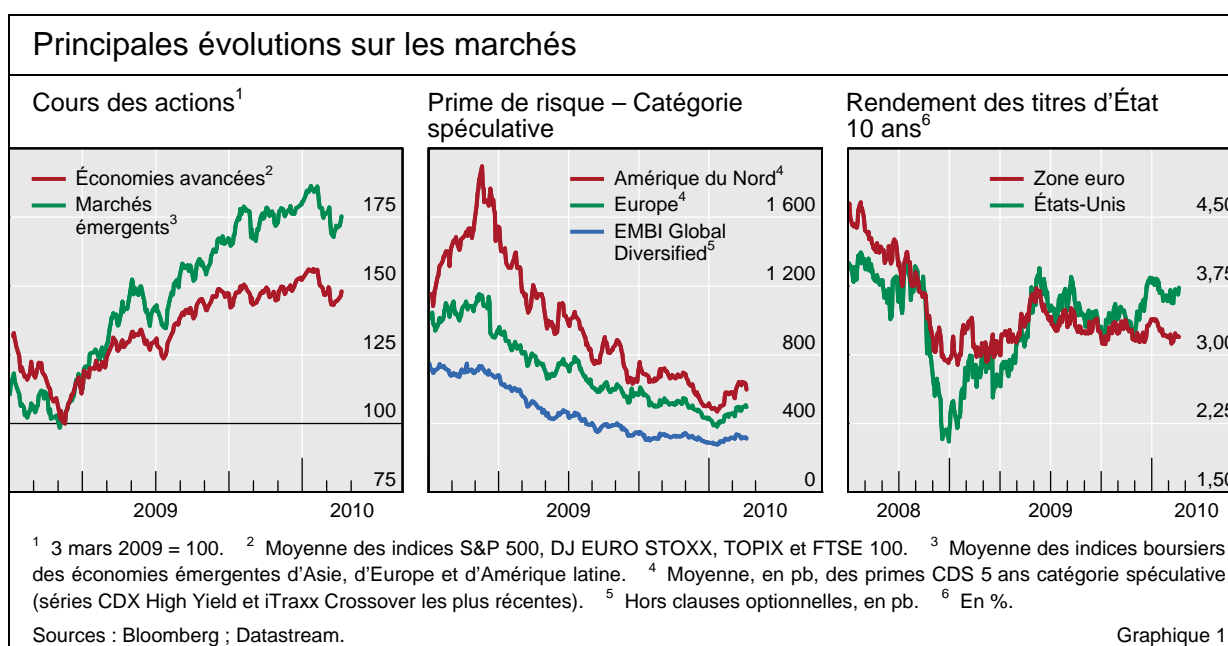


Vue d'ensemble : le risque souverain ébranle les marchés

La dynamique de hausse des prix des actifs à risque s'est essouffée début 2010. Après dix mois de forte appréciation, les cours des actions dans les économies avancées et émergentes ont amorcé une baisse à partir de mi-janvier (graphique 1, cadre de gauche), tandis que les primes de risque augmentaient (graphique 1, cadre du milieu). Dans un climat d'accroissement de la volatilité et de l'aversion au risque, la demande accrue d'obligations d'État a induit un repli des rendements de référence (graphique 1, cadre de droite). Vers la fin de la période analysée, les marchés se sont stabilisés et les pertes ont été, en partie, résorbées.

Plusieurs facteurs ont contribué à cette moindre appétence, manifeste sur l'essentiel de la période, des investisseurs pour les actifs à risque. Dans un contexte de perspectives de croissance toujours incertaines, des annonces contrastées pour l'Europe et pour les États-Unis ont érodé la confiance des investisseurs, et les disparités de la reprise économique au niveau mondial ont encore accentué l'incertitude. En outre, les difficultés budgétaires de la Grèce captant de plus en plus l'attention des marchés, les préoccupations concernant le risque de crédit souverain se sont intensifiées. Ces inquiétudes ont gagné

