

Vue d'ensemble : la croissance au cœur des préoccupations

De début juin à fin août, les investisseurs ont porté leur attention non plus sur les problèmes de financement des émetteurs souverains européens, mais sur les perspectives discordantes de croissance mondiale et leurs conséquences sur les prix des actifs. Au début de la période sous revue, des investisseurs plus favorables aux signatures souveraines en Europe ainsi qu'une réduction de l'incertitude après la publication des résultats des tests de résistance des banques de l'UE ont contribué à faire baisser les primes de risque de la plupart des États et grandes banques. Partout dans le monde, les primes ont diminué et les cours des actions ont augmenté. Les cours des valeurs bancaires ont, par ailleurs, bien réagi à une série d'annonces réglementaires nationales et internationales.

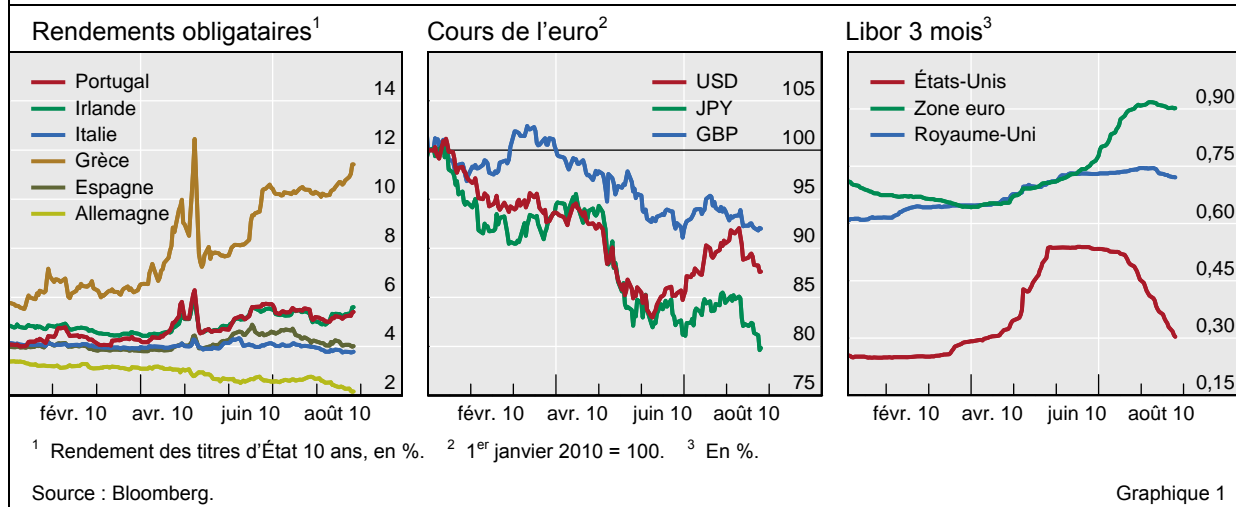
À partir de fin juillet, l'apparition de nouveaux signes de faiblesse de l'économie aux États-Unis a entraîné une baisse des anticipations d'inflation et des rendements obligataires. En août, le repli des rendements s'est accentué et les cours des actions ont diminué, à mesure que les signes de ralentissement de l'activité s'accumulaient dans plusieurs économies avancées.

En Chine et dans un certain nombre de pays d'Asie et d'Amérique latine, en revanche, l'essor économique s'est poursuivi, à un rythme un peu moins soutenu, il est vrai. Dans les économies émergentes à croissance rapide, les tensions inflationnistes, qui sont allées de pair avec une montée du prix des actifs, ont conduit certaines banques centrales à un resserrement. Il s'en est suivi une expansion des entrées de capitaux et une appréciation de la monnaie.

Les préoccupations relatives au financement de la dette souveraine en euro s'atténuent

Les marchés de la dette publique de la zone euro se sont stabilisés sur la période. Entre juin et août, le rendement des obligations souveraines en euro a régressé pour tous les pays sauf la Grèce, l'Irlande et le Portugal (graphique 1, cadre de gauche). Les primes des contrats dérivés sur défaut (*credit default swaps* – CDS) ont suivi la même évolution. L'accès au marché s'est globalement amélioré, et plusieurs emprunteurs souverains ont lancé des

Zone euro : rendement des titres d'État, cours de change et taux du marché monétaire



émissions obligataires, pendant que la BCE réduisait ses achats de titres souverains en euro. En juin et juillet, l'euro s'est redressé par rapport aux autres grandes monnaies (graphique 1, cadre du milieu) et les marchés d'actions européens ont refait une partie de leurs pertes. Après avoir reculé en juin et juillet, les rendements des titres d'État de la Grèce, l'Irlande et le Portugal ont à nouveau augmenté au début du mois d'août. En Irlande, les pertes – plus lourdes que prévu – d'une banque bénéficiant du soutien de l'État ont entraîné une révision à la hausse de l'endettement public anticipé. La deuxième quinzaine d'août, l'euro s'est déprécié face aux autres grandes monnaies.

La Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande ont réussi à lever des fonds malgré des mises sous surveillance négatives. Après avoir été reléguée en catégorie spéculative par Moody's, la dette grecque a subi de nouvelles pressions mi-juin, de sorte qu'elle a été exclue des principaux indices obligataires de référence. La Grèce a, malgré tout, fait son retour sur les marchés primaires mi-juillet. Ce retour a été interprété comme une réponse positive aux progrès des principales réformes engagées dans le pays en dépit d'oppositions de la population. Bien que placée sous surveillance négative par Moody's, l'Espagne a tenu, mi-juin, une adjudication qui a été bien accueillie et a organisé une autre vente plusieurs semaines plus tard. Le Portugal et l'Irlande ont, eux aussi, émis des obligations le lendemain du déclassement de leur dette. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF), devenu pleinement opérationnel le 4 août, a redonné confiance aux investisseurs en offrant une nouvelle source de financement. Créé par les 16 pays de la zone euro pour fournir un soutien au cas où un État membre connaîtrait des difficultés financières, le FESF n'a pas émis d'obligations.

L'amélioration des conditions des marchés obligataires de la zone euro de mi-juin à fin juillet a permis aux banques centrales d'amorcer leur désengagement sur les marchés financiers. Mi-juin, la Banque nationale suisse a cessé d'intervenir sur les changes pour freiner l'appréciation du franc. À

Tandis que les marchés de la dette souveraine en euro s'améliorent...

...la BCE commence à mettre fin aux mesures de soutien de la liquidité

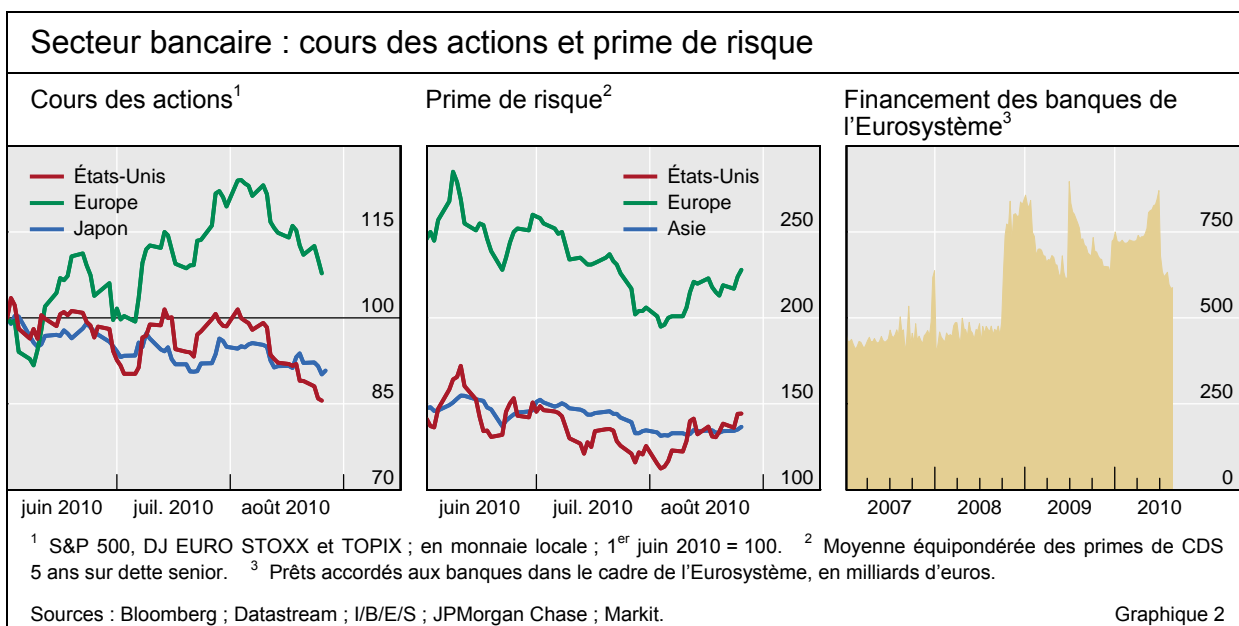
partir de mi-juin, la BCE a ralenti le rythme de son programme d'achat d'obligations d'État et a commencé à abandonner ses opérations exceptionnelles d'injection de liquidités. Elle a réduit le volume de ses achats hebdomadaires d'obligations d'État, et son opération de refinancement des prêts à 1 an, arrivée à terme le 1^{er} juillet, n'a pas été remplacée. Fin juillet, la BCE a révisé à la hausse son dispositif de décote appliqué aux sûretés sur les titres du secteur privé moins bien notés. De début juin à mi-août, la hausse régulière de l'Euribor 3 mois a illustré, en partie, le retour progressif à la normale des injections de liquidités de la BCE. Sur la même période, le taux interbancaire équivalent en dollar a diminué, alors que le taux britannique est resté quasi inchangé (graphique 1, cadre de droite).

Les tests de résistance des banques européennes accroissent la transparence

Les résultats des tests de résistance des banques sont publiés

La publication, le vendredi 23 juillet, des résultats des tests de résistance auxquels l'UE et la Suisse avaient soumis leurs banques a été bien reçue par les investisseurs. Ces tests ont permis de faire toute la lumière sur les avoirs en titres souverains des principales banques européennes et apporté un ensemble cohérent d'informations sur leurs bilans (encadré). Cette transparence accrue a rassuré les investisseurs. Le lundi suivant, les actions des banques européennes ont gagné 2 % et leurs primes de CDS ont diminué de 10–15 pb (graphique 2, cadres de gauche et du milieu). Ce regain de confiance a, en outre, contribué à la diminution des primes de risque sur la dette souveraine et à l'amélioration des conditions sur les marchés monétaires européens, attestée par le recul des prêts accordés par la BCE aux banques de l'Eurosystème (graphique 2, cadre de droite).

