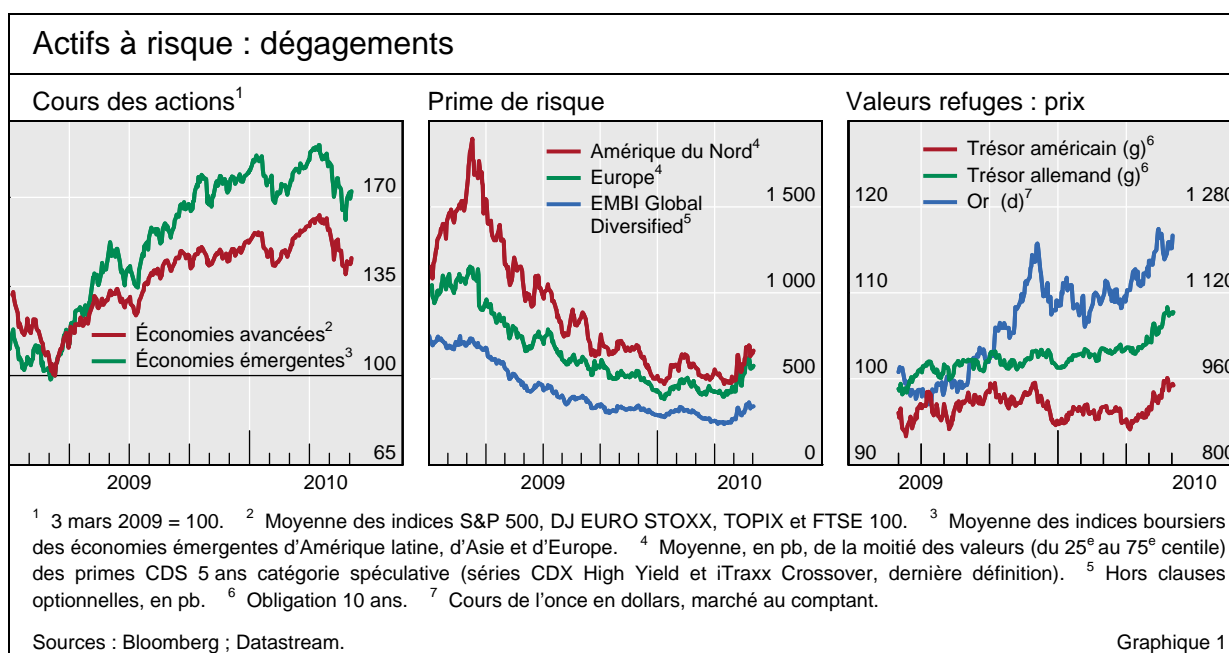
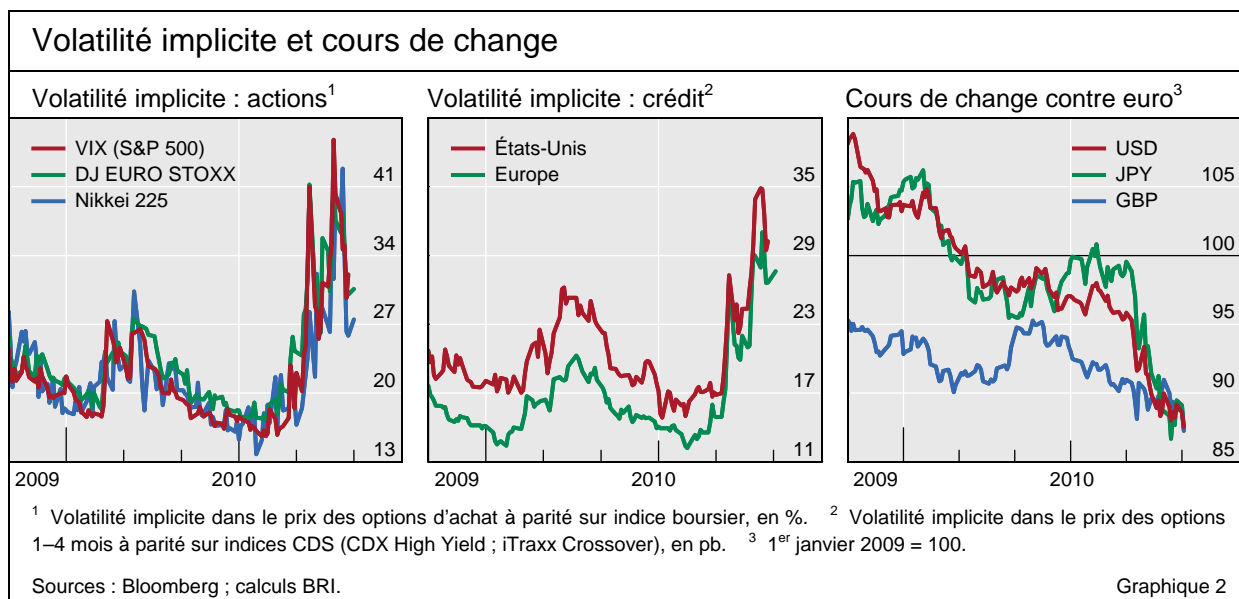


Vue d'ensemble : la situation préoccupante des finances publiques ébranle la confiance

Les marchés financiers mondiaux ont été très volatils de mi-avril à début juin, car la situation préoccupante des finances publiques et le risque d'un ralentissement de la croissance ont entraîné une détérioration rapide de la confiance des investisseurs. Les craintes suscitées par la situation financièrement intenable de certains pays se sont cristallisées autour des problèmes de la Grèce et d'autres emprunteurs souverains de la zone euro. Face à cette incertitude croissante, les investisseurs ont réduit leur exposition au risque et se sont repliés sur les valeurs refuges traditionnelles. L'annonce d'un vaste plan de sauvetage européen a repoussé pour un temps le risque de contagion, sans parvenir à désamorcer les craintes du marché quant aux perspectives économiques. La fuite devant les actifs à risque s'est au contraire poursuivie, entraînant de nouvelles hausses des primes de risque et de liquidité.

Plusieurs facteurs ont conduit les investisseurs à douter de la robustesse de la croissance mondiale. Dans les économies avancées, investisseurs et analystes se sont concentrés sur le risque que le brusque gonflement de la dette publique compromette la reprise économique. Parallèlement, les craintes grandissantes que le système financier soit plus fragile qu'on ne le pensait précédemment ont





entraîné le creusement des écarts Libor–OIS. Le resserrement de la politique économique, notamment en Chine, au Brésil et en Inde, a fait également douter que les économies émergentes puissent donner l'impulsion nécessaire à la croissance mondiale. Enfin, la montée des risques géopolitiques dans la péninsule coréenne et la seconde baisse de la note de l'Espagne, conjuguée aux difficultés rencontrées par un certain nombre de caisses d'épargne espagnoles fin mai, ont entamé encore davantage la confiance des marchés.

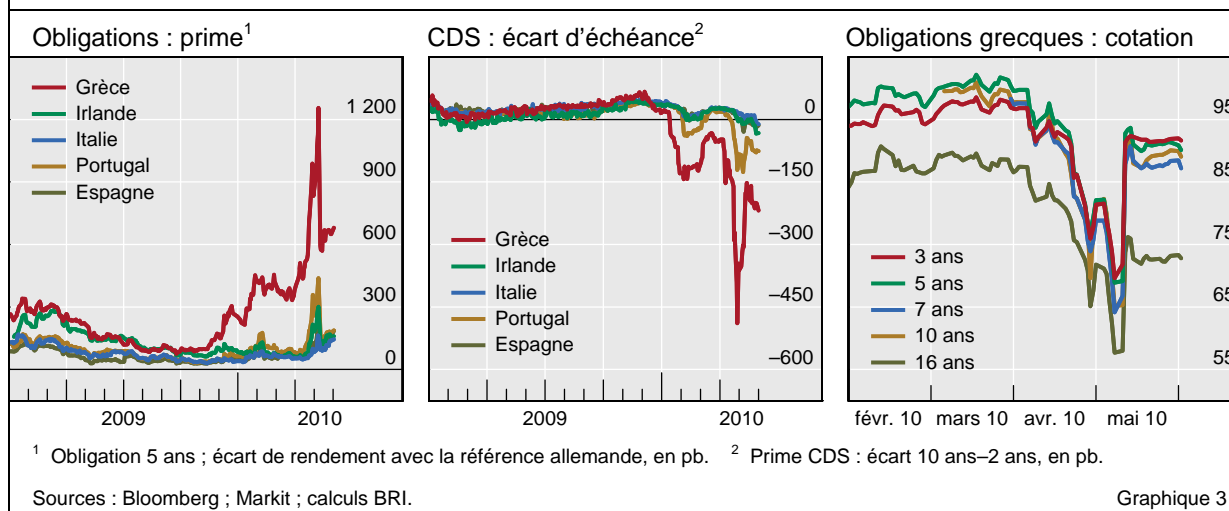
De mi-avril à fin mai, les prix des actifs à risque ont chuté et la volatilité s'est accrue. Les marchés d'actions se sont repliés dans les économies avancées et émergentes, ramenant les cours mondiaux en deçà de leurs niveaux de fin 2009 (graphique 1, cadre de gauche). Les primes de risque des entreprises, qui étaient restées globalement stables depuis plusieurs mois, ont augmenté fin avril (graphique 1, cadre du milieu). Devant l'aggravation sensible de l'incertitude, les investisseurs ont accru leur demande de valeurs du Trésor américain, d'obligations d'État allemandes et d'or (graphique 1, cadre de droite). La volatilité implicite des actions et les primes de risque ont fortement augmenté, pour atteindre de nouveaux sommets sur l'année (graphique 2, cadres de gauche et du milieu). La situation difficile des finances publiques et l'incertitude entourant les perspectives de croissance dans la zone euro ont en outre entraîné un net fléchissement de l'euro par rapport aux autres grandes monnaies (graphique 2, cadre de droite). En fin de période, les investisseurs, de plus en plus préoccupés par les perspectives de croissance mondiale, ont repoussé de nouveau, dans leurs anticipations, le moment du resserrement des politiques monétaires conduites dans les économies avancées.

