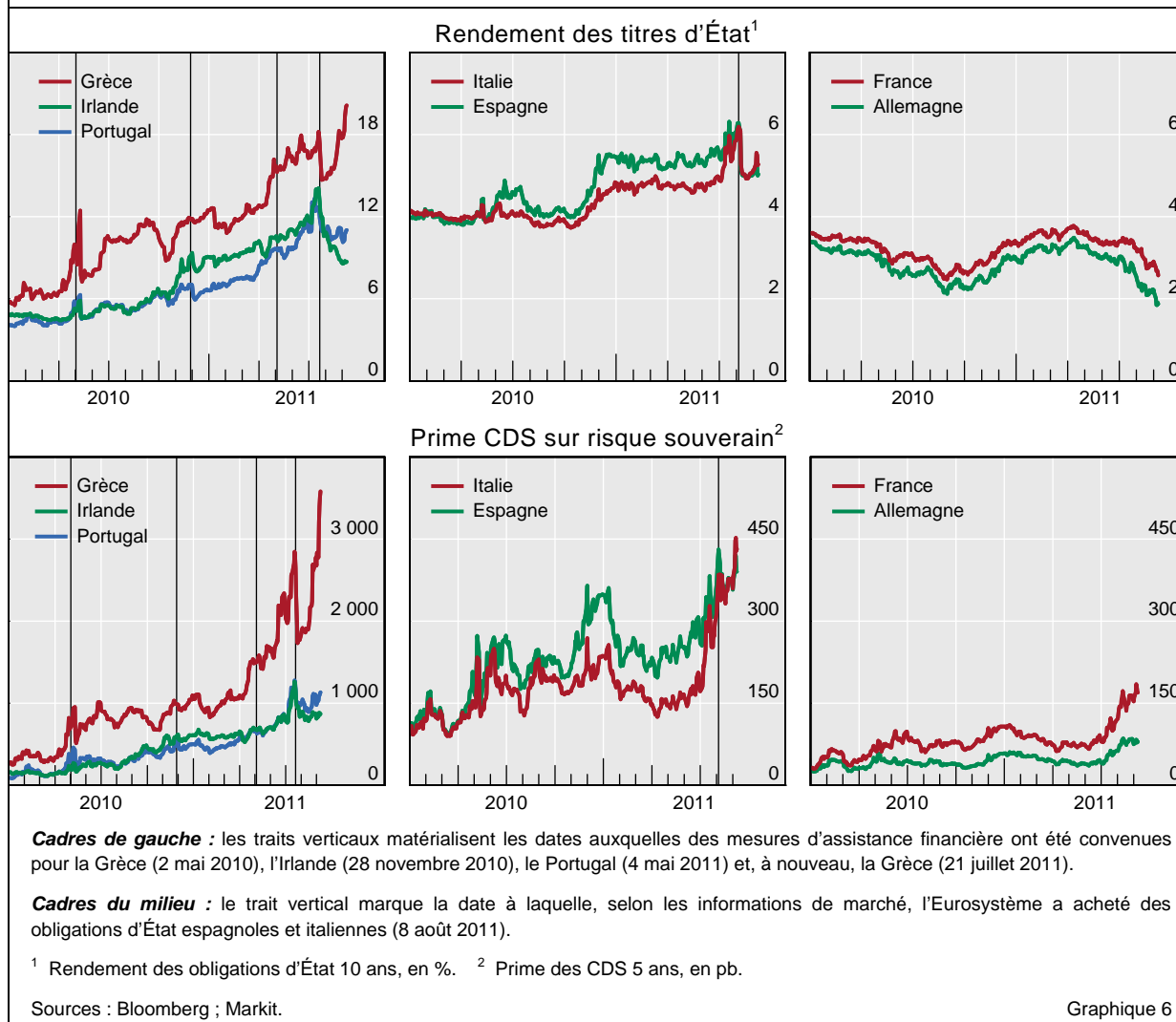
De nouvelles tensions à la périphérie de la zone euro...