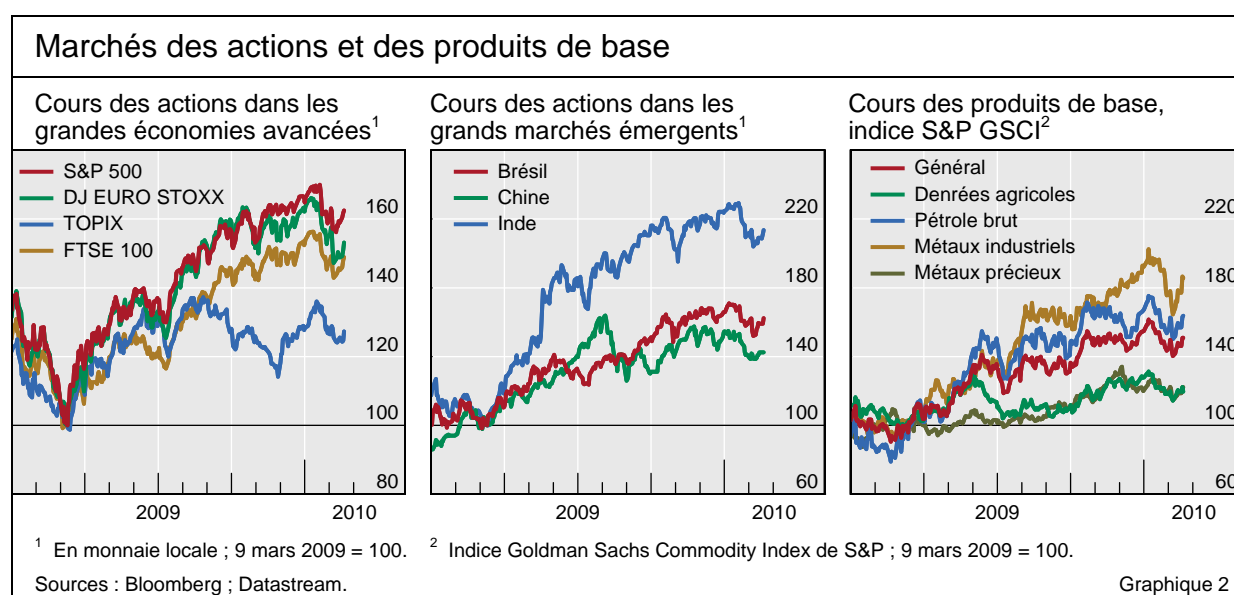


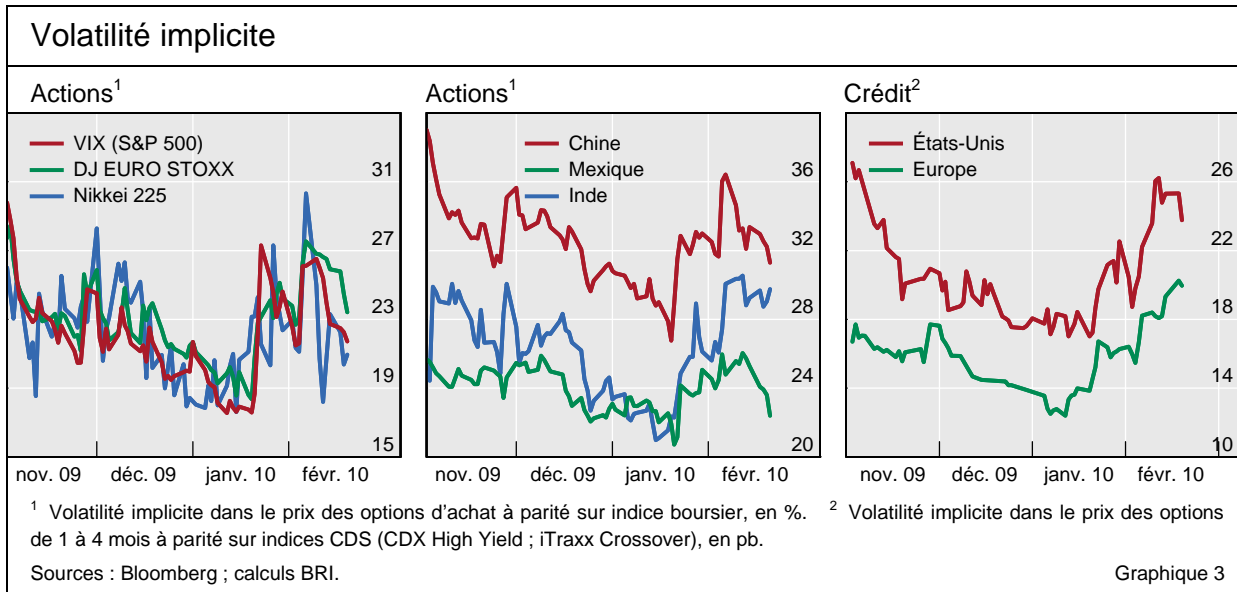
d'autres pays de la zone euro et ont, un peu partout, brusquement intensifié les pressions baissières sur les prix des actifs à risque, soulignant les risques financiers liés à des déficits budgétaires persistants. Dans ce contexte, l'euro s'est sensiblement déprécié face aux autres grandes monnaies. Par ailleurs, la façon dont le marché a interprété les mesures prises et les programmes annoncés en vue de sortir graduellement des politiques très expansionnistes actuelles a semblé accentuer la réticence des investisseurs à prendre des risques. Les cours mondiaux des actions ont chuté à la suite de la décision des autorités chinoises de relever le coefficient de réserves obligatoires applicable aux grands établissements de dépôt. De plus, les rendements obligataires ont augmenté et les cours des actions ont baissé à l'annonce, par la Réserve fédérale des États-Unis, d'un relèvement du taux de l'escompte dans la seconde quinzaine de février.

Baisse des prix des actifs sous l'effet de l'aversion des investisseurs pour le risque

Si les prix des actifs à risque ont généralement poursuivi leur ascension jusqu'à la mi-janvier 2010 environ, il s'est produit ensuite un vaste mouvement de repli. Les cours des actions ont baissé dans l'ensemble des grandes économies avancées et émergentes (graphique 2, cadres de gauche et du milieu). Vers la fin de la période analysée, les marchés se sont stabilisés et ont refait une partie de ces pertes. Au 17 février, cependant, les indices boursiers tant dans le monde avancé qu'émergent avaient perdu plus de 5 % en moyenne par rapport à leurs pics de mi-janvier. Ce repli était toutefois relativement mineur comparé à la forte progression enregistrée depuis début mars 2009, qui – à la mi-janvier – était d'environ 55 % dans les économies avancées et de 85 % dans les économies émergentes. Les marchés de la dette ont également été touchés, les primes affichant une hausse généralisée. Les cours des produits de base, qui avaient fortement augmenté une bonne partie de 2009, ont suivi le mouvement de repli, pour légèrement remonter vers la fin de la période (graphique 2, cadre de droite).

Les investisseurs se désengagent des actifs à risque...





...sous l'effet de la montée de l'incertitude et de l'aversion croissante au risque

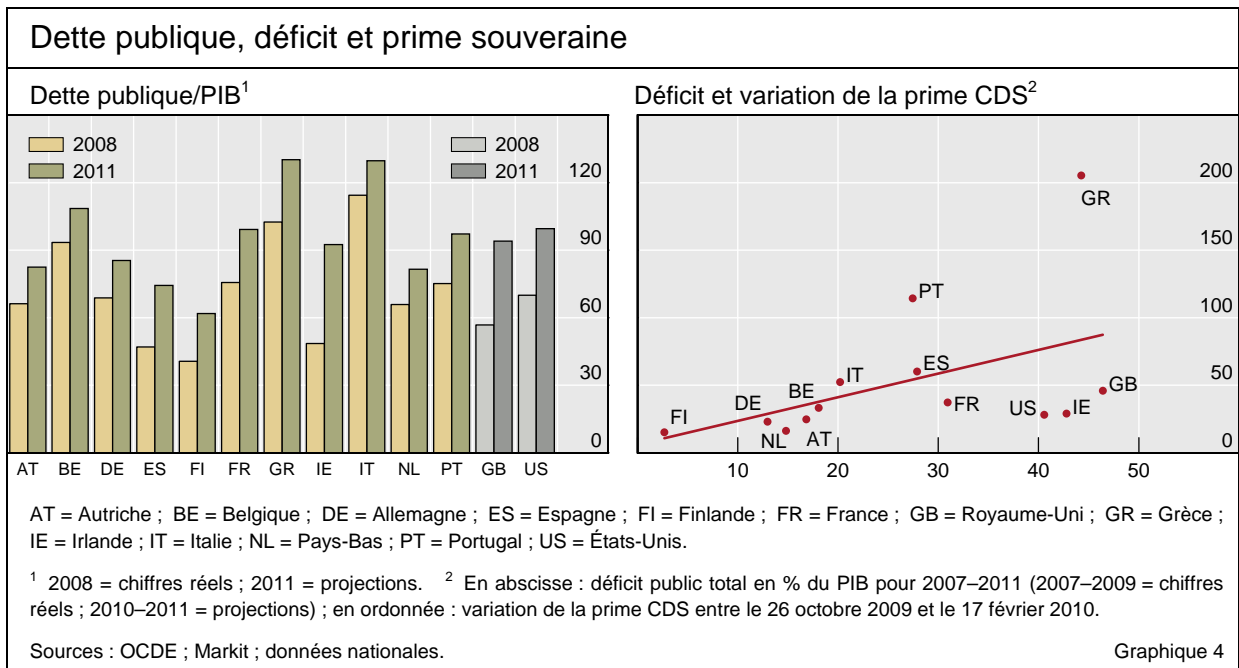
La perception d'une montée de l'incertitude quant à l'évolution future des cours et d'une aversion croissante des investisseurs pour le risque a largement contribué à la récente dynamique des marchés. La volatilité implicite dans les indices boursiers qui, autour de la mi-janvier, était tombée à ses niveaux les plus bas depuis l'effondrement de Lehman Brothers, a augmenté d'environ 5 à 10 points de pourcentage dans les économies avancées et émergentes, avant de retomber progressivement en février (graphique 3, cadres de gauche et du milieu). Sur les marchés de la dette, la volatilité implicite dans les options sur indice CDS s'est orientée à la hausse à partir de la mi-janvier, après presque 1 an de replis plus ou moins réguliers (graphique 3, cadre de droite).