Le risque souverain dans la zone euro se mondialise

Les investisseurs se préoccupent de l'état des finances publiques en Grèce et dans d'autres États de la zone euro depuis novembre 2009. Elles se sont traduites par un élargissement des primes sur la dette souveraine de ces pays par rapport aux obligations d'État de l'Allemagne (graphique 3, cadre de gauche).

Les préoccupations entourant les finances publiques dans la zone euro s'intensifient...

Dettes souveraines en euros : primes et cotations sous tension



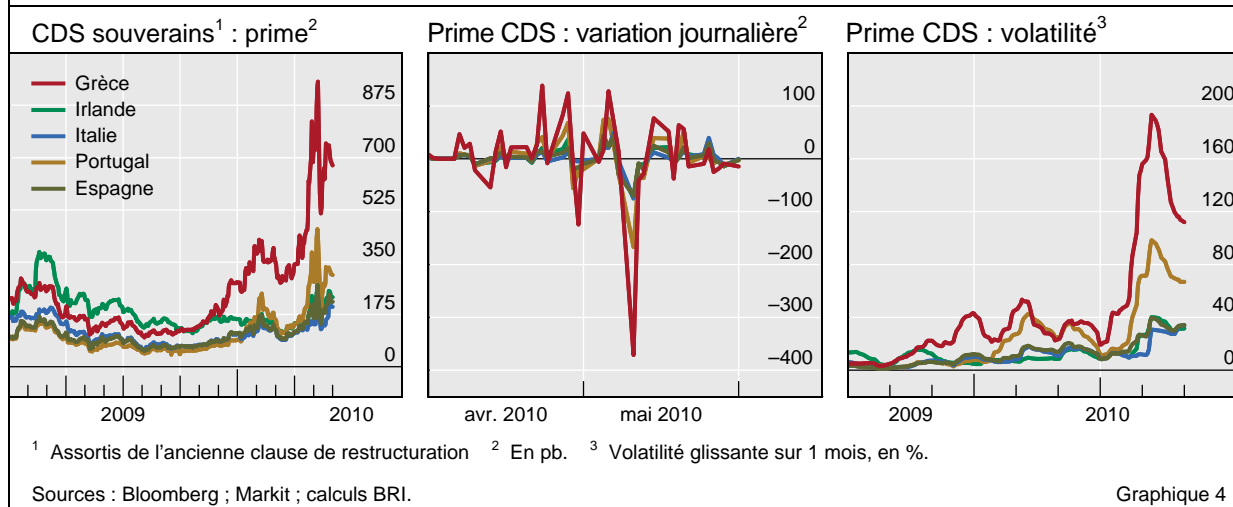
La montée des craintes relatives au risque d'incident de crédit¹ s'est d'abord traduite par une inversion de la courbe des primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de la Grèce en janvier (graphique 3, cadre du milieu). Le risque étant jugé plus élevé à court terme, les primes CDS 2 ans ont dépassé les primes CDS 10 ans. Cela dit, l'inversion de la courbe répondait aussi à la logique que, si la Grèce réussissait à remplir ses obligations durant les prochains trimestres, sa situation se stabilise quelque peu, entraînant par là même une baisse des primes CDS moyennes à plus long terme. La pente négative de la courbe grecque s'est donc accentuée fin avril, à mesure que les inquiétudes concernant la solvabilité du pays s'intensifiaient. En outre, la chute du cours des obligations d'État grecques a provoqué de lourdes pertes en valeur de marché pour les banques et les autres investisseurs (graphique 3, cadre de droite).

...en raison du déclasserment de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne...

Le catalyseur de cette détérioration soudaine de la confiance des marchés a été la décision prise le 27 avril par Standard & Poor's de déclasser la dette publique grecque à BB+, après l'annonce d'un déficit budgétaire plus lourd que prévu. Le déclasserment simultané du Portugal et, quelque temps après, celui de l'Espagne ont renforcé ce sentiment négatif. Compte tenu du déclasserment de la Grèce et du mécontentement grandissant de sa population, le plan d'aide de €45 milliards annoncé par l'UE et le FMI le 11 avril a paru insuffisant. Les marchés ont mis en doute la détermination et la capacité politiques à décaisser les fonds. L'annonce, le 2 mai, d'une enveloppe élargie de €110 euros a été accueillie elle aussi avec scepticisme. Malgré la décision de la BCE de suspendre ses conditions relatives à la note de crédit pour les obligations d'État grecques, les cours sont tombés à des niveaux extrêmement bas.

¹ Exemples : moratoire sur la dette, répudiation, restructuration, options de modification de la monnaie d'un prêt et défauts de paiement.

Marché des CDS : réaction aux interventions des autorités

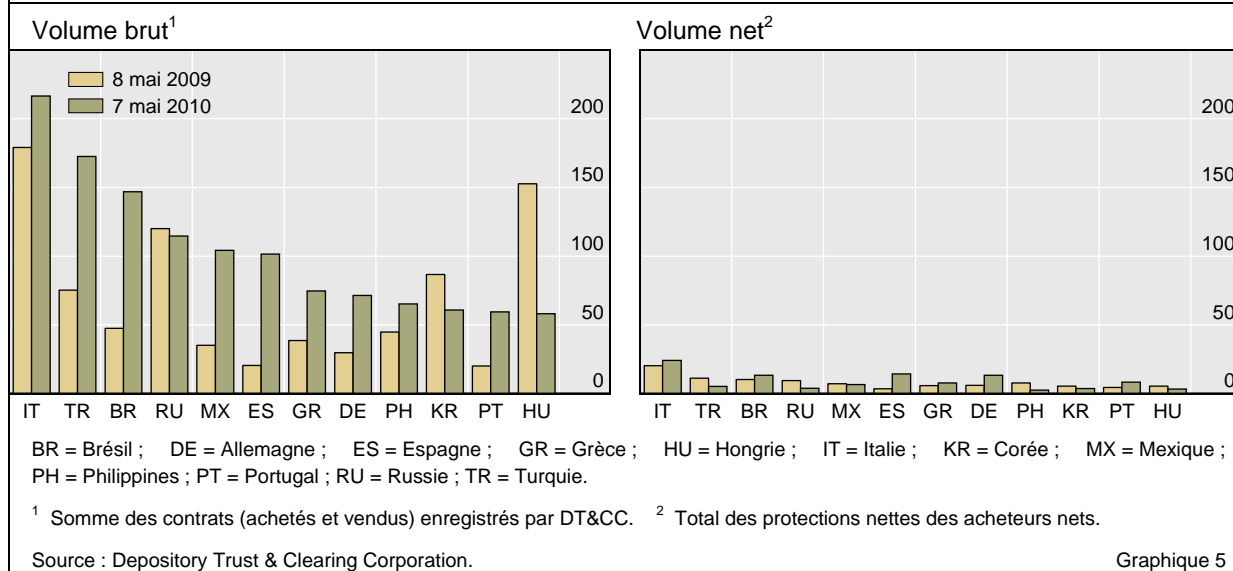


Les primes CDS sur dettes souveraines dans la zone euro ont fortement augmenté suite au déclassement de la Grèce. Ainsi, les primes CDS sur la dette grecque à 5 ans ont dépassé 900 points de base, pour s'établir à des niveaux comparables aux primes de l'Argentine, du Pakistan et de l'Ukraine (graphique 4, cadre de gauche). Les primes CDS du Portugal ont beaucoup augmenté elles aussi, pour atteindre des niveaux bien moins élevés toutefois, suite aux préoccupations des investisseurs quant aux finances publiques du pays. Les variations journalières des primes CDS sur dettes souveraines ont été plus modérées en ce qui concerne l'Irlande, l'Italie et l'Espagne, où le problème des finances publiques se pose dans des termes différents (graphique 4, cadre du milieu). Ce découplage entre la Grèce et le Portugal, d'une part, et l'Irlande, l'Italie et l'Espagne, d'autre part, s'est aussi manifesté dans la volatilité à 1 mois *a posteriori* de leurs primes CDS (graphique 4, cadre de droite).