Les mesures de soutien annoncées à ce sommet ont largement répondu aux attentes des marchés. Elles consistaient en un deuxième plan de sauvetage pour la Grèce, faisant intervenir le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le FMI, à hauteur de €109 milliards. Le rendement des obligations 2 ans de la Grèce et des autres pays bénéficiaires du programme a régressé de centaines de points de base, le compartiment long se détendant moins. La réduction des taux d'intérêt et l'allongement des durées sur les prêts à venir du FESF, ainsi qu'un échange d'obligations avec les investisseurs privés, ont allégé le poids du futur service de la dette, même si le degré de participation du secteur privé dépendait de l'option finalement choisie. Alors que, par son caractère volontaire, l'échange ne devait pas déclencher d'événement de crédit, selon l'ISDA, les agences de notation l'ont interprété comme un défaut sélectif et continué de déclasser la note souveraine de la Grèce.

En juillet et août, la contagion a gagné les grands pays d'Europe méridionale sous l'effet de préoccupations liées à la croissance et à la taille trop réduite du FESF. Le sentiment que les réformes prévues par le FESF pourraient être insuffisantes si d'autres pays perdaient l'accès aux financements de marché a entraîné un élargissement des primes de risque sur

...gagnent l'Italie et l'Espagne...

Zone euro : obligations souveraines et CDS sur risque souverain



la dette italienne et espagnole. Les augmentations des rendements et le renchérissement de la protection sur la dette publique ont commencé à ébranler la conviction que l'Italie et l'Espagne s'étaient dissociées des tensions observées à la périphérie de la zone euro (graphique 6, cadres du milieu). La dynamique auto-entretenue s'est accélérée en juillet car, anticipant des pertes dans leur portefeuille, les détenteurs d'obligations ont procédé à des ventes, entraînant une hausse de la volatilité et du risque perçu et, partant, de nouvelles ventes. De ce fait, le 4 août, les rendements des obligations d'État italiennes et espagnoles ont inscrit un pic de 6,2 %.

Dans le contexte d'une contagion croissante, l'Eurosystème a réactivé son programme d'achat de titres (*securities market programme*). Il convient de souligner que, pour les intervenants, l'opération du 8 août consistait à acquérir, pour la première fois, des obligations d'État italiennes et espagnoles. Le volume des achats, €22 milliards pour la semaine se terminant le 12 août, était le plus élevé jamais réalisé, quoique relativement modeste par rapport à l'encours d'obligations souveraines de l'Italie, de l'Espagne et des pays à la périphérie de l'Europe. Pourtant, les intervenants ont interprété cette opération

comme un important signal que l'Eurosystème – que bon nombre considéraient comme l'acheteur le plus crédible du moment – assurerait le relais jusqu'à ce que le FESF reçoive, à l'automne, le mandat d'acheter des titres de dette sur le marché secondaire. Les jours suivants, les rendements des obligations de référence 10 ans italiennes et espagnoles ont régressé de plus de 100 pb, pour se stabiliser au-dessous de 5 %. Le coût effectif des financements s'est chiffré à 5,22 % quand l'Italie a émis des obligations 10 ans le 30 août, après avoir fait marche arrière sur un programme d'assainissement des finances publiques. Deux jours plus tard, l'Espagne a été en mesure d'émettre des obligations 5 ans à un rendement de 4,49 %, soit 38 pb de moins que lors de la précédente adjudication, les principaux partis politiques s'étant entendus, la semaine précédente, pour inscrire dans la constitution le plafonnement de la dette publique.

Dans un climat de dégradation des perspectives macroéconomiques, les grands marchés de la dette souveraine de la zone euro ont, eux aussi, été touchés par les craintes de contagion. À partir de juillet, le coût de la protection sur la dette publique française et allemande s'est nettement accru (graphique 6, cadre de droite). Sur l'obligation 10 ans, l'écart de rendement entre la France et l'Allemagne est passé de 35 pb fin mai à 89 pb le 8 août, avant de revenir autour de 65 pb. Ces fluctuations ont mis à l'épreuve le triple A de la France, suite au déclassement de la note des États-Unis, les investisseurs étant préoccupés par le déficit structurel de la France, la faiblesse de sa croissance et ses engagements conditionnels envers le FESF en cas de défaut d'un gros emprunteur souverain. Les marchés allemands ont également été caractérisés par une volatilité accrue. Ainsi, le 25 août, l'indice boursier a perdu 4 % en l'espace d'un quart d'heure en raison de rumeurs concernant le triple A de l'Allemagne et une éventuelle extension aux marchés allemands des interdictions de vente à découvert.