Zone euro : la dette souveraine suscite des préoccupations

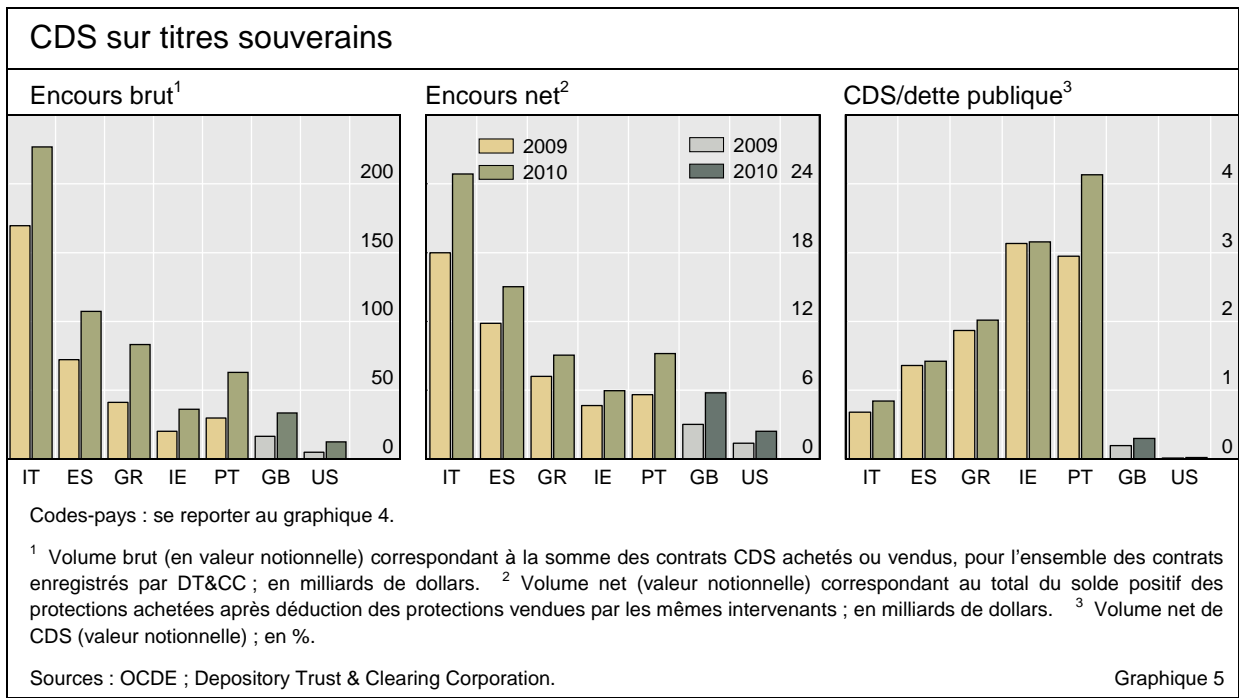
Fin 2009 et début 2010, les conséquences des lourds déficits budgétaires pour les marchés ont retenu toute l'attention. Fin novembre, les investisseurs se sont d'abord focalisés sur la question du risque souverain en raison des difficultés financières du conglomérat public Dubai World. Plus récemment, ils ont recentré leur attention sur la zone euro où, en raison de déficits budgétaires substantiels, plusieurs pays sont confrontés à la perspective d'une rapide augmentation des niveaux de dette publique par rapport au PIB (graphique 4, cadre de gauche).

Les difficultés budgétaires de la Grèce entraînent une hausse des primes souveraines

Des inquiétudes liées aux difficultés budgétaires de la Grèce, puis, peu après, du Portugal et de l'Espagne, ont entraîné un fort accroissement des primes de risque sur les marchés des obligations et des CDS de ces pays (graphique 4, cadre de droite). Les primes de risque ont augmenté également pour certains autres emprunteurs souverains de la zone euro. L'élargissement particulièrement prononcé des primes pour la Grèce et, dans une moindre mesure, pour le Portugal, tenait manifestement au fait que les investisseurs étaient davantage préoccupés, dans l'immédiat, par ces économies. En revanche, les primes de l'Irlande, du Royaume-Uni et des États-Unis n'ont guère varié ces derniers mois.



Dans les pays développés, l'activité sur le marché des CDS souverains s'est accrue sensiblement, les investisseurs ajustant leur exposition au risque souverain. Quasi inexistant il y a seulement quelques années, quand les CDS souverains concernaient essentiellement la dette publique des économies émergentes, ce marché a connu un rapide développement. Ce surcroît d'activité récent a donné lieu à une forte hausse de l'encours des CDS (graphique 5, cadre de gauche). Néanmoins, l'importance du risque souverain effectivement réaffecté par le biais des marchés des CDS est bien plus limitée que l'encours brut ne le laisserait supposer. Le risque souverain réaffecté est représenté par l'encours net des CDS, qui tient compte du fait que de nombreux CDS se compensent entre eux et ne donnent donc lieu à aucun

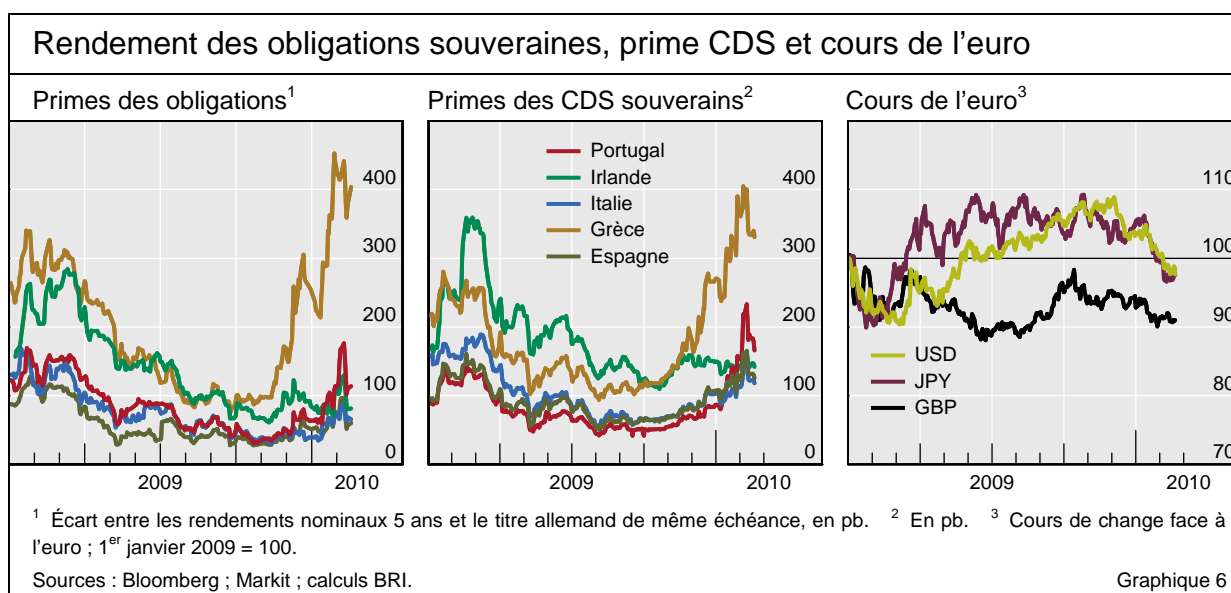


transfert de risque de crédit. Dans le cas du Portugal, les positions nettes sur CDS ne représentaient que 5 % de l'encours de la dette publique. Pour d'autres pays, dont la Grèce, la part des CDS souverains dans la dette publique était encore plus faible (graphique 5, cadre de droite).