...et les primes CDS sur dettes souveraines s'envolent

CDS sur les gros emprunteurs souverains

Montant notionnel, en milliards de dollars



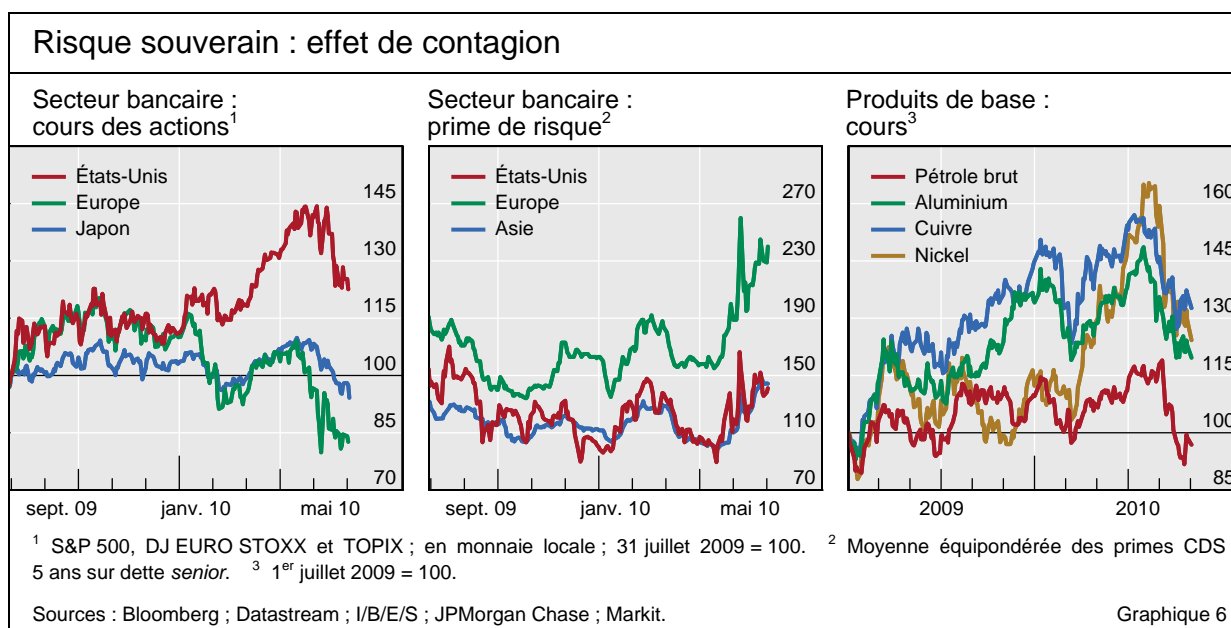
Malgré l'évolution spectaculaire des primes CDS sur dettes souveraines dans la zone euro, une part relativement faible du risque souverain a été effectivement échangée. Même si l'encours brut des CDS sur dettes souveraines, déjà important, s'est accru sur l'année écoulée (graphique 5, cadre de gauche), l'encours net ne représente qu'un dixième environ de ce volume (graphique 5, cadre de droite) car il tient compte du fait que de nombreux CDS se compensent et ne donnent donc lieu à aucun transfert de risque de crédit.

Des signes évidents de contagion...

Durant la première semaine de mai, la crise grecque s'est rapidement propagée au reste de l'Europe, entraînant un élargissement des primes sur obligations et CDS souverains de la zone euro par rapport au *Bund* allemand. Les marchés d'actions européens ont chuté, les swaps de taux de référence euro/dollar ont augmenté et l'euro s'est déprécié par rapport aux principales monnaies. D'autre part, une diminution de la liquidité des marchés de pensions sur obligations au Portugal, en Espagne et en Irlande était observée. Devant la montée du risque souverain, les intervenants se sont focalisés sur l'exposition des banques à la dette souveraine grecque, portugaise et espagnole (voir, dans le présent Rapport trimestriel, la section « Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale », pages 4 à 7).

...de la zone euro au reste du monde

À la fin de la première semaine de mai, la contagion avait dépassé les frontières européennes, provoquant un repli des marchés mondiaux des actions et produits de base. Les marchés d'actions américains ont perdu 6,4 % en cinq jours, dont une chute intrajournalière de 8,5 % qui pourrait être due à un problème technique du système informatisé de négociation. Les marchés d'actions en Europe et en Asie ont enregistré des baisses du même ordre. Les cours des actions bancaires sont tombés en chute libre et les primes CDS ont fortement augmenté aux États-Unis, en Europe et en Asie (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). L'indice S&P GSCI (Commodity spot price index) s'est inscrit en repli de 8,5 % sur la semaine, sous l'effet de la chute des cours du pétrole et du cuivre (graphique 6, cadre de droite).



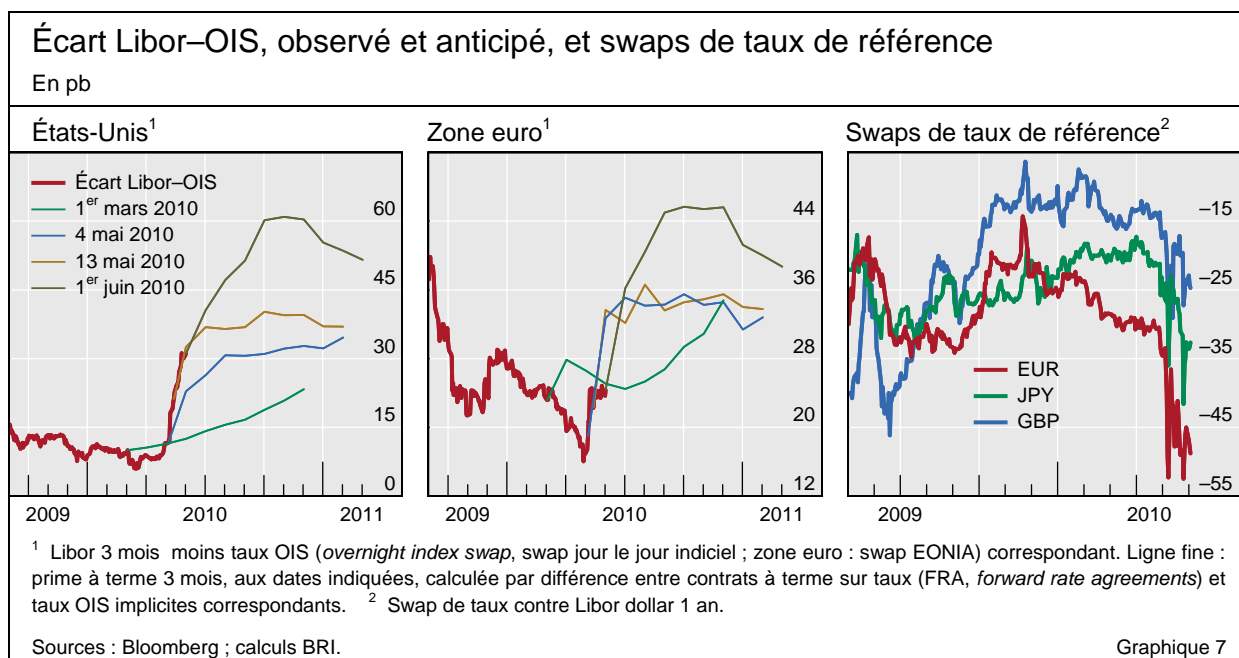
La poursuite du resserrement de la politique menée en Chine a renforcé les craintes des investisseurs quant au risque d'essoufflement de la croissance mondiale. Le Shanghai Composite Index a encore chuté, à la mi-avril, après l'annonce par l'État chinois de nouvelles mesures visant à calmer le marché immobilier. Les actions chinoises ont perdu près de 5 % le 19 avril – première séance après cette annonce – et l'indice immobilier a chuté de presque 7 %. Le 2 mai, la Banque populaire de Chine a relevé de 50 pb son coefficient de réserves obligatoires, procédant à cette occasion à sa troisième intervention dans ce domaine cette année. Ces mesures de resserrement, conjuguées aux inquiétudes quant à l'évolution de la situation en Europe – premier marché d'exportation de la Chine –, ont contribué à la chute de 17 % du Shanghai Composite Index entre mi-avril et mi-mai.