La publication, le lundi 26 juillet, des dernières propositions du Comité de Bâle sur les fonds propres et la liquidité a été rapidement suivie par une nouvelle hausse des cours des actions bancaires, la prudence des instances



de réglementation recevant un accueil favorable des investisseurs. Conscientes du caractère innovant d'une norme mondiale de liquidité, lesdites instances abordent sa mise en œuvre avec précaution et s'efforcent d'assurer un calibrage prudent mais bien adapté. Le Comité de Bâle a, en outre, annoncé qu'après une période d'observation le ratio de liquidité long terme (*Net Stable Funding Ratio*) deviendra une norme minimale le 1^{er} janvier 2018. Il a également apporté des ajustements au traitement des intérêts minoritaires, aux placements dans les valeurs financières et aux obligations administratives des charges liées au suivi des créances hypothécaires, pour remédier aux conséquences imprévues de la proposition initiale de décembre 2009 et garantir une définition plus équilibrée mais toujours prudente des fonds propres. Les réactions positives aux résultats des tests de résistance des banques et aux réformes proposées par le Comité de Bâle ont été confortées par une série d'annonces de bons résultats des banques européennes. Les primes CDS des banques ont diminué, l'indice iTraxx Europe des valeurs financières de premier rang s'étant replié de 14,5 % à la fin de la semaine. Dans les semaines qui ont suivi, les marchés primaires ont rouvert et les établissements financiers – banques espagnoles en tête – ont émis des obligations sécurisées et non sécurisées.

Les prix des actifs affectés par le ralentissement attendu de la croissance américaine

Entre juin et fin août, la publication d'une série d'indicateurs macroéconomiques décevants, conjuguée à une révision des perspectives de la part de la Réserve fédérale, a convaincu les intervenants du ralentissement de l'économie des États-Unis. Ce sentiment, conforté par une série de communications de la Réserve fédérale, a induit une baisse des rendements des obligations d'État à long terme, traduisant, en partie, une modération des anticipations d'inflation.

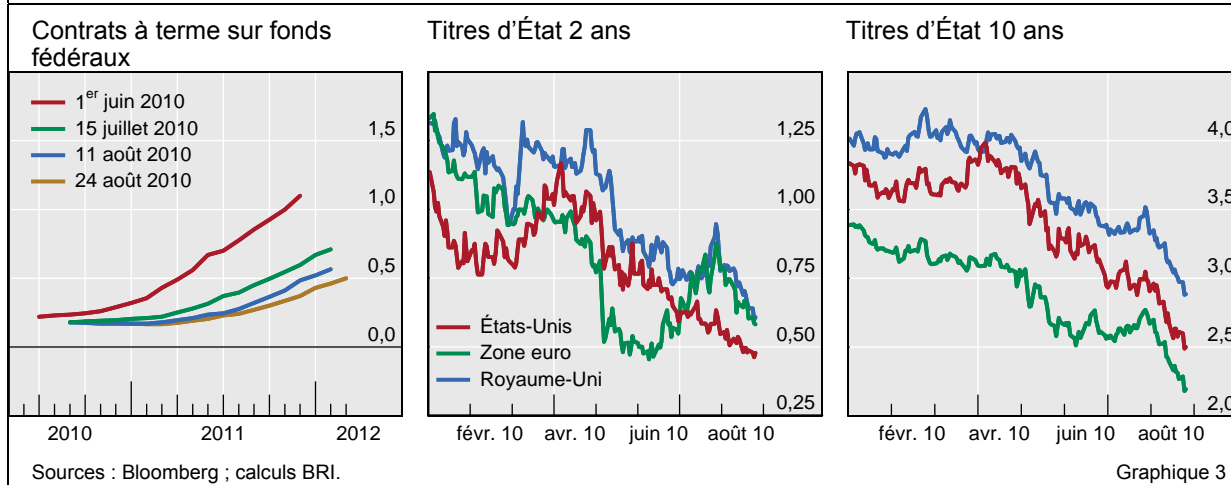
L'économie américaine ralentit...

La détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis a conduit les investisseurs à anticiper un report de la normalisation des conditions monétaires et encouragé le marché à tabler sur un éventuel « assouplissement quantitatif » supplémentaire. Fin juillet, l'audition devant le Congrès du Président de la Réserve fédérale, M. Bernanke, le procès-verbal de la réunion du CFOM et les communications de la Fed ont été interprétés comme signifiant un nouveau report de la normalisation des conditions monétaires. La Réserve fédérale a, en outre, revu ses prévisions de croissance à la baisse après la publication d'une série de résultats macroéconomiques décevants. Sa décision, le 10 août, de ne pas réduire tout de suite la taille de son bilan, en réinvestissant les fonds générés par son portefeuille hypothécaire dans des valeurs du Trésor américain, a contribué à conforter le sentiment des investisseurs que les taux directeurs resteraient bas. Suite à cette annonce, le prix des contrats à terme sur fonds fédéraux a diminué, ce qui traduisait le sentiment qu'un relèvement des taux se produirait plutôt au deuxième semestre 2011 ou début 2012 (graphique 3, cadre de gauche).