L'attention des investisseurs s'est d'abord portée sur la situation budgétaire de la Grèce en octobre 2009, quand il est apparu clairement que le déficit pour 2009 serait bien plus élevé que prévu. Les agences de notation ont, dès lors, été amenées à réévaluer les perspectives des finances publiques du pays. Fin octobre, Moody's a placé la Grèce sous surveillance en vue d'un éventuel déclassement, et S&P a fait de même le 7 décembre. Le lendemain, Fitch a abaissé la note souveraine de la Grèce, de A- à BBB+ (baisse assortie d'une perspective négative), et, dans le courant du mois, S&P l'a ramenée à BBB+, et Moody's, à A2. Dans les jours qui ont suivi le déclassement par Fitch, la prime de risque sur les obligations et les primes CDS se sont envolées ; ainsi, la prime CDS 5 ans a augmenté d'environ 30 pb, pour dépasser 200 pb (graphique 6, cadres de gauche et du milieu).

La dégradation de la note souveraine de la Grèce s'est accompagnée du déclassement de plusieurs banques grecques, et l'effet conjugué de ces annonces s'est fait clairement sentir sur les marchés boursiers : les cours des actions des principales banques du pays ont perdu près de 20 % en une semaine. Les intervenants craignaient que les banques grecques – qui, selon les analystes et les agences de notation, dépendent davantage du financement de la BCE que les banques d'autres pays – ne puissent plus fournir d'obligations d'État grecques comme sûreté dans les opérations de refinancement auprès de la BCE. La BCE exige à présent une note minimale de BBB- pour les sûretés, mais elle a indiqué qu'elle reviendrait sans doute au niveau antérieur à la crise (A-) à la fin de l'année. La note actuelle attribuée par Moody's (A2) garantit que, même après ce déclassement, les obligations d'État de la Grèce resteront une sûreté acceptable, mais il en serait autrement en cas de nouveaux déclassements.

Le déclassement de la Grèce et de plusieurs banques grecques...



La possibilité que les banques grecques perdent cette source de financement majeure a accentué encore la hausse des primes CDS et des primes sur la dette publique parce qu'elle a intensifié le sentiment qu'un risque financier pesait sur l'État. Le 25 janvier, l'État grec a placé pour €8 milliards d'obligations 5 ans à 380 pb au-dessus des obligations d'État de l'Allemagne et 30 pb au-dessus de ses propres obligations antérieures d'échéance équivalente. L'émission a été fortement sursouscrite, les soumissions totalisant €25 milliards. Jugé positif par les investisseurs, cet accueil a entraîné une brève diminution des primes CDS. Le répit n'a toutefois été que de courte durée. Malgré les nouveaux plans de réduction du déficit budgétaire et les autres efforts déployés par les autorités pour rassurer les marchés, la confiance des investisseurs est restée fragile.

...intensifie les préoccupations relatives au risque de contrepartie

Les réactions du marché ne se sont pas limitées à la Grèce. Fin janvier, il y a eu des signes évidents de propagation à d'autres marchés, les valeurs bancaires européennes ayant baissé tandis que les primes augmentaient pour certains emprunteurs souverains européens. Le Portugal et l'Espagne ont été les plus directement touchés, mais l'impact a été ressenti plus globalement. L'échec, début février, d'une adjudication de titres d'État au Portugal a accentué les préoccupations. Les cours des actions ont diminué dans le monde entier et les primes des entreprises ont augmenté, tandis que la recherche de placements refuges poussait les rendements des obligations d'État à la baisse dans plusieurs grandes économies. Les primes souveraines d'un certain nombre d'autres pays se sont accrues. L'indice des CDS souverains pour l'Europe occidentale (qui exprime le coût de l'assurance contre le risque de défaut d'un panier représentatif d'émetteurs souverains de ce segment de la région) a, pour la première fois, dépassé 100 pb dans un contexte d'activité accrue sur le marché des CDS souverains. L'inquiétude grandissante a, en outre, pesé sur l'euro qui, début février, avait reculé par rapport aux autres grandes monnaies, pour revenir à des niveaux qu'il n'avait plus atteint depuis le début ou la mi-2009 (graphique 6, cadre de droite). Les marchés se sont toutefois apaisés dans les semaines qui ont suivi, induisant un repli des primes de risque grecques, portugaises et espagnoles par rapport à leurs sommets antérieurs. L'incertitude n'en a pas moins persisté même si les gouvernements des pays de l'UE se sont engagés à une « action déterminée et coordonnée » pour garantir la stabilité financière dans la zone euro. Cette incertitude se manifestait peut-être plus clairement dans le niveau toujours élevé des primes souveraines de plusieurs pays de la zone euro.

Des signes évidents d'un impact plus vaste fin janvier...

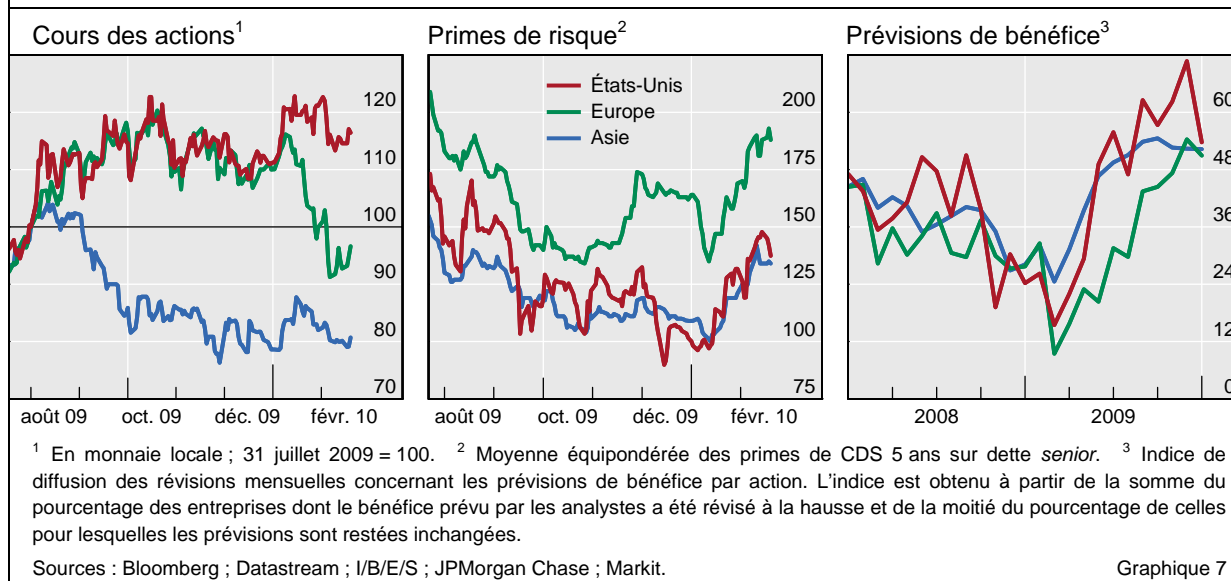
...se traduisent par un fléchissement de l'euro

Banques, exposition au risque souverain et réglementation au sortir de la crise

Fin 2009 et début 2010, les préoccupations des investisseurs face à l'exposition au risque souverain ont pesé sur les valeurs bancaires, surtout en Europe (graphique 7). Cela dit, les primes de risque et les cours des actions des banques intégraient également les états financiers, publiés en janvier et février, qui continuaient de faire état de résultats positifs, quoique modérés. Le risque souverain a surtout pesé sur les cours des actions et les primes de

Les expositions au risque souverain pèsent sur les cours des actions...