Face à une conjoncture internationale de plus en plus incertaine, les investisseurs ont réduit leurs expositions au risque et se sont tournés vers les valeurs refuges. Le cours de l'or a fortement augmenté, dépassant \$1 200 l'once, tandis que les investisseurs en obligations se détournent de la plupart des titres de dette souveraine en euros, leur préférant la relative sécurité des obligations d'État allemandes et américaines. Malgré les incertitudes entourant les élections tenues au Royaume-Uni le 6 mai, les rendements des obligations d'État britanniques ont été relativement stables. Le franc suisse s'est vivement apprécié tandis que l'euro a baissé pour atteindre des creux inconnus depuis huit ans par rapport au yen, et depuis quatre ans par rapport au dollar.

Les investisseurs réduisent leurs expositions au risque...

La contagion partie des marchés des titres de la dette souveraine dans la zone euro a également gagné l'interbancaire, ravivant la crainte d'une augmentation du risque de contrepartie et d'une pénurie de financements en dollars. La prime Libor–OIS 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro a fortement augmenté, et les écarts à terme implicites laissent prévoir des hausses encore plus fortes (graphique 7, cadres de gauche et du milieu). Les primes des swaps de taux de référence se sont élargies dans les

...et les tensions réapparaissent sur les marchés monétaires en dollars



compartiments du yen et de la livre sterling, mais beaucoup moins que dans celui de l'euro (graphique 7, cadre de droite). Ces fluctuations des cours montrent que les banques éprouvent des difficultés à se procurer des financements en dollars.

Selon les informations disponibles, les fonds communs de placement monétaire aux États-Unis hésiteraient à prêter aux banques européennes. Le creusement des primes Libor–OIS et la désorganisation des marchés de financement en dollars ne sont pas sans rappeler les événements de juillet–août 2007, lorsque les marchés interbancaires et monétaires mondiaux avaient commencé à montrer des signes évidents de tension (encadré 1).

L'intervention des autorités arrête pour un temps la contagion

Le plan de sauvetage présenté par l'UE et le FMI

Fortes de l'expérience des turbulences de 2008, les autorités ont pris les devants en engageant des mesures visant à empêcher une crise de confiance généralisée. Leur riposte a pris la forme d'un plan de sauvetage de €750 milliards annoncé le lundi 10 mai en début de journée (encadré 2). La BCE a appuyé cette initiative en prenant la décision d'acheter des titres de la dette publique et privée de la zone euro sur les marchés secondaires pour aider à rétablir la liquidité des marchés. Début juin, les achats d'obligations d'État de la zone euro par la BCE s'établissaient à €40 milliards – stérilisés par le biais d'une adjudication de dépôts à une semaine – et la BCE avait accru ses opérations de refinancement à plus long terme.

La Réserve fédérale a pris elle aussi des mesures pour atténuer en partie les tensions sur les ressources interbancaires en dollars en décidant de réactiver ses lignes de swap avec les principales banques centrales. Ces lignes étaient identiques en volume à celles qui avaient été préalablement annoncées – \$30 milliards pour la Banque du Canada, volume illimité pour les quatre autres banques centrales concernées – et ont été autorisées jusqu'à fin janvier 2011.

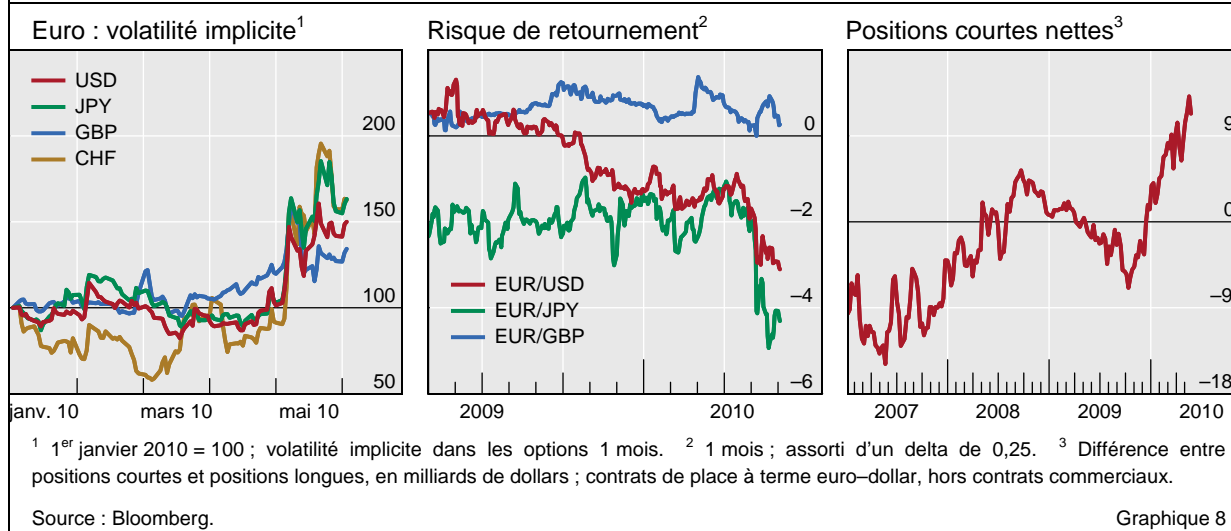
...enraye la contagion dans la zone euro...

L'évolution des prix des actifs immédiatement après ces annonces a laissé penser, dans un premier temps, que la contagion de la crise grecque avait été enrayée. Les primes souveraines en euros ont fortement diminué, l'euro s'est apprécié et les marchés mondiaux d'actions se sont orientés à la hausse. Les conditions sur les marchés monétaires européens se sont améliorées avec le rétrécissement de l'écart de rendement EONIA/Eurepo, pour les obligations d'État italiennes surtout. Les conditions de liquidité se sont assouplies aux États-Unis avec la diminution de la prime du swap de taux euro/dollar. Les primes de risque en général se sont aussi améliorées, grâce à une forte baisse des indices CDS des entreprises européennes. L'engouement pour les valeurs refuges observé la semaine précédente s'est inversé, ce qui a entraîné une augmentation des rendements du *Bund* allemand et des valeurs du Trésor américain, et un affaiblissement de l'or et du franc suisse.

...mais le répit est de courte durée

Le répit dont ont bénéficié les marchés a été toutefois de courte durée, car la confiance n'a pas tardé à s'effriter, les investisseurs s'inquiétant des interactions possibles entre dette publique et croissance. Les primes souveraines à la périphérie de la zone euro se sont creusées, malgré les achats

Euro : préoccupations grandissantes



d'obligations par les banques centrales nationales. L'euro a lui aussi fléchi, affichant une beaucoup plus grande volatilité par rapport aux autres grandes monnaies (graphique 8, cadre de gauche). Les préoccupations des investisseurs face à sa baisse persistante se sont traduites par un renchérissement de la couverture contre le risque de dépréciation de l'euro (graphique 8, cadre du milieu) accompagné d'une rapide augmentation des positions courtes nettes des contrats non commerciaux sur l'euro (graphique 8, cadre de droite).

Les investisseurs, dont la confiance était ébranlée, ont également réfréné leur appétit pour les actifs à risque, y compris en réduisant les opérations de portage ciblant les monnaies des pays exportateurs de produits de base, telles que le dollar australien, la couronne norvégienne ou le real brésilien. Celles-ci s'étaient appréciées lors des mois précédents, car les opérateurs anticipaient que ces pays bénéficieraient particulièrement d'un redémarrage de l'économie mondiale. Comme, par ailleurs, ces pays avaient commencé à relever leurs taux directeurs, les écarts de taux d'intérêt avaient augmenté par rapport au dollar, au yen et au franc suisse, notamment.