...entraînant un repli des rendements du Trésor...

Politique monétaire : anticipations

En %



...et un recul des anticipations d'inflation

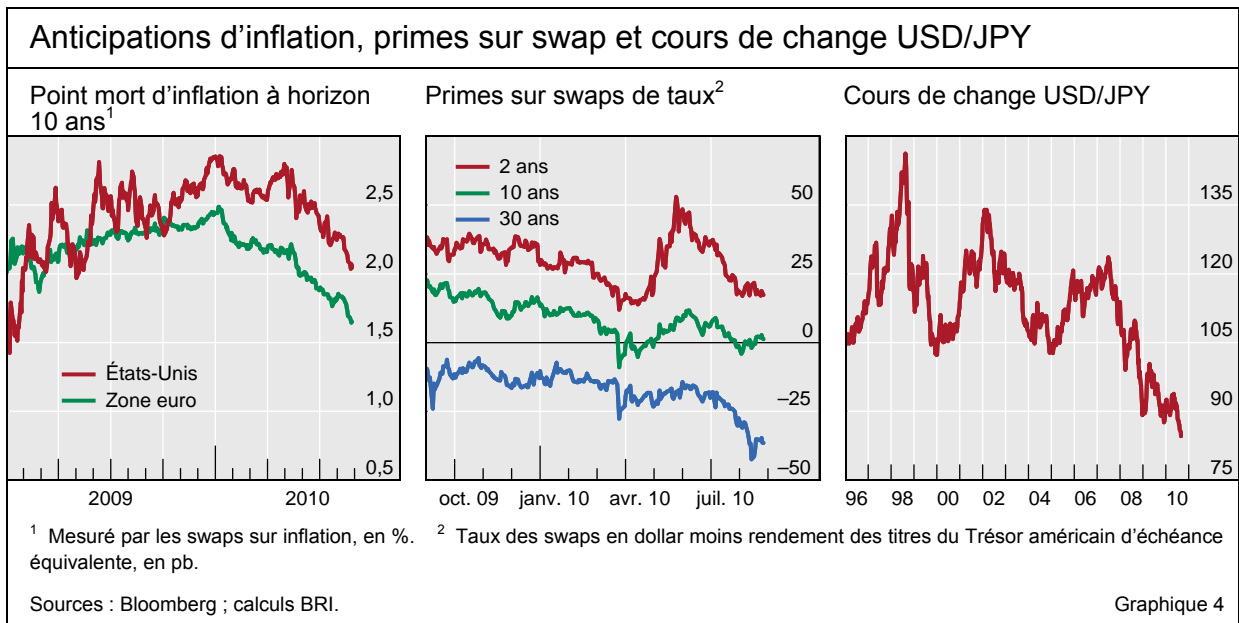
Le profil de la courbe des rendements américains témoigne de la détérioration des perspectives de croissance. Le taux 2 ans a inscrit un creux historique, à environ 0,50 % (graphique 3, cadre du milieu), et le taux 10 ans est tombé à moins de 2,5 %, un niveau pas observé depuis décembre 2008, en dépit de l'intensification anticipée des besoins de financement de l'État face au creusement de son déficit budgétaire (graphique 3, cadre de droite). Cette baisse des rendements du Trésor à long terme cadre avec les anticipations de recul de l'inflation ; de fait, le point mort d'inflation pour les dix prochaines années, mesuré par les swaps d'inflation, est tombé à environ 1,7 %, contre 2 % fin mai (graphique 4, cadre de gauche).

La prime des swaps devient négative

La dernière semaine de juillet, le taux des swaps 10 ans est tombé en deçà du rendement des valeurs du Trésor américain de même échéance, ce qui s'est traduit par une prime négative pour la deuxième fois cette année (graphique 4, cadre du milieu). En principe, les taux des swaps sont plus élevés que les rendements du Trésor car calculés à partir des taux variables sur l'interbancaire, comme le Libor, qui incorporent un risque de crédit. Avant mars 2010, la prime des swaps 10 ans en dollar n'avait jamais été inférieure à zéro, même si celle des swaps 30 ans était passée à des valeurs négatives depuis un certain temps déjà. Ce nouveau phénomène s'explique peut-être par des opérations de couverture liées aux émissions d'obligations d'entreprise américaines, qui ont vivement augmenté en juillet. En raison du bas niveau des taux d'intérêt à long terme, il est, en effet, devenu intéressant, pour les signatures de qualité, d'émettre des obligations 10 ans à taux fixe et de les convertir en taux variable par le biais d'un swap 10 ans. À en croire les commentateurs, il se peut que les banques en particulier se soient empressées d'exploiter cette possibilité.