...et pèsent sur les
grands marchés

Le 16 août, dans le contexte de révisions décevantes de la croissance dans les grandes économies, la déclaration commune des dirigeants français et allemands indiquant leur volonté de défendre l'euro a été accueillie avec scepticisme. Les jours qui ont suivi, les primes CDS sont vite revenues à leurs niveaux antérieurs, et le DAX comme le CAC ont cédé 7 %, sous l'effet des préoccupations concernant la croissance. Selon les intervenants, les mesures proposées, et notamment une coordination plus étroite des politiques économiques, une taxe sur les transactions financières et l'adoption de règles constitutionnelles en matière de déficit, manquaient de précision et étaient insuffisantes pour résoudre les problèmes fondamentaux de la dette. Les investisseurs ont, en outre, été déçus de constater que la déclaration commune ne mentionnait pas un renforcement des engagements de garantie du FESF au-delà de €440 milliards, ni l'émission d'euro-obligations assorties d'une garantie collective. La dégradation s'est poursuivie jusqu'au 6 septembre, puis les marchés se sont provisoirement redressés les 7 et 8. Les rendements obligataires et les primes CDS ont diminué, tandis que les principaux indices boursiers européens ont regagné 4 %, quand l'Espagne, la France et l'Italie ont réitéré leur ferme intention de mettre en œuvre des mesures d'austérité, et que

le tribunal constitutionnel allemand a rejeté les pourvois formés contre le plan de sauvetage de la Grèce et la mise en place du FESF.

Les conditions de financement des banques se dégradent

La dégradation de la solvabilité des emprunteurs souverains a continué de peser sur les coûts de financement des banques et leur accès aux marchés. Les problèmes de dette souveraine peuvent affecter les banques de diverses manières : d'un côté, des pertes directes du fait de la baisse de valeur de leurs avoirs en titres souverains et des sûretés livrées pour garantir financements de gros et facilités de banque centrale ; de l'autre, une réduction des avantages découlant des garanties publiques, y compris le déclassement de leur note de crédit². Les intervenants sont restés préoccupés par les expositions des banques envers les emprunteurs souverains quand l'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié les résultats de son deuxième test de résistance. Le marché n'a guère réagi, le 18 juillet, malgré une amélioration de la qualité, de la rigueur et du processus de vérification par rapport à l'an dernier. L'ABE a décelé des insuffisances de fonds propres dans 8 des 90 grandes banques et recommandé une augmentation de capital à 16 autres ayant tout juste réussi le test (se trouvant à 1 point de pourcentage du ratio minimum de 5 % pour le « noyau dur » (*core Tier 1*)³. Bien que limité, l'impact de l'annonce sur le marché tout entier a témoigné d'une différenciation relativement plus grande des banques. Les primes CDS ont augmenté pour les banques grecques et espagnoles, et diminué pour les banques irlandaises et portugaises. Les analystes ont pris note des expositions souveraines accompagnant les résultats officiels pour réaliser leurs propres scénarios de défaut souverain. Dans la plupart des cas, ces scénarios suggéraient que les décotes implicites dans les cours du marché de la dette des pays à la périphérie de l'Europe réduiraient les ratios de fonds propres, mais à des niveaux gérables.

Les investisseurs se désengagent des expositions sur les banques...