Secteur bancaire : cours des actions, primes CDS et révisions de bénéfice



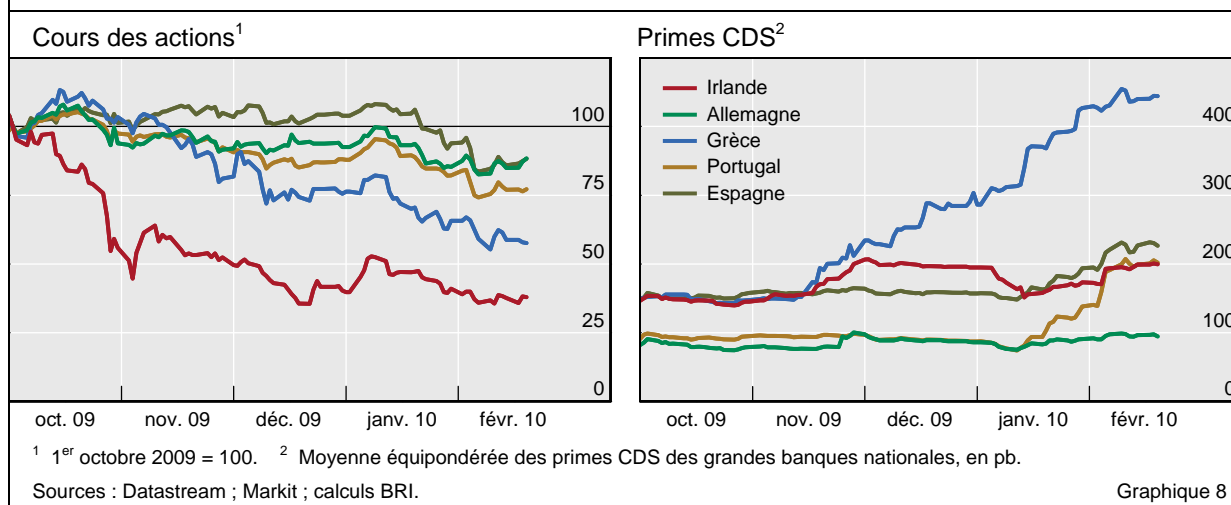
...des banques européennes en particulier

risque des banques de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne, mais d'autres banques de la zone euro ont également été touchées (graphique 8) selon leur degré d'exposition au risque souverain grec, portugais ou espagnol. Dans l'ensemble, les statistiques BRI montrent que les banques de la zone euro sont sensiblement plus exposées que les autres à la dette publique de ces pays (graphique 9 et partie « Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale »).

Les propositions du Comité de Bâle concernant la réglementation bancaire au sortir de la crise...

La réaction du marché aux nouvelles informations sur le cadre réglementaire du secteur bancaire au sortir de la crise a été mitigée. Le 17 décembre, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié une importante série de propositions visant à renforcer la capacité de résistance du secteur¹. Les analystes ont interprété ces propositions comme signifiant que

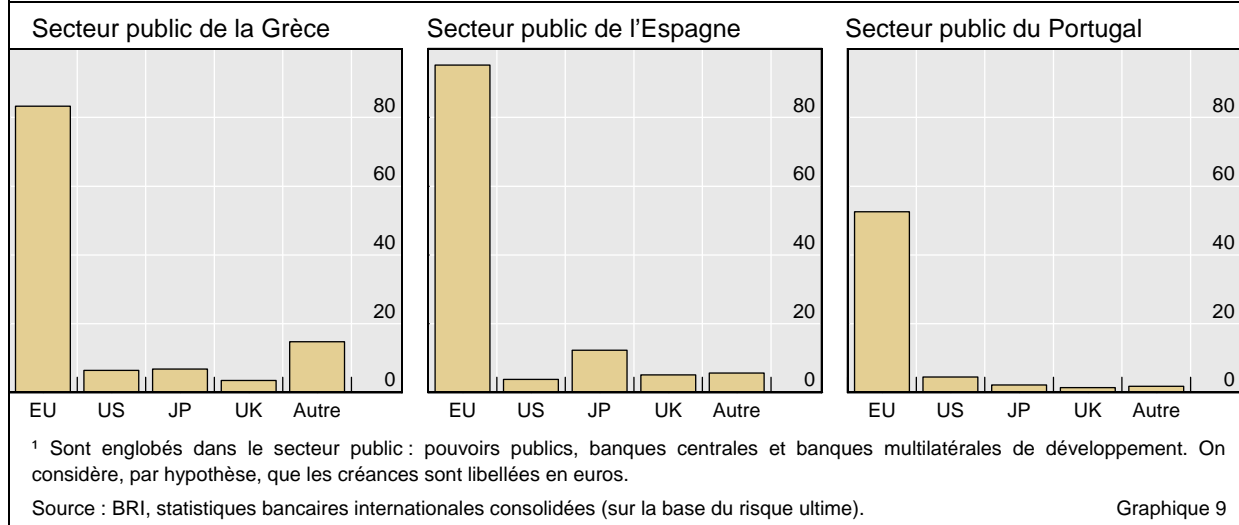
Secteur bancaire : cours des actions et primes CDS



¹ www.bis.org/press/p091217.htm

Créances sur le secteur public, par nationalité des banques¹

Fin T3 2009 ; en milliards de dollars



les banques seraient dorénavant tenues de consolider leurs fonds propres et de réduire leur niveau d'endettement. En principe, à long terme, le rendement de leurs fonds propres diminuerait, mais le risque de crédit aussi. L'effet immédiat sur les cours des actions et les primes de risque des banques a toutefois été mineur. Les banques européennes, qu'on pensait plus sensibles à de simples limites de ratio d'endettement, ont vu leurs actions s'infléchir brièvement après l'annonce. Cela étant, les actions des banques des États-Unis, déjà soumises à de telles limites, n'ont, pour ainsi dire, pas varié.