Malgré ce climat globalement défavorable, les adjudications d'emprunts d'État de l'Italie, du Portugal, de l'Irlande et de l'Espagne ont été fort bien accueillies durant la deuxième quinzaine de mai. Par ailleurs, en dépit de tensions manifestes sur les marchés de financement en dollars, la participation aux adjudications de dollars de la Banque centrale européenne (BCE) a été limitée, puisqu'un montant d'à peine €1 milliard de prêts en dollars à 84 jours a été adjugé à six contreparties. Les opérations à 7 jours de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse n'ont donné lieu à aucune soumission et celles en dollars à plus long terme de la BNS et de la Banque du Japon ont suscité peu d'intérêt. Ce manque d'engouement porte à croire que les banques sont davantage préoccupées par le risque de contrepartie que par l'accès aux financements en dollars.

Alors que les investisseurs cherchaient à comprendre la situation fluctuante de la zone euro, plusieurs initiatives réglementaires ont ajouté à une situation déjà complexe. Le 18 mai, les ministres des Finances de l'UE ont

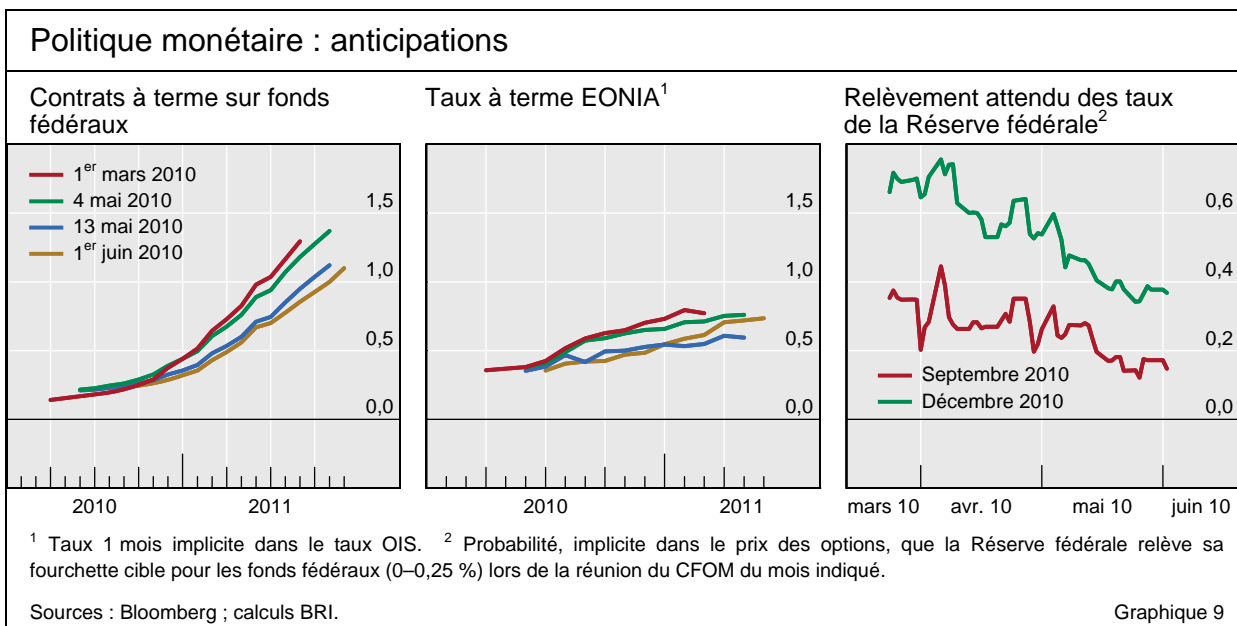
Les initiatives réglementaires rendent la situation encore plus complexe

décidé d'imposer des restrictions plus rigoureuses sur les fonds alternatifs (*hedge funds*) et les fonds de capital-investissement opérant en Europe. Le même jour, l'instance allemande de réglementation du secteur financier (BaFin) a surpris les marchés en annonçant unilatéralement des restrictions immédiates en Allemagne sur les ventes à découvert sans emprunt de titres opérées par d'autres opérateurs que les teneurs de marché². Cette mesure était motivée par l'exceptionnelle volatilité des titres de dette des pays de la zone euro et par la forte augmentation des primes CDS sur dettes souveraines correspondantes. Malgré sa portée limitée, l'interdiction a entraîné une brève intensification des pressions à la vente à découvert sur d'autres marchés, provoquant une baisse des valeurs bancaires françaises, espagnoles et allemandes. Après quoi, le 20 mai, le Sénat américain a adopté le projet de réforme financière, qui comporte diverses mesures visant à limiter la prise de risque par les grandes banques.

Le resserrement monétaire aux États-Unis et dans la zone euro devrait être reporté

Le moment anticipé du resserrement est à nouveau reporté...

Devant l'aggravation des doutes concernant les perspectives de la croissance économique mondiale, les marchés ont reporté leurs anticipations d'un resserrement des politiques monétaires dans les grandes économies avancées. Aux États-Unis, les contrats à terme et options sur fonds fédéraux laissent penser que le premier relèvement des taux n'est pas attendu avant la fin du premier trimestre 2011 (graphique 9, cadre de gauche) et que la probabilité qu'il survienne en septembre et décembre 2010 diminue (graphique 9, cadre de droite). En Europe, les taux à terme indiquent que les marchés anticipent de même un report du premier relèvement des taux de la



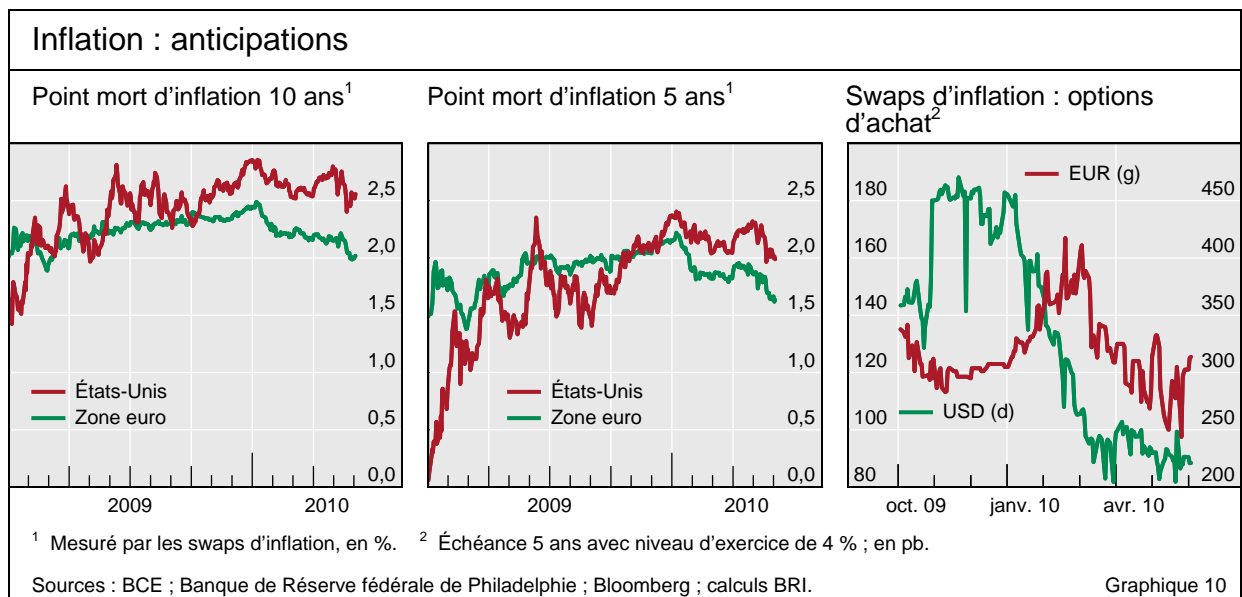
² L'interdiction visait les obligations d'État de la zone euro, les CDS et les actions de plusieurs établissements allemands.

BCE au-delà de 2010 (graphique 9, cadre du milieu). Cette modification des anticipations sur les taux directeurs est due en partie au fait que la Fed et la BCE ont indiqué qu'elles ne prévoyaient pas de relèvement dans un avenir proche, mais également aux préoccupations des investisseurs, qui craignent que la volatilité des marchés ne fasse dérailler la reprise économique naissante. Elle s'explique peut-être aussi par l'assainissement des finances publiques attendu dans plusieurs pays et les effets de contraction qu'il pourrait avoir.