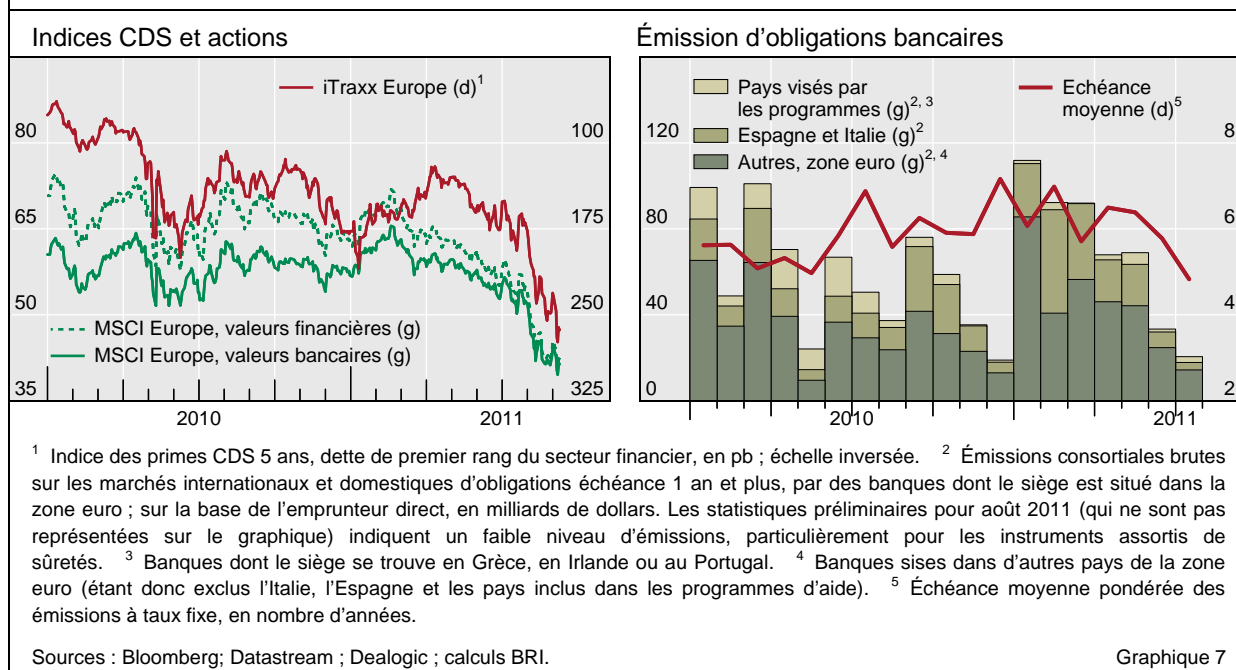
Toutefois, les craintes d'une propagation de sévères tensions sur la dette à l'Italie et l'Espagne ont entraîné un repli généralisé des actions et obligations des banques. Les pressions à la vente se sont étendues de l'Italie et l'Espagne à la Belgique et la France, puis ont gagné le continent tout entier, y compris les pays nordiques. Les valeurs bancaires ont chuté, les gestionnaires réduisant la part de cette catégorie d'actifs dans leur portefeuille. C'est pourquoi elles se sont nettement moins bien comportées que le marché, lui-même en recul, et les primes CDS se sont accrues pour tout le secteur bancaire (graphique 7, cadre de gauche).

Début septembre, les cotations des actions des banques avaient touché de nouveaux minimums des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, de nouvelles poursuites judiciaires concernant les prêts *subprime* ont accentué les

² Voir l'étude de Michael Davies et Timothy Ng, « The rise of sovereign credit risk: implications for financial stability », dans le présent *Rapport trimestriel BRI*.

³ La plupart des banques européennes ayant réussi de justesse les tests de résistance de l'an dernier se sont employées à se recapitaliser depuis.

Propagation aux banques européennes



pressions sur les valeurs bancaires résultant des révisions en baisse des anticipations de croissance. Les perspectives du secteur bancaire tout entier sont restées assombries par les préoccupations concernant la croissance, le risque souverain ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt et les modifications de la réglementation – un ensemble qui a laissé les investisseurs perplexes sur l'évolution et la rentabilité futures du secteur.