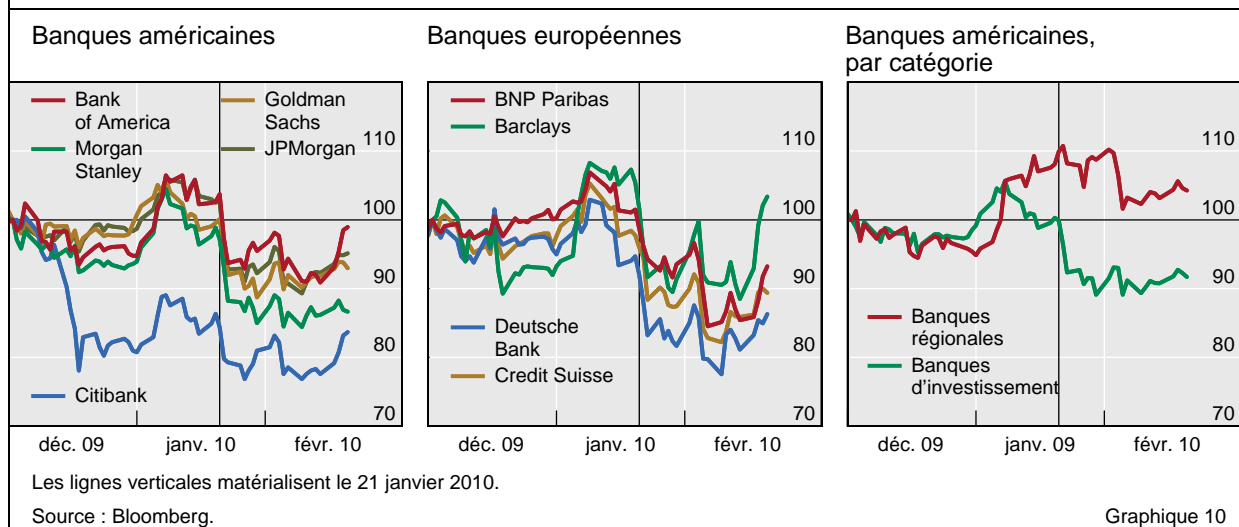
...donnent lieu à une réaction limitée du marché...

Une allocution prononcée par le Président des États-Unis le 21 janvier 2010 a suscité une réaction bien plus notable des marchés. Les propositions qu'il avançait – rapidement dénommées « règle Volcker » – visaient à imposer des limites aux transactions pour compte propre ou autres activités similaires auxquelles se livrent les banques commerciales disposant d'une importante base de dépôts. Elles prévoyaient aussi de limiter la taille des établissements

...tandis que la règle Volcker suscite une réaction plus vigoureuse

Cours des actions bancaires et « règle Volcker »

Dans leur monnaie respective ; 1^{er} décembre 2009 = 100



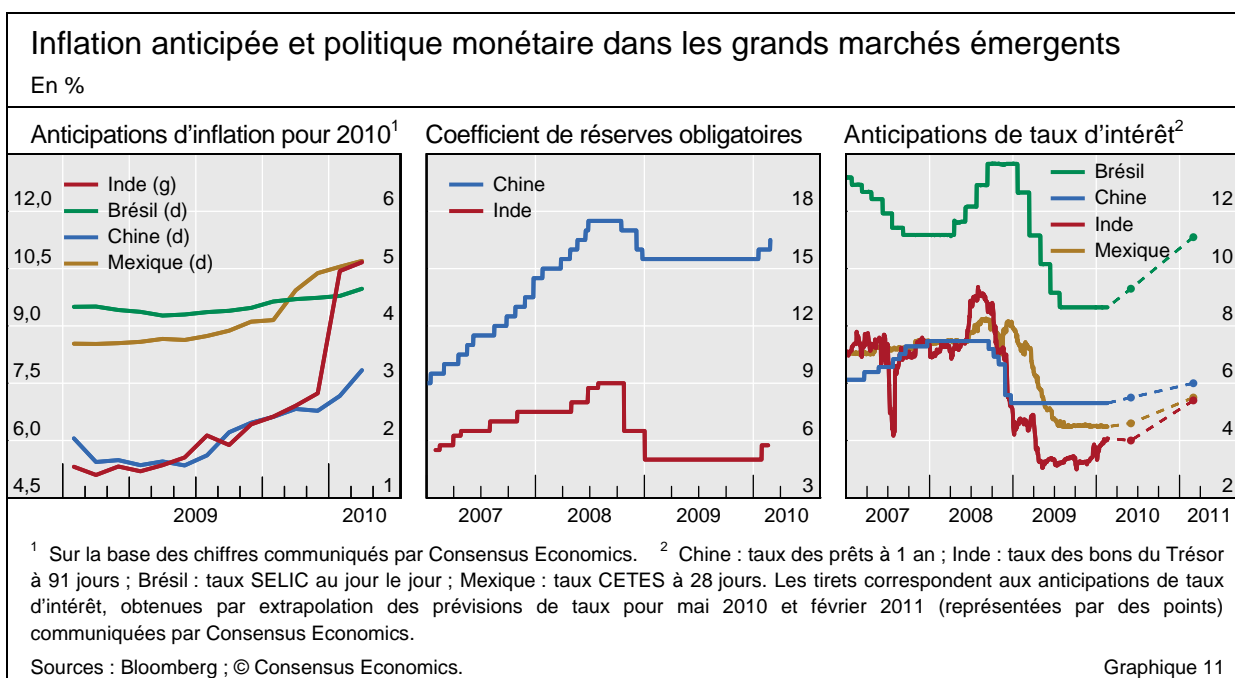
par rapport au système tout entier. Les grandes banques qui font d'importants bénéfices grâce aux opérations réalisées sur les marchés financiers américains, que leur siège se trouve ou non aux États-Unis, ont vu leurs actions s'orienter à la baisse (graphique 10, cadres de gauche et du milieu). Les valeurs des banques régionales des États-Unis, en revanche – moins concernées par ce type d'opérations –, ont été moins touchées (graphique 10, cadre de droite).

La divergence des politiques monétaires explique les disparités de la reprise

Les pays émergents prennent des mesures de resserrement...

Plusieurs pays émergents ont commencé à prendre des mesures de resserrement de la politique monétaire ou indiqué que de telles dispositions étaient imminentes. Ces initiatives répondent à l'expansion accrue du crédit et à la montée des tensions inflationnistes, dans le contexte d'une croissance soutenue de l'activité économique (graphique 11, cadre de gauche). Elles témoignent aussi de ce que le processus de reprise dans ces pays était très en avance sur le cycle des économies avancées.

Certains pays, dont la Chine et l'Inde, ont procédé à un resserrement monétaire motivé par une forte expansion du crédit bancaire conjuguée à la hausse des prix des actifs. La Banque populaire de Chine a annoncé, le 12 janvier, qu'elle relèverait de 50 pb le coefficient de réserves obligatoires en renminbis applicable aux grands établissements de dépôt (graphique 11, cadre du milieu). Après cette annonce, le Shanghai Composite Index a cédé 2,3 %. Un mois plus tard, la Banque a annoncé un deuxième relèvement du coefficient de réserves obligatoires, là encore de 50 pb. La bourse chinoise était alors fermée pour les congés du Nouvel An, mais les actions ont inscrit une baisse notable sur d'autres places boursières après cette annonce. Le 29 janvier, la Banque de Réserve de l'Inde a annoncé qu'elle relevait de 75 pb le coefficient