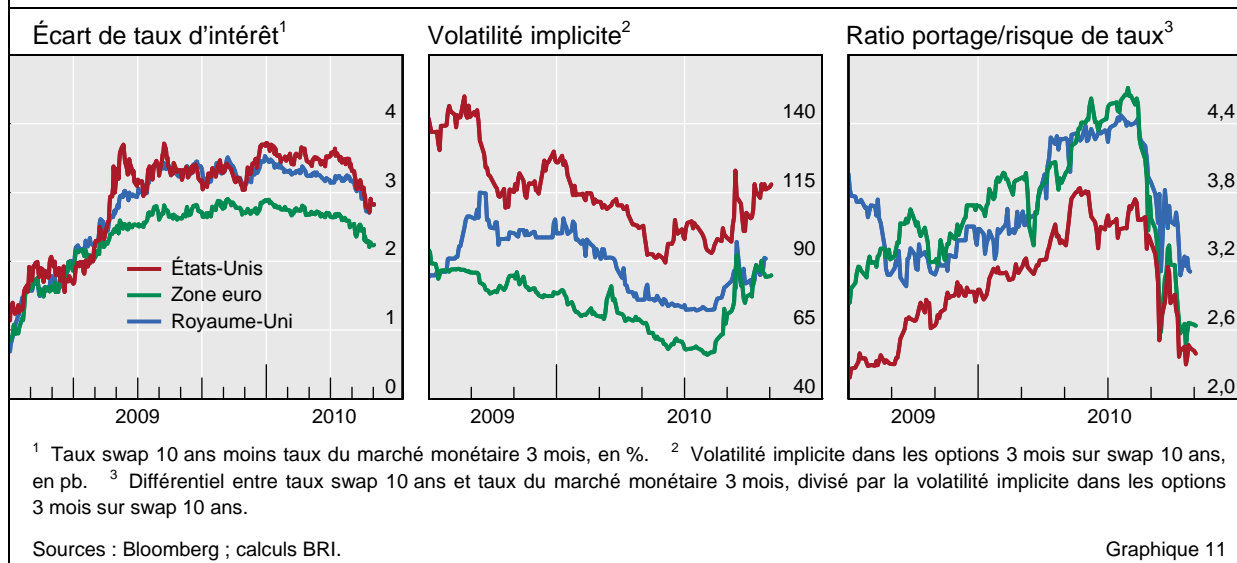
Dans ce contexte d'incertitude accrue, les marchés se sont focalisés sur la détérioration des conditions financières, tout en restant souvent insensibles aux annonces macroéconomiques favorables. Des nouvelles positives sur les perspectives de l'emploi et des dépenses de consommation sont venues des États-Unis, en particulier. Ainsi, alors que le rapport sur l'emploi d'avril indiquait que l'emploi agricole avait augmenté de 100 000 postes de plus que prévu, à 290 000, l'indice S&P 500 a perdu 1,5 % en séance. Les marchés ont souvent sous-estimé ou négligé d'autres statistiques, tout aussi positives, publiées aux États-Unis ou ailleurs.

Les anticipations d'inflation sur cette période sont restées bien ancrées dans les grandes économies avancées. Dans de nombreux pays – exception faite du Royaume-Uni –, les chiffres d'inflation constatée ont été moins élevés que prévus, les prix à la consommation affichant notamment une chute inattendue aux États-Unis. Les points morts d'inflation ont été globalement stables aux États-Unis et dans la zone euro, comme le montre la tarification des swaps d'inflation (graphique 10, cadres de gauche et de milieu). D'autre part, les cours des dérivés d'inflation ne témoignent pas d'une montée des préoccupations quant aux taux d'inflation élevés, les options d'achats « hors de la monnaie » sur les swaps d'inflation à échéance 5 ans aux États-Unis restant stables ou orientés à la baisse depuis le début de l'année (graphique 10, cadre de droite). Ces indicateurs infirment l'analyse selon laquelle la BCE, en décidant d'acheter des obligations souveraines de la zone euro, pourrait perdre de sa crédibilité dans la lutte contre l'inflation.

...en raison de l'aggravation des doutes concernant la reprise mondiale



Opérations de portage sur la courbe des rendements : un moindre attrait



Les anticipations tablant maintenant sur le report à une date ultérieure des relèvements des taux directeurs dans les grandes économies développées, les courbes des rendements sont restées extraordinairement pentues alors même que l'engouement pour les valeurs refuges commençait à faire baisser les rendements de référence à long terme (graphique 11, cadre de gauche). Toutefois, les récentes turbulences des marchés financiers ont rendu l'évolution des taux d'intérêt plus incertaine, ainsi qu'en témoigne l'accroissement de la volatilité implicite des options sur swap (graphique 11, cadre du milieu). Les opérations de portage sur la courbe des rendements sont donc devenues bien moins intéressantes d'un point de vue risque/rendement (graphique 11, cadre de droite).

Les États-Unis mettent fin aux mesures de soutien exceptionnelles

Si les responsables européens ont lancé de nouvelles initiatives de soutien, les autorités monétaires d'un certain nombre d'autres pays ont poursuivi le processus de sortie des mesures exceptionnelles. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a achevé son programme d'achat de titres adossés à des hypothèques fin mai, comme prévu. Bien qu'elle ait arrêté ses achats, il semblerait, à certains signes, que son important portefeuille de titres de dette publique aide toujours à maintenir les rendements à des niveaux peu élevés (encadré 3). Les incertitudes quant à la vigueur de la reprise économique n'étant pas levées, les marchés étaient impatients de connaître le calendrier des éventuelles ventes d'actifs de la Réserve fédérale. Le procès-verbal de la réunion d'avril du CFOM a indiqué que ces ventes seraient sans doute graduelles et ne commenceraient qu'après le premier relèvement de taux directeur.

Le resserrement se poursuit dans les ÉcEm

Si le recul de la confiance a retardé encore la normalisation des politiques monétaires dans la plupart des économies avancées, d'autres pays ont pris des mesures de resserrement à compter d'avril. La Banque du Canada a par exemple relevé ses taux de 25 pb le 1^{er} juin et, comme indiqué ci-dessus, la Chine a relevé le coefficient de réserves obligatoires et pris des dispositions pour calmer le marché immobilier. Vers la fin avril, la Banque centrale du

Brésil, invoquant des risques d'accélération de l'inflation, a relevé sa cible de taux d'intérêt à court terme de 75 pb, pour la porter à 9,5 %. Le 20 avril, la Banque de Réserve de l'Inde a relevé de 25 pb son coefficient de trésorerie et son taux de pension. Les marchés tablent sur un nouveau resserrement dans plusieurs économies émergentes, même si l'incertitude s'est accrue en ce qui concerne le rythme de celui-ci. D'une part, nombre de ces économies enregistrent une croissance économique rapide, une appréciation de leur monnaie et un risque de surchauffe des marchés des actifs et de l'immobilier. De l'autre, les perspectives de croissance et d'inflation sont compliquées par la forte volatilité des cours des produits de base et les effets imprévisibles de la crise de la dette souveraine en euros sur l'activité économique.

Encadré 1 – Retour vers le futur ? Comparaison des événements récents avec la crise financière de 2007–2009

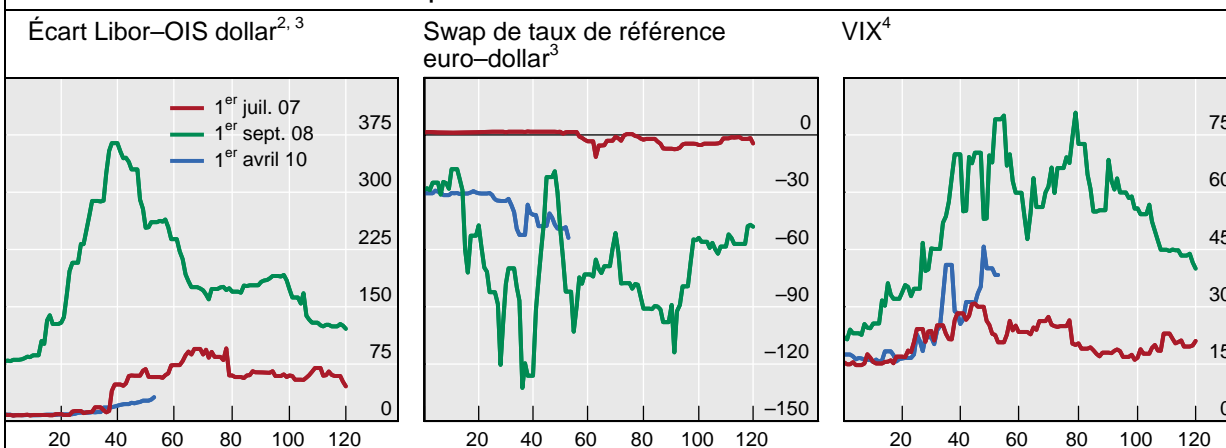
Jacob Gyntelberg et Michael R. King

Le brusque retournement de la confiance rappelle les douloureux souvenirs de l'automne 2008, quand la faillite de Lehman Brothers a pour ainsi dire paralysé les marchés monétaires et financiers. Dans les deux cas, le sentiment des investisseurs s'est rapidement détérioré à partir d'un événement déclencheur, les problèmes apparus dans une région se propageant au reste du monde par le biais des refinancements interbancaires et des expositions au risque de contrepartie. La volatilité s'est fortement accentuée et les prix des actifs à risque ont accusé une chute brutale, car les investisseurs se sont tournés vers les valeurs refuges. Dans les deux cas, également, les banques centrales ont procédé à des injections exceptionnelles de liquidité, puis les pouvoirs publics ont annoncé des plans de sauvetage destinés à rétablir la confiance et à stabiliser le système financier.