Ces évolutions se sont accompagnées de tensions sur les marchés de financement des banques. L'accès au segment de la dette senior à terme non assortie de sûretés était difficile depuis quelque temps, mais les émissions se sont encore réduites en juillet–août. Les émissions d'obligations des banques de la zone euro ont fortement baissé, s'inscrivant à \$20 milliards en juillet, avec des durées raccourcies (graphique 7, cadre de droite). De nombreuses banques européennes se sont heurtées à des difficultés pour obtenir des financements à long terme, ces derniers mois, et les intervenants se sont montrés de plus en plus préoccupés par leur coût extrême. Les fonds de placement monétaires américains, qui constituent habituellement une importante source de financement, ont sensiblement réduit leur exposition envers les banques, surtout européennes. Selon Fitch Ratings, les 10 plus importants d'entre eux ont, pour se protéger, réduit leur exposition aux banques européennes de 20 % (environ \$79 milliards) entre fin mai et fin juillet, et de 97 % vis-à-vis des banques sises en Italie et en Espagne, ces établissements étant susceptibles de devoir procéder à une dépréciation de leurs avoirs en titres de dette émis par leurs États respectifs. En raison de préoccupations semblables, plusieurs grandes banques françaises ont subi de fortes pressions, et leur profil de financement à court terme a été soumis à un examen attentif.

...accentuant les difficultés de financement de celles-ci

En l'absence de financements de marché, les banques sises dans les pays rencontrant des problèmes de dette souveraine ont continué de recourir aux facilités de liquidité de l'Eurosystème pour financer une part significative de leur bilan. S'agissant des banques grecques, les financements procurés par la banque centrale représentaient €96 milliards (fin juillet) et, pour les banques irlandaises et portugaises, les chiffres correspondants étaient respectivement (en août) €98 milliards et €46 milliards⁴. Sur le seul mois de juillet, les banques en Italie ont doublé leurs emprunts auprès de l'Eurosystème, pour les porter à €80 milliards (€85 milliards en août). Toutefois, selon un institut de recherche sur le secteur bancaire, la plupart des grandes banques européennes auraient déjà couvert quelque 90 % de leurs objectifs de financement pour 2011 et même procédé à un préfinancement pour 2012⁵.

La hausse des primes de risque des banques tient à plusieurs facteurs

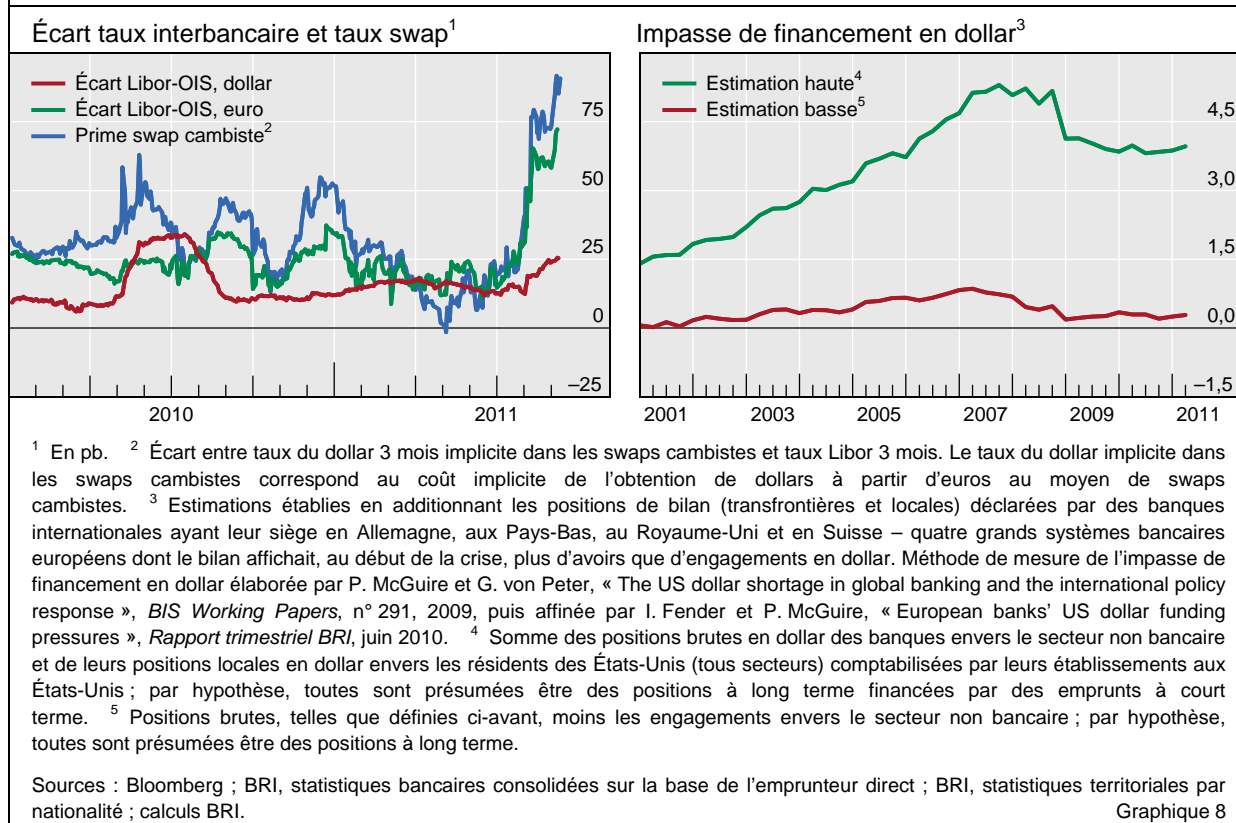
Les primes appliquées au financement des banques ont sensiblement augmenté en août, mais sont restées loin des niveaux atteints au lendemain de la faillite de Lehman Brothers. Certains signes donnent à penser que les banques sont devenues plus réticentes à se prêter entre elles, préférant placer leurs fonds auprès de la banque centrale. La BCE a constaté une utilisation record de sa facilité de dépôt au jour le jour, qui a atteint €145 milliards (un sommet de 12 mois) le 8 août, et près de €173 milliards le 8 septembre. Depuis début août, les primes Libor–OIS ont fortement augmenté ; la prime 3 mois en euro a atteint 72 pb, soit bien plus que son équivalent en dollar (graphique 8, cadre de gauche).