Le dollar s'affaiblit

Dans les deux mois qui ont suivi la publication, le 9 juin, du rapport de la Réserve fédérale sur les conditions économiques par région aux États-Unis (le Livre beige), lequel faisait état d'une faible croissance, le dollar s'est déprécié à l'égard de toutes les autres grandes monnaies. Il a notamment inscrit un creux de 15 ans à l'égard du yen (graphique 4, cadre de droite). La vive

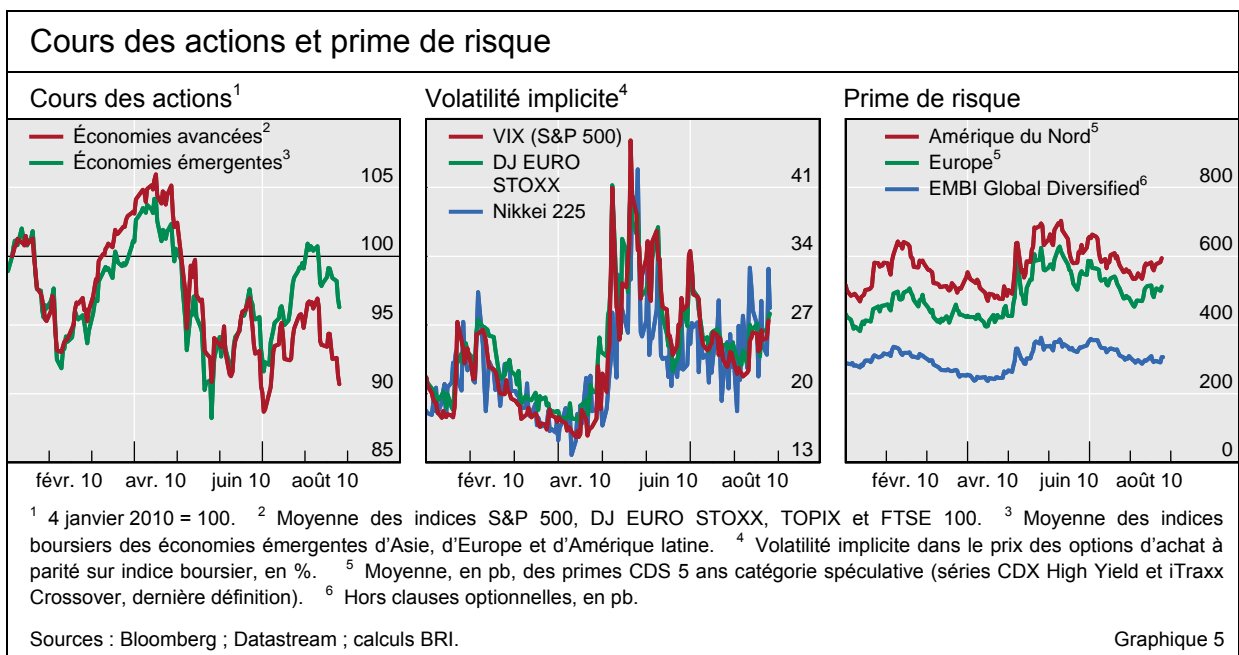


appréciation du yen vis-à-vis du dollar a conduit les autorités japonaises à exprimer leurs préoccupations quant à l'incidence négative que la vigueur de la monnaie pourrait avoir sur les exportations nippones.

Les obligations d'entreprise privilégiées dans un climat de prudence des investisseurs

La montée des préoccupations concernant la croissance a incité les investisseurs à rester prudents. Les cours des actions et des obligations d'entreprise ont néanmoins augmenté en raison de l'amélioration des conditions sur les marchés de la dette souveraine en euro, des annonces de bénéfices pour les entreprises américaines et européennes et d'une clarification des initiatives réglementaires (graphique 5, cadre de gauche). La

Les obligations se comportent mieux que les actions...



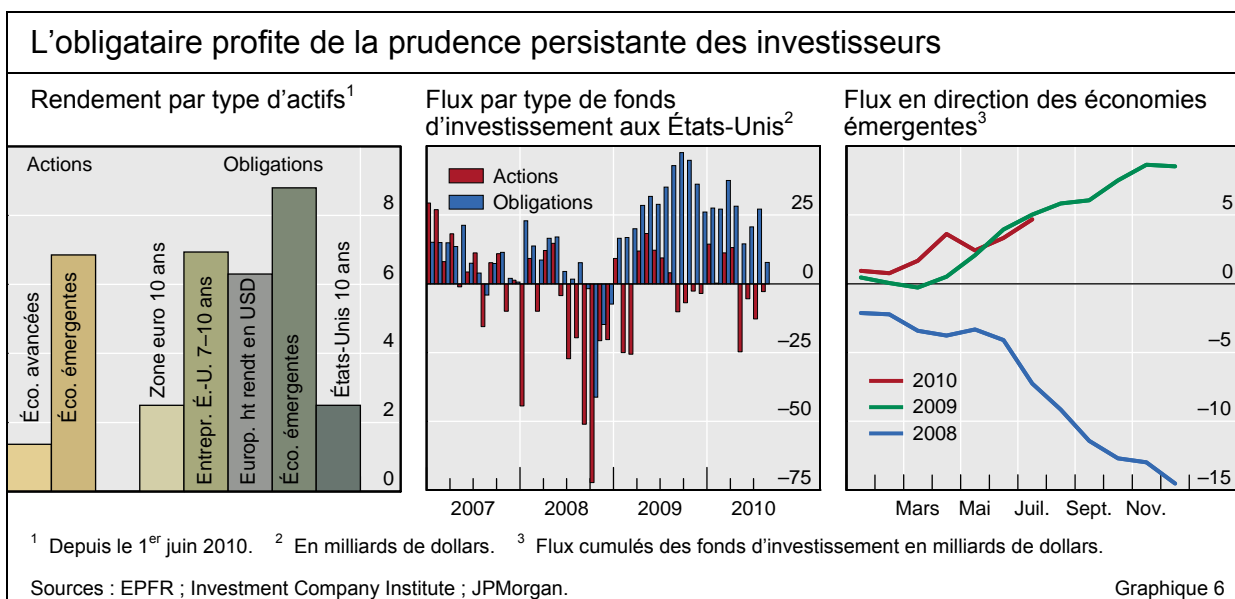
volatilité des actions a, en outre, diminué (graphique 5, cadre du milieu). Cependant, les marchés d'actions d'Amérique du Nord et d'Europe ont peu varié, s'inscrivant même dans certains cas en recul, par rapport à leurs niveaux du début de l'année. En revanche, des gains ont été enregistrés pour certains marchés d'Amérique latine et de lourdes pertes pour les marchés chinois, japonais et australien.