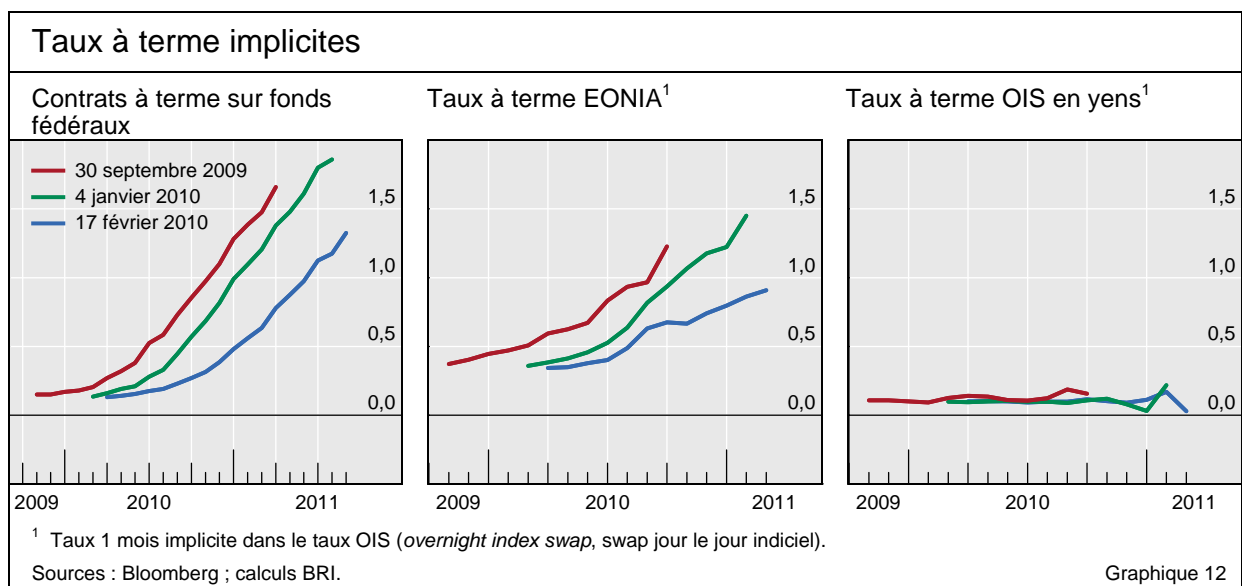


de trésorerie des banques, afin de réduire la surliquidité et de contribuer à ancrer les anticipations d'inflation (graphique 11, cadre du milieu). En plus de ces mesures, les analystes tablaient sur une hausse sensible des taux d'intérêt à court terme dans ces pays et d'autres grandes économies émergentes (graphique 11, cadre de droite). Le moment d'un éventuel resserrement monétaire demeurait néanmoins incertain. La difficulté majeure à cet égard est qu'une hausse des taux d'intérêt pourrait avoir des effets déstabilisateurs dans les pays où les entrées de capitaux sont déjà élevées.

Dans les principales économies matures, en revanche, les intervenants ont généralement révisé leurs anticipations de politique monétaire ces derniers mois, escomptant que les taux seraient relevés plus tard ou à un rythme plus lent qu'ils ne l'avaient envisagé (graphique 12). Ils l'ont fait, en partie, parce que les principales banques centrales ont continué de signaler qu'un relèvement n'était pas à prévoir à court terme. Les anticipations traduisaient aussi le sentiment que la reprise dans les grandes économies avancées était encore dans sa phase initiale.

...contrairement aux principaux pays développés...

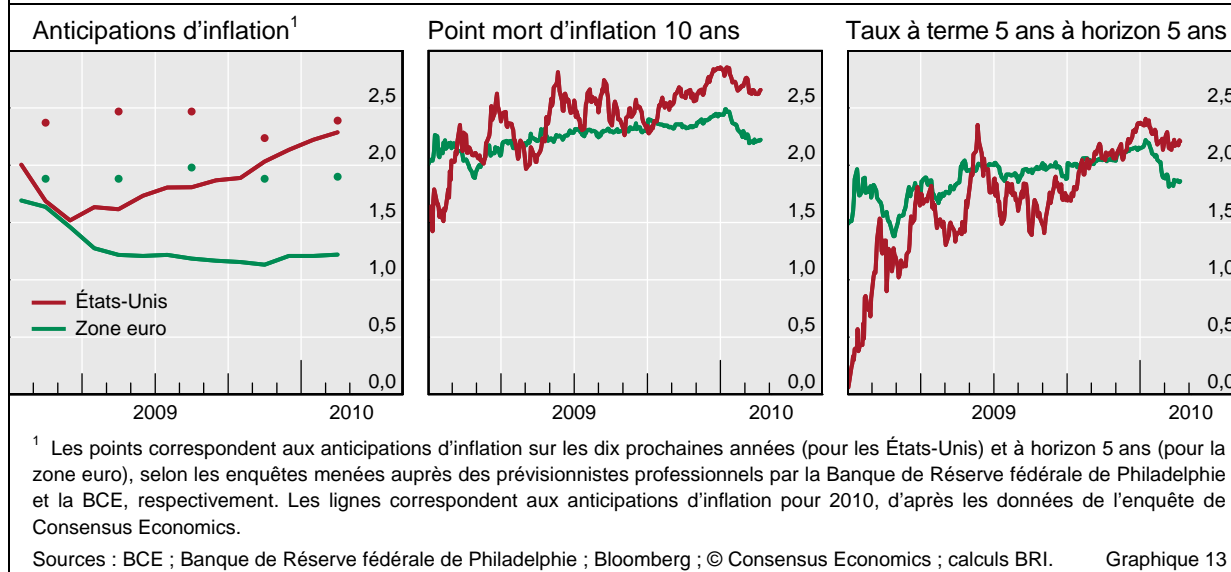
Compte tenu de l'érosion de la confiance des investisseurs, les intervenants ont été plus sensibles aux indicateurs économiques défavorables qu'aux annonces positives. Aux États-Unis, les récents chiffres de l'emploi ont été jugés moins encourageants qu'anticipé : les nouvelles demandes d'indemnisation-chômage sont restées résolument élevées et l'emploi non agricole a continué de diminuer, à un rythme très ralenti cependant. En outre, bien que la croissance réelle du PIB au quatrième trimestre ait dépassé les attentes, l'augmentation des dépenses de consommation, considérée comme un pilier de la reprise, est tombée au taux anémique de 0,1 % au mois de décembre 2009. L'Europe a, elle aussi, affiché des résultats économiques médiocres : les chiffres des ventes de détail et de la production industrielle ont été inférieurs aux prévisions, et ceux du PIB pour le quatrième trimestre ont déçu dans la zone euro et au Royaume-Uni, faisant chuter les cours des actions et les rendements de référence en Europe.