Dans le même temps, des signes de nouvelles difficultés de financement en dollar ont refait surface. La prime des swaps cambistes, qui représente la rémunération versée par les établissements financiers pour échanger des euros contre des dollars, a fait un bond à 92 pb, lorsque les fonds de placement monétaires américains réduisaient leur exposition à la dette des banques européennes. Le Libor dollar, par contre, n'a que faiblement augmenté depuis juillet. Cela dit, le Libor est calculé à partir de cotations plutôt que des transactions elles-mêmes ; il n'y a donc aucune information sur le volume réel de prêts accordés à ce taux. Selon les estimations, les besoins de financement en dollar des banques européennes sont restés importants, même s'ils ont nettement diminué par rapport à leurs pics de 2007–2008 (graphique 8, cadre de droite). C'est ainsi que la BNS et la BCE, pour la première fois depuis six mois, ont effectué des adjudications en dollar, les 11 et 17 août respectivement. Les primes des swaps et les lignes de swap en dollar sont toutefois restées bien en deçà des sommets observés à l'automne 2008.

⁴ Voir aussi le graphique 2 dans l'étude de Michael Davies et Timothy Ng, *op. cit.*

⁵ Morgan Stanley Research, « European Banks: The stress in bank funding and policy options », 15 août 2011.

Banques européennes : primes et besoins de financement en dollar



Engouement pour les valeurs refuges

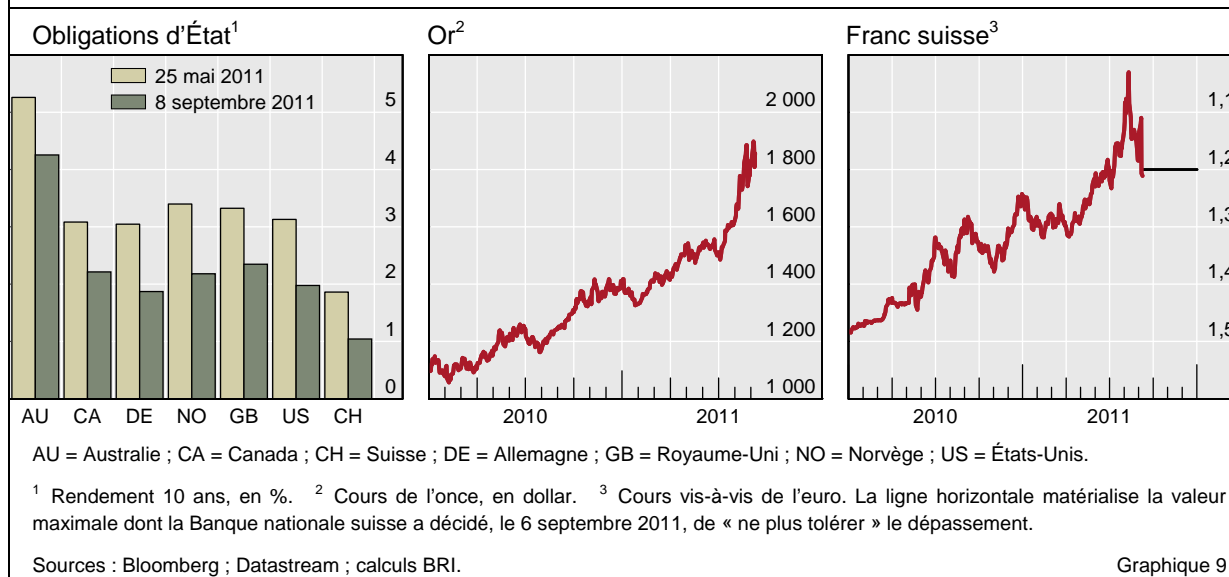
Les craintes de récession dans plusieurs économies avancées et de sévères tensions sur les marchés des obligations d'État de la zone euro ont entraîné une hausse de la demande de valeurs refuges traditionnelles. Les rendements de certaines des obligations souveraines les mieux notées et les plus liquides ont notablement diminué durant la période (graphique 9, cadre de gauche). Les rendements 10 ans sur la dette publique américaine, allemande et suisse sont tombés en deçà de 2 %, tandis que les taux d'intérêt réels sur les obligations à long terme indexées sur l'inflation des États-Unis et du Royaume-Uni sont devenus négatifs. Les rendements nominaux de certaines valeurs du Trésor américain à court terme sont, eux-mêmes, devenus négatifs début août, mais