...tandis que les économies émergentes enregistrent des entrées de fonds

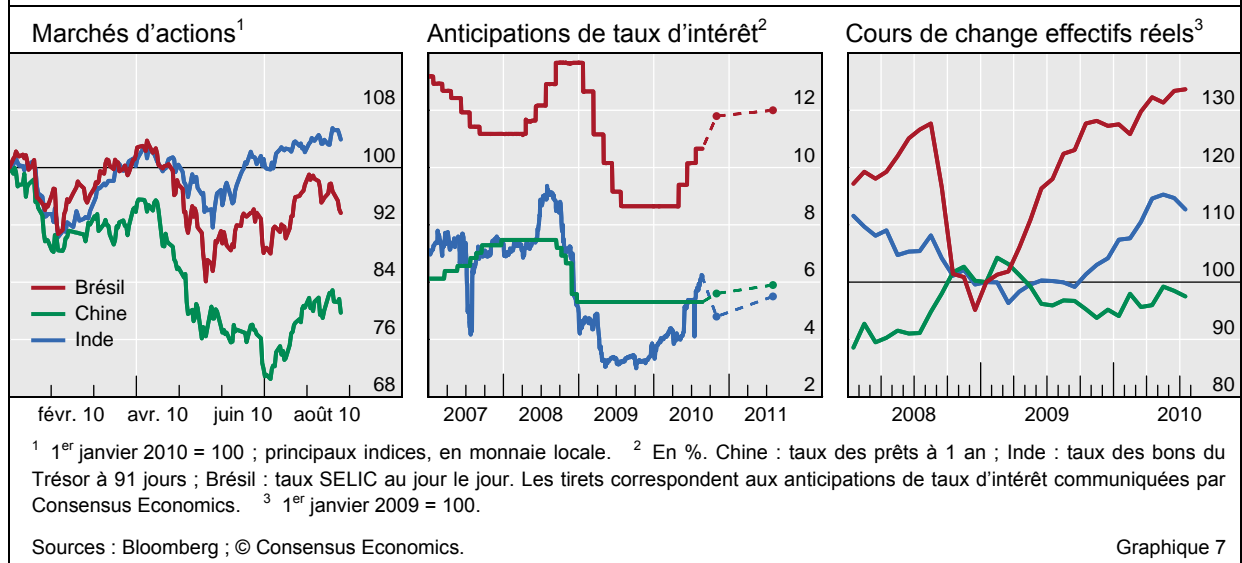
Si les primes de risque sont restées inchangées (graphique 5, cadre de droite), les obligations des sociétés des catégories investissement et spéculative ont généré des rendements élevés en raison de la chute des taux sans risque (graphique 6, cadre de gauche). Les meilleurs résultats des marchés obligataires comparativement aux marchés d'actions ont pu s'observer aussi dans les flux d'investissements mondiaux. Aux États-Unis, entre mai et juillet, d'importantes sorties des fonds en actions ont été compensées par de fortes entrées vers les fonds en obligations (graphique 6, cadre du milieu), lesquelles se sont, de nouveau, intensifiées en juillet.

Normalisation graduelle, mais différenciée, des politiques

Le ralentissement de la croissance dans le monde avancé et la faiblesse des rendements des obligations d'État ont accru l'engouement des investisseurs pour les actifs présentant de meilleures perspectives de rendement dans les principales économies émergentes. Ce regain d'intérêt est manifeste dans les résultats d'enquête et dans les données sur les flux d'investissements. Après avoir enregistré d'importantes sorties en 2008, les fonds en actions et obligations des économies émergentes ont enregistré des entrées massives en 2009 et au premier semestre 2010 (graphique 6, cadre de droite). Depuis début juin, les obligations des économies émergentes comptent parmi les actifs les plus performants (graphique 6, cadre de gauche). Après s'être repliés pendant la crise de la dette souveraine en euro sous l'effet de l'accroissement de la volatilité et de l'aversion à l'égard du risque, les marchés obligataires et boursiers du Brésil, de la Chine et de l'Inde ainsi que de l'Asie du Sud-Est ont



Évolution des marchés au Brésil, en Chine et en Inde



fait un bond de 10 %, voire davantage (graphique 7, cadre de gauche). Les primes CDS sur la dette souveraine de ces pays ont diminué et les monnaies nationales se sont appréciées (graphique 7, cadre de droite).

Cette évolution est le reflet des anticipations des investisseurs sur la poursuite de la forte expansion dans les principales économies émergentes malgré le resserrement des politiques nationales et le ralentissement de l'activité dans le monde avancé. Dans les économies en croissance rapide, les banques centrales ont tenté de modérer les tensions inflationnistes et le renchérissement des actifs en relevant les taux directeurs, en favorisant une appréciation du change et en prenant des mesures macroprudentielles (graphique 7, cadre du milieu). Selon les prévisions consensuelles d'inflation, qui ont commencé à s'infléchir en juillet, les intervenants considéraient que le resserrement portait ses fruits.