Si les deux épisodes sont similaires dans leurs grandes lignes, le déclassement de la dette grecque le 27 avril et la réaction du marché ont peut-être plus de points communs avec le début de la crise des emprunts hypothécaires à risque (*subprime*) de juillet 2007 qu'avec l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette crise a commencé lentement, avec l'aggravation des pertes sur le segment *subprime* et le déclassement, par les organismes de notation, d'un grand nombre de CDO (*collateralised debt obligations*, titres garantis par des créances) adossés à des hypothèques. Parallèlement, l'annonce des pertes subies par plusieurs banques européennes a été suivie d'un creusement des primes Libor–OIS (graphique A, cadre de gauche). Les banques européennes ont connu des problèmes de financement en dollars durant les mois suivants, ainsi qu'en témoigne la désorganisation des marchés de swaps de devises à partir de septembre 2007 (graphique A, cadre du milieu). Les cours des actions ont poursuivi leur ascension jusqu'à la mi-octobre, mais la volatilité implicite de leurs marchés s'est accrue dès juillet, comme le montre la tendance haussière de l'indice VIX (graphique A, cadre de droite).

L'épisode actuel de tensions des marchés s'est traduit par une augmentation de la volatilité des actions comparable à celle enregistrée au second semestre 2007, mais les primes Libor–OIS ont augmenté plus lentement cette fois. En dépit d'une hausse récente qui l'a portée aux alentours de 30 pb, la prime Libor–OIS dollar 3 mois reste bien en deçà des niveaux affichés à partir d'août 2007. La hausse initiale de l'indice VIX a d'abord suivi la trajectoire de juillet 2007, mais elle s'est nettement accentuée ensuite, comme en septembre 2008. Si les swaps croisés de taux de référence signalent que les banques qui cherchent à lever des dollars ont des difficultés à le faire, la participation limitée aux adjudications en dollars tenues par la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse montre que le problème est davantage lié au risque de contrepartie qu'à l'accès aux financements en devises. Contrairement à juillet 2007, le swap de taux de référence euro/dollar se situait, au début de la période récente, à un niveau indiquant que les marchés des financements internationaux étaient déjà tendus. Le point de départ de la phase actuelle est le même que celui de début septembre 2008 mais, cette fois, l'écart a beaucoup moins augmenté lorsque les conditions se sont détériorées.

Indicateurs de tensions : 3 épisodes¹



¹ En abscisse : nombre de jours calendaires. ² Libor 3 mois moins taux OIS (*overnight index swap*, swap jour le jour indiciel) correspondant. ³ En pb. ⁴ VIX (S&P 500) ; volatilité implicite dans le prix des options d'achat à parité sur indice boursier ; en %.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique A

Encadré 2 – Mesures prises pour prévenir une crise de confiance mondiale

Michael Davies et Jacob Gyntelberg

Les préoccupations relatives à la viabilité des finances publiques de plusieurs pays de la zone euro se sont aggravées ces derniers mois. En avril, il est devenu de plus en plus difficile et coûteux pour l'État grec d'émettre des titres de dette et, le 2 mai, l'Union européenne (UE) et le Fonds monétaire international (FMI) ont annoncé un plan de soutien conjoint d'un montant de €110 milliards en sa faveur. Début mai, toutefois, les inquiétudes du marché concernant la Grèce et plusieurs autres pays de la zone euro se sont intensifiées, entraînant une dégradation très nette des conditions des marchés financiers en Europe qui a eu des retombées visibles sur le reste du monde. Les 9 et 10 mai, l'UE, le FMI, la Banque centrale européenne (BCE) et d'autres grandes banques centrales ont annoncé un train de mesures visant à restaurer la confiance des marchés financiers.

Union européenne

Le mécanisme européen de stabilisation financière annoncé par l'UE a deux composantes. La première est une facilité additionnelle qui complète le mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, lequel représente €50 milliards ; la seconde est une nouvelle facilité, le Fonds européen de stabilité financière (FESF), qui sera structuré comme une société à responsabilité limitée. Les deux dispositifs procureront aux pays admissibles en proie à des difficultés de financement extérieur des concours qui seront en général octroyés conjointement avec des organisations comme le FMI et accompagnés de programmes de redressement économique et financier. La facilité additionnelle (d'un montant de €60 milliards) est ouverte aux 27 États membres de l'UE et sera financée par l'émission de titres de dette de la Commission européenne bénéficiant de la garantie implicite du budget de l'UE. Son extension n'est pas soumise à l'approbation des parlements nationaux. Le FESF (d'un montant de €440 milliards) permet d'accorder des prêts aux 16 pays de la zone euro. Certaines indications donnent à penser que son financement sera garanti sur une base proportionnelle par les pays de la zone euro, en fonction de leur part dans le capital libéré de la BCE. Les garanties entreront en vigueur dès qu'elles auront été approuvées, via les parlements nationaux, par des pays détenant ensemble 90 % au moins du capital du FESF. La dette du FESF devrait être classée AAA.

Grandes lignes du mécanisme européen de stabilisation financière

	Facilité additionnelle au mécanisme existant	Fonds européen de stabilisation financière
Caractéristiques		
Montant	€60 milliards	€440 milliards
Structure de garantie de la dette	Budget de l'UE	Volant de liquidités, et garantie par chaque pays de la zone euro, à hauteur de 120 %, de sa part proportionnelle des obligations émises
Approbation requise des parlements nationaux	Non	Oui
Caractéristiques du prêt		
Admissibilité	Pays de l'UE	Pays de la zone euro
Conditions imposées à l'emprunteur	Mise en place d'un programme de redressement économique et financier	Mise en place d'un programme de redressement économique et financier
Prêts accordés conjointement avec des organismes internationaux	Oui	Oui

Sources : Commission européenne ; Conseil de l'Union européenne ; communiqués de presse ; BRI.

Tableau A

Fonds monétaire international

Le FMI s'est dit prêt à coopérer avec l'UE pour soutenir les pays européens concernés. Si l'un d'eux en fait la demande, le FMI lui apportera une assistance financière conçue cas par cas et conforme à ses procédures de prêt, qui ira de pair avec le nouveau mécanisme européen de stabilisation. Le FMI a indiqué que sa contribution financière sera du même ordre (environ un tiers du financement) que celle apportée lors des montages auxquels il a participé récemment dans le cadre européen, et s'accompagnera de programmes de redressement économique et financier.

Banque centrale européenne

La BCE a annoncé qu'elle achètera des titres de dette publique et privée de la zone euro sur les marchés secondaires pour relancer l'activité et rétablir la liquidité de ces marchés. Ces achats seront stérilisés afin d'éviter un accroissement des réserves bancaires. Au 4 juin 2010, la BCE avait acquis €40 milliards d'obligations d'État de la zone euro.

La BCE a aussi étendu ses opérations de refinancement pour améliorer l'accès des banques aux ressources à plus long terme. Les opérations ordinaires à 3 mois (26 mai et 30 juin) reviendront à la procédure des soumissions à taux fixe, servies intégralement. Cela veut dire qu'à chaque appel d'offres, la BCE fournira aux établissements financiers un volume de liquidités illimité à taux d'intérêt fixe. Un appel d'offres à 6 mois a été annoncé pour le 12 mai, là encore à taux fixe et visant à servir intégralement la demande.

Lignes de swap entre banques centrales

La Réserve fédérale a rouvert les lignes de swap temporaires en dollars avec la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque nationale suisse et la Banque du Japon pour pallier le resserrement des conditions de liquidité sur les marchés de financement en dollars et éviter une propagation à d'autres marchés et places financières. Fin 2008 et début 2009, les lignes de swap des banques centrales ont grandement atténué les turbulences sur les marchés de financement internationaux. Les nouvelles lignes de swap annoncées sont identiques aux précédentes – \$30 milliards pour la Banque du Canada, accès illimité pour les quatre autres banques centrales – et ont été autorisées jusqu'en janvier 2011. Au 2 juin 2010, la BCE disposait d'un encours de \$6,4 milliards (en recul après avoir culminé à \$9 milliards) et la Banque du Japon d'un encours de \$0,2 milliard. La Banque nationale suisse et la Banque d'Angleterre ont organisé des adjudications en dollars, mais n'ont pas décaissé de fonds, et la Banque du Canada n'a pour l'heure organisé aucune adjudication.