il est vrai que cela coïncidait avec l'annonce, par la Bank of New York Mellon, qu'elle commencerait à prélever des commissions sur les gros dépôts. En outre, le cours de l'or a inscrit de nouveaux records historiques (graphique 9, cadre du milieu) et le franc suisse s'est vivement apprécié, les investisseurs se portant sur les actifs suisses (graphique 9, cadre de droite), notamment les obligations d'État, qui ont affiché des rendements négatifs jusqu'à 2 ans, pendant la majeure partie du mois d'août.

Les cours des valeurs refuges augmentent, les investisseurs fuyant le risque...

La Banque nationale suisse (BNS) a réagi énergiquement à l'appréciation de sa monnaie. Le 3 août, elle a annoncé qu'elle réduirait son taux directeur à un niveau « aussi proche que possible de zéro ». Elle a porté de CHF 30 milliards à CHF 200 milliards le volume des liquidités qu'elle apporte

...ce qui provoque une appréciation de certaines monnaies et une intervention des autorités

Évolution des valeurs refuges



au marché interbancaire, ce qui a réduit le taux des emprunts interbancaires à toutes les échéances et a contribué à faire baisser la valeur du franc suisse de plus de 10 % par rapport à l'euro. La monnaie a commencé à remonter début septembre, cependant, incitant la BNS à déclarer, le 6 septembre, que : « Dès ce jour, elle ne tolérera plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro sur le marché des changes. La Banque nationale fera prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise et est prête à acheter des devises en quantité illimitée. ».

D'autres banques centrales ont, elles aussi, mis en place des mesures visant à contrer les tensions sur leur monnaie. Ainsi, à plusieurs reprises, la Banque du Japon a vendu des yens sur les changes à partir de début août. Après une brève dépréciation d'environ 2 %, la valeur du yen s'est stabilisée vis-à-vis du dollar en août et début septembre. De son côté, le gouvernement brésilien a instauré, le 27 juillet, une taxe de 1 % sur les dérivés de change négociés sur les marchés organisés du pays, de sorte que les positions courtes en dollar ont dépassé \$10 millions. Depuis, le real brésilien s'est déprécié d'environ 5 % par rapport au dollar.