Graphique 12

Anticipations d'inflation et point mort d'inflation mesuré par les swaps d'inflation

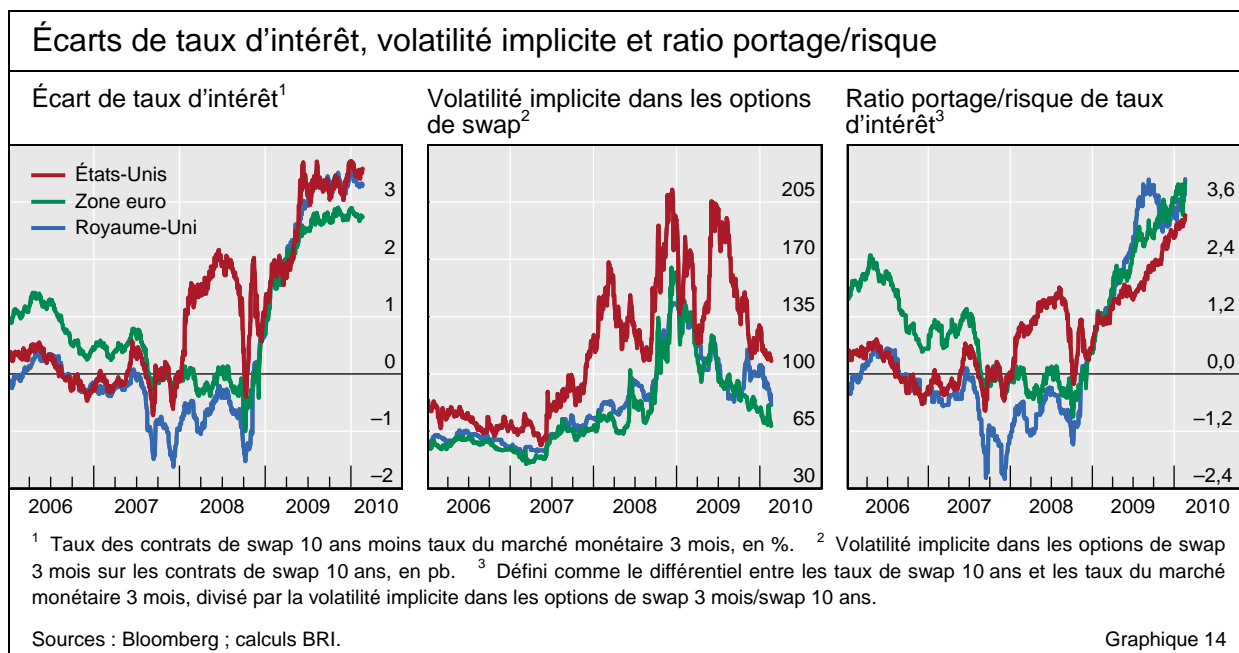
En %



Conformément aux anticipations des investisseurs en matière de politique monétaire, les perspectives d'inflation sont restées favorables. Les indicateurs dénotaient des anticipations d'inflation maîtrisée aux États-Unis et dans la zone euro tant à court terme qu'à horizon plus lointain (graphique 13, cadre de gauche), ce qu'a semblé généralement corroborer la tarification des swaps d'inflation. Les points morts d'inflation au comptant et à horizon éloigné, qui avaient progressivement augmenté sur 2009 suite à la normalisation des conditions de marché, sont retombés début 2010 (graphique 13, cadres du milieu et de droite). Ainsi, malgré les mesures d'incitation monétaires et budgétaires sans précédent de ces derniers mois, les intervenants n'ont guère semblé craindre un éventuel désancrage des anticipations d'inflation à long terme.

...où des taux historiquement bas alimentent les opérations de portage

Les marchés anticipant que les taux directeurs resteraient, pour un temps, à un niveau exceptionnellement bas dans les principaux pays développés, les banques et les autres investisseurs ont pu continuer de bénéficier d'un financement avantageux et de se porter sur les actifs mieux rémunérés. Sur les marchés des titres à revenu fixe, les courbes des rendements sont restées exceptionnellement pentues, montrant qu'il était possible de réaliser un bénéfice en investissant à long terme au moyen de financements à court terme (graphique 14, cadre de gauche). L'adoption de telles positions pourrait aussi avoir contribué aux récentes pressions à la baisse sur les rendements longs. La volatilité implicite dans les contrats de taux a encore baissé, signe que la perception du risque associé à de tels investissements continuait de diminuer (graphique 14, cadre du milieu). En outre, des rendements élevés, conjugués à des risques réduits, ont rendu de telles positions plus intéressantes aussi en valeur corrigée des risques. Il convient de noter que le ratio portage/risque, qui donne une estimation du rendement par rapport à une mesure du risque, a atteint de nouveaux sommets pour ce type de positions (graphique 14, cadre de droite). Une source de préoccupation était que les établissements



financiers, sensibles à de telles mesures d'incitation, assumaient un risque de duration excessif. Quand les anticipations changeront et que les taux d'intérêt commenceront à augmenter, le dénouement de positions spéculatives de cette nature pourrait provoquer un ajustement des prix sur les marchés de titres à revenu fixe et favoriser la volatilité des rendements.

Les banques centrales mettent progressivement fin aux soutiens d'urgence

L'amélioration des conditions de financement des marchés financiers, notamment sur le marché monétaire, a permis aux banques centrales de poursuivre le retrait de leurs mesures de soutien exceptionnelles (voir aussi l'étude de P. Gerlach dans le présent rapport). En conséquence, plusieurs grandes banques centrales ont annoncé, fin janvier, qu'elles mettraient fin aux lignes temporaires de swap de devises avec la Réserve fédérale le 1^{er} février. La BCE a procédé à sa dernière opération de refinancement à 12 mois mi-décembre 2009 et décidé que sa dernière opération à 6 mois aurait lieu à la fin du premier trimestre 2010. Le 1^{er} février, la Réserve fédérale des États-Unis a procédé à la clôture prévue des facilités AMLF (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*), CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*), PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*) et TSLF (*Term Securities Lending Facility*). La réduction des mesures exceptionnelles est allée au-delà des soutiens à la liquidité ; la Réserve fédérale a confirmé qu'elle comptait mettre fin, d'ici la fin du premier trimestre, au processus d'achat de \$1 250 milliards de titres adossés à des hypothèques et de \$175 milliards de titres d'agences et réduire progressivement, durant le premier semestre 2010, les opérations de son dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility*, TAF) et de sa facilité de financement TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). Parallèlement, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé, début février, de ne pas accroître le programme

Les soutiens d'urgence à la liquidité sont revus à la baisse...

d'achats d'actifs de la banque au-delà du montant total de £200 milliards qui avait déjà été décaissé.

...ce que les marchés ont largement anticipé...

Cette réduction des mesures de soutien monétaire était largement anticipée, étant donné les annonces antérieures ou les signaux donnés par les banques centrales, de sorte qu'elle n'a pas eu d'incidence notable sur les prix des actifs. Les investisseurs ont toutefois réagi aux déclarations concernant les nouvelles mesures envisagées par les autorités monétaires. Ainsi, les rendements des obligations d'État britanniques ont chuté le 10 février – à hauteur de 10 pb dans le compartiment court – suite aux propos du Gouverneur de la Banque d'Angleterre indiquant qu'il était « bien trop tôt » pour conclure que de nouveaux achats d'obligations libellées en livres sterling ne seraient pas nécessaires. Le même jour, dans son audition devant le Congrès, le Président de la Réserve fédérale, M. Bernanke, mentionnait qu'un creusement de l'écart entre le taux d'escompte et le taux-cible des fonds fédéraux pourrait être envisagé « prochainement », avant d'évoquer la série de mesures que la Réserve fédérale pourrait prendre pour sortir de sa politique très accommodante. Suite à ces déclarations, les rendements du Trésor américain ont augmenté de quelque 5 pb pour toutes les échéances. Malgré les signaux donnés, les marchés ont été surpris quand la Réserve fédérale a fait savoir, le 18 février, qu'elle s'apprêtait à relever de 25 pb le taux de l'escompte dans le but de normaliser un peu plus ses facilités de crédit. Cette annonce a été suivie d'une hausse des rendements obligataires et d'un repli des cours des actions.

...même si d'autres mesures ont surpris les investisseurs