Encadré 3 – Dette publique américaine : poids des détenteurs des secteurs public américain et officiel étranger

Robert N. McCauley

Fin mars 2010, la Réserve fédérale a mis un terme à son vaste programme d'achats d'obligations avec ses dernières acquisitions de titres adossés à des hypothèques des agences parapubliques. Cela ne signifie pas pour autant que les pressions à la baisse sur les rendements exercées par ce biais ne continuent pas. Gagnon *et al.* (2010)[®] estiment que l'encours de titres de dette du Trésor américain et des agences (ci-après : « dette publique ») détenus par la Réserve fédérale a plus d'influence que les achats sur les rendements obligataires. Cette même remarque s'applique aux avoirs du secteur officiel étranger dans le cadre de sa gestion des réserves officielles et des fonds souverains. Le secteur public américain et le secteur officiel étranger (autorités monétaires et fonds souverains) détiennent ensemble plus de 40 % des titres de la dette publique et ont sans doute absorbé plus de la moitié de l'offre nette depuis mi-2008. Sur une base pondérée par les durations, la hausse est encore plus sensible, ce qui amplifie d'autant l'incidence que l'encours pourrait avoir sur les rendements à long terme.

Les motivations des deux groupes sont certes différentes. Les achats par la Réserve fédérale, en collaboration avec le Trésor américain, avaient pour objectif de peser sur les taux à long terme, hypothécaires notamment, payés par les emprunteurs du secteur privé ; cette motivation est appelée à s'affaiblir, voire à s'inverser. De fait, le procès-verbal de la réunion du Comité fédéral de

Dette publique américaine : avoirs des secteurs public américain et officiel étranger

Encours, en milliards de dollars EU et en %

	Jun 2007	Jun 2008	Jun 2009	Déc. 2009	Mars 2010
Valeurs du Trésor, total	4 705	5 056	6 950	7 591	8 000
Avoirs officiels étrangers	1 611	1 910	2 624	2 705	2 707
Avoirs de la Fed	791	479	657	777	777
Agences, total	7 102	7 885	8 144	8 113	8 113
Avoirs officiels étrangers	830	1 097	829	746	719
Avoirs de la Fed	0	0	559	1 068	1 238
Avoirs des agences	688	854	949	925	925
Avoirs du Trésor ¹	0	0	165	226	226
Dette publique, grand total	11 807	11 506	15 093	15 703	16 113
Avoirs officiels étrangers	2 441	3 007	3 453	3 450	3 426
Avoirs de la Fed, des agences, du Trésor	1 479	1 333	2 329	2 995	3 165
Sous total	3 920	4 340	5 782	6 446	6 592
<i>Pour mémoire :</i>					
<i>Réserves bancaires à la Fed</i>	17	34	661	977	1 051
<i>Pour mémoire :</i>					
<i>Avoirs officiels étrangers</i>	20,7 %	26,1 %	22,9 %	22,0 %	21,3 %
<i>Fed, agences, Trésor</i>	12,5 %	11,6 %	15,4 %	19,1 %	19,6 %
<i>Total, avoirs publics</i>	33,2 %	37,7 %	38,3 %	41,0 %	40,9 %

¹ N'inclut pas les \$126 milliards d'avoirs du Trésor en actions de préférence *senior* de Fannie Mae et Freddie Mac au 31 mars 2010.

Sources : Tableau des opérations financières (Flow of Funds) ; Department of Treasury, Banque de Réserve fédérale de New York, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, *Survey of foreign portfolio holdings*, aux 30 juin 2007, 2008 et 2009 (avril 2008, 2009 et 2010) mise à jour avec le document H4.1 de la Réserve fédérale ; statistiques mensuelles du rapport TIC (Treasury International Capital) du Trésor américain ; données d'agences fédérales de crédit hypothécaire sur les avoirs du Trésor en MBS des agences fédérales. Tableau A

l'*open market* (CFOM) des 27–28 avril 2010 fait état d'une majorité favorable à un programme de ventes d'obligations 5 ans et à sa mise en œuvre après un éventuel relèvement du taux directeur. Les détenteurs officiels étrangers ont des motivations et des comportements différents sur le cycle des taux d'intérêt. Ils accroissent ou réduisent leurs avoirs en titres de la dette publique pour contrer notamment une appréciation ou une dépréciation de leur monnaie, ou pour répondre à une demande imprévue de devises. Même si de nombreuses banques centrales ont mobilisé leurs réserves de change durant la crise pour soutenir leur monnaie et procurer des liquidités en dollars au secteur privé, les avoirs officiels étrangers en titres d'État américains ont augmenté au cours des années couvertes par les enquêtes de juin 2008 et juin 2009.

La part combinée des secteurs public américain et officiel étranger dans la dette publique américaine s'est accrue depuis le début de la crise. Alors que ceux-ci détenaient auparavant environ le tiers des titres d'État américains, essentiellement des valeurs du Trésor, leur poids dépasse maintenant 40 %. À elle seule, la part du secteur public américain a augmenté de 7 points de pourcentage, pour avoisiner 20 %. Cette hausse est attribuable, pour l'essentiel, à l'achat par la Réserve fédérale de plus de \$1 400 milliards de titres de dette des agences, principalement des titres adossés à des hypothèques, alors que ses achats de valeurs du Trésor n'ont joué qu'un rôle marginal. La part du secteur officiel étranger est restée stable autour de 20 %, la baisse de ses avoirs en titres d'agences étant largement compensée par la hausse de ses avoirs en titres du Trésor^①.

Cette augmentation ne permet cependant pas d'observer les évolutions en termes de durée. L'enquête la plus récente montre que la moitié des avoirs officiels étrangers en valeurs du Trésor arrive à échéance dans trois ans au maximum, avec une durée moyenne de 48 mois, soit un peu moins que celle de l'ensemble des titres du Trésor. Si jusqu'alors la Réserve fédérale avait visé la neutralité de marché dans ses avoirs en valeurs du Trésor, ses récents achats d'obligations sont composés essentiellement de titres d'échéance ou de durée plus longue ; ils visaient à renforcer l'effet de portefeuille et réduire les taux longs (Gagnon *et al.* (2010, p. 10)). Ainsi, les titres adossés à des hypothèques achetés par la Réserve fédérale étaient essentiellement du papier à 4 % et 4,5 %, de durée particulièrement longue.

En somme, sur la base des éléments disponibles, les achats massifs du secteur public américain de titres d'agences ont eu pour effet d'accroître à plus de deux-cinquième la part des détenteurs des secteurs public américain et officiel étranger dans une dette publique américaine en forte augmentation^②. La dette publique américaine accumulée depuis 2008 se trouve donc désormais, pour une large part, dans les portefeuilles des secteurs public américain et officiel étranger.

^① J. Gagnon, M. Raskin, J. Remaché et B. Sack, « Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work? », Banque de Réserve fédérale de New York, *Staff Reports*, n° 441, mars 2010. ^② Le tableau repose essentiellement sur des enquêtes annuelles sur les encours, réalisées auprès des dépositaires, afin de recenser les avoirs officiels étrangers dont les transactions mensuelles ne rendent pas compte. En particulier, les enquêtes de juin 2007, 2008 et 2009 ont corrigé à la hausse les avoirs officiels étrangers estimés, à raison de 13 %, 5 % et 17%, respectivement. Dès lors, les estimations de décembre 2009 et mars 2010 sont sans doute sous-estimées. ^③ On pourrait considérer les achats officiels américains comme des swaps d'actifs, comme c'était le cas lorsque le Trésor a acquis des titres d'agence grâce au produit de la vente des valeurs du Trésor. Ainsi, on pourrait inclure dans la dette publique les engagements de la Réserve fédérale vis-à-vis des banques (c'est-à-dire traiter les créances des banques sur la Réserve fédérale comme substituables à leurs avoirs en bons du Trésor). Dans le tableau, cela consisterait à ajouter pour mémoire « Réserves bancaires à la Fed » dans la dette publique. Dans cette optique, l'augmentation de la dette publique américaine serait plus importante depuis mi-2008 et la hausse de la part du secteur public quelque peu plus faible. Il n'en reste pas moins que l'essentiel de la hausse de la dette publique américaine se retrouve dans les portefeuilles des secteurs public américain et officiel étranger.