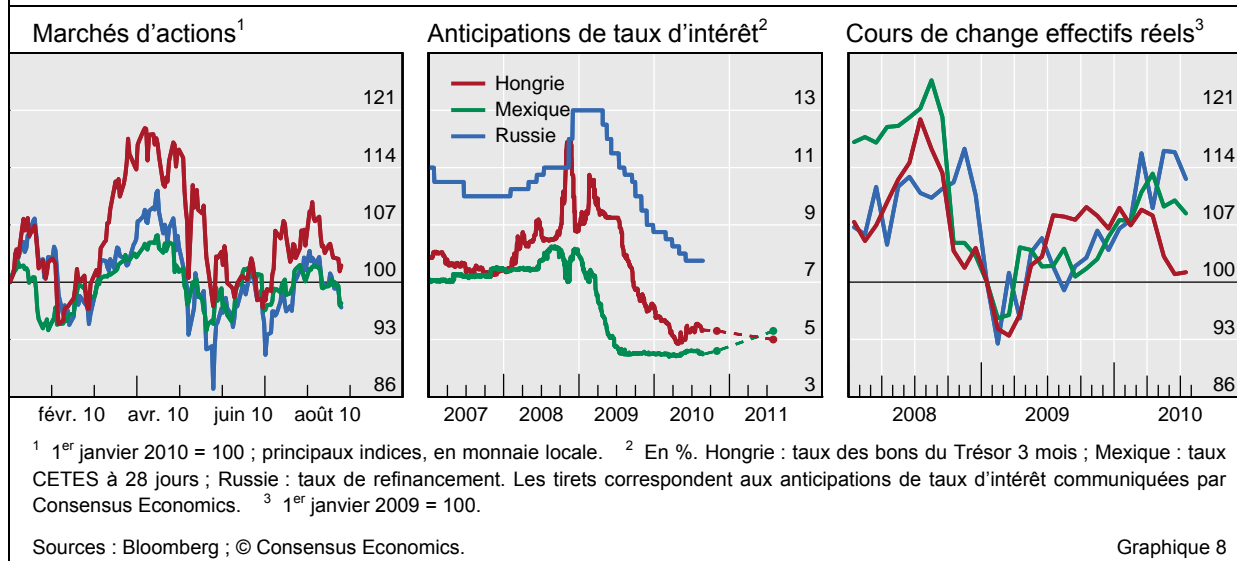
La Chine, par exemple, a pris des mesures pour modérer l'expansion du crédit et normaliser d'autres volets de sa politique économique sur la période. Le 19 juin, la Banque populaire de Chine a annoncé qu'elle poursuivrait sa réforme du régime de change du renminbi et qu'elle favoriserait une plus grande flexibilité du change. Cette déclaration a été considérée par les investisseurs comme marquant la fin de l'ancrage non officiel de la monnaie chinoise au dollar, décidé en réponse à la crise. La banque centrale a fixé le cours au comptant journalier au même niveau qu'avant l'annonce, indiquant qu'il n'y aurait pas de réévaluation importante du renminbi. La réaction initiale sur le marché des contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards* – NDF) a été notable, les contrats NDF 1 mois suggérant une appréciation de 6,7 % à l'égard du dollar et les contrats 1 an, une hausse de 2,7 %. Malgré les anticipations initiales du marché, à fin août, le renminbi s'était apprécié de moins de 0,5 % par rapport au dollar.

Si plusieurs économies émergentes, bénéficiant d'une forte croissance, ont engagé un resserrement, quelques-unes, dans chaque région, ont connu un ralentissement de la croissance et un assouplissement des conditions

Les économies en croissance rapide procèdent à un resserrement...

...tandis que d'autres abaissent les taux

Situation des marchés en Hongrie, au Mexique et en Russie



monétaires. Les taux directeurs ont été abaissés dans les pays suivants : Mexique et Colombie en Amérique latine ; Russie, République tchèque et Hongrie en Europe centrale et orientale ; et Afrique du Sud. Chacune de ces économies est confrontée à des défis spécifiques, certains d'origine intérieure, d'autres d'origine extérieure. Ainsi, les marchés d'actions en Hongrie, au Mexique et en Russie ont été volatils, augmentant en juin et juillet, puis diminuant fin juillet et la première quinzaine d'août (graphique 8, cadre de gauche) au moment où les banques centrales abaissaient leurs taux directeurs (graphique 8, cadre du milieu). Les anticipations de ralentissement de la croissance et de baisse des taux d'intérêt ont contribué à une dépréciation des monnaies correspondantes (graphique 8, cadre de droite).

En Hongrie, les propos et les actions du nouveau gouvernement ont alimenté la volatilité des actions et du change. Début juin, un responsable du gouvernement a déclaré qu'un défaut de la Hongrie ne saurait être exclu, ce qui a provoqué une chute du forint et une montée des rendements des obligations d'État. Ajoutant aux craintes des investisseurs, le gouvernement hongrois a, en juillet, brusquement mis un terme aux pourparlers avec le FMI sur les modalités d'un prêt conjoint du FMI et de l'UE d'un montant de 4,4 milliards d'euros.

