

La crise souveraine dans la zone euro conditionne les marchés financiers¹

Entre début septembre et début décembre, les annonces concernant la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont conditionné l'évolution des marchés financiers mondiaux. Dans un contexte de baisse des notations et d'incertitude politique, les intervenants ont exigé des rendements plus élevés sur la dette souveraine de l'Italie et de l'Espagne. Parallèlement, les difficultés rencontrées par la Grèce et le Portugal pour atteindre les objectifs budgétaires dans un environnement récessionniste ont pesé sur les cours des obligations de ces deux États.

Les conditions se sont