Les tests de résistance des banques de l'Union européenne : un bon exercice de transparence

Michael Davies et Michael R. King

Pilotés par le Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS), en coopération avec la BCE, la Commission européenne et les autorités de contrôle nationales, les tests de résistance appliqués aux systèmes bancaires de l'Union européenne visaient à évaluer leur robustesse face à divers chocs économiques et financiers. Quatre-vingt-onze banques de 20 États membres s'y sont soumises ; elles représentaient quelque 65 % des actifs bancaires de l'UE et au moins 50 % des actifs bancaires de chaque pays concerné. La plus forte participation a été celle de l'Espagne, avec 27 banques, qui totalisaient près de 100 % des actifs bancaires du pays. Les résultats agrégés au niveau de l'UE et détaillés par groupe bancaire ont été publiés le vendredi 23 juillet, après la clôture des marchés en Europe. Le même jour, l'autorité de contrôle des banques suisses, FINMA, a annoncé que les deux grandes banques du pays avaient passé avec succès leurs tests de résistance.

L'objet des tests était de déterminer la robustesse des banques face à trois scénarios macroéconomiques, sur une période de deux ans se terminant en décembre 2011 : 1) un scénario macroéconomique central reflétant les perspectives économiques de l'UE (hypothèse de croissance du PIB de 1 % en 2010 et de 1,7 % en 2011) ; 2) un scénario défavorable (avec un PIB dans l'UE qui serait inférieur de 3 % aux prévisions sur la période de deux ans) ; 3) un même scénario défavorable aggravé d'un choc sur dette souveraine modélisé sous forme d'un relèvement de la courbe des rendements d'État dans tous les pays de l'UE, augmenté d'un facteur spécifique à chaque pays, sur les titres d'État à long terme. Dans chaque scénario, les autorités ont élaboré un ensemble commun de variables macroéconomiques pour les divers pays membres, les États-Unis et le reste du monde. Pour satisfaire aux tests, les banques devaient, dans chacun des scénarios, afficher un ratio de fonds propres de base (*Tier 1*) d'au moins 6 % (le minimum réglementaire est de 4 %).

La plupart des établissements ont facilement réussi ces tests. Dans le scénario le plus sévère, pour l'ensemble des banques de l'UE, le ratio de fonds propres de base passait de 10,3 % à fin 2009 à 9,2 % à fin 2011 ; les pertes sur prêts atteignaient €473 milliards ; les pertes sur portefeuille de négociation se chiffraient à €26 milliards ; les pertes supplémentaires dues à un choc sur dette souveraine étaient de €67 milliards. Les produits d'exploitation attendus sur ces deux années couvraient presque exactement ces pertes.

Sept banques ne seraient pas capables de préserver un ratio de fonds propres de base de 6 %, tandis que vingt autres présenteraient des ratios compris entre 6 % et 7 %. Les sept établissements défaillants devraient se recapitaliser, pour un montant global de €3,5 milliards. Il s'agit de 5 caisses d'épargne espagnoles (qui devraient lever €1,8 milliard), d'un institut de crédit immobilier allemand (Hypo Real Estate, €1,2 milliard) et d'une caisse de crédit agricole grecque (€0,2 milliard). Les autorités coopèrent avec ces établissements pour les amener à relever leur ratio de fonds propres ou pour les restructurer. Des lignes de soutien avaient déjà été mises en place, dans certains pays, avant la publication des résultats, et, dans d'autres, les autorités ont annoncé que des fonds publics étaient disponibles, si nécessaire.

Ces tests ont été critiqués par certains comme n'étant pas assez stricts. Ils n'envisageraient pas le défaut d'un emprunteur souverain de la zone euro, et donc n'intégreraient pas de pressions sur la cotation des obligations d'État, qui constituent la grande majorité des actifs des banques. En outre, le ratio de référence serait l'actuel ratio de fonds propres de base, pas le ratio du « noyau dur » (*core Tier 1*), plus exigeant – même si la différence n'est importante que pour quelques pays. Malgré ces critiques, le marché a salué l'exercice de transparence qu'ont constitué ces tests, et notamment la communication de données harmonisées sur les avoirs de chaque banque en obligations émises par les emprunteurs souverains de l'UE.

Dans les semaines qui ont précédé la publication des résultats – peut-être en anticipation de chiffres favorables –, les actions du secteur bancaire ont enregistré des performances boursières supérieures à l'indice large, et les primes CDS des banques se sont contractées. Immédiatement

après la publication, les marchés ont réagi de manière positive, avec, dès le premier jour de négoce suivant, une hausse de 2 % des actions et une baisse de 10–15 pb des primes CDS des banques. Ces deux mouvements se sont poursuivis les semaines suivantes, mais il est difficile de distinguer les effets des tests et ceux de l'adoption, par le Comité de Bâle, de la réforme des dispositions prudentielles relatives aux fonds propres et à la liquidité. De surcroît, plusieurs banques ont publié des résultats bénéficiaires pendant cette période. Il apparaît, en outre, que l'accès des grandes banques de l'UE aux financements de marché s'est amélioré. Ceci semble confirmé par le fait que les établissements européens, notamment les grands groupes espagnols, ont accru leurs émissions obligataires. Des informations de marché font cependant état de conditions de financement encore difficiles pour les banques de taille petite et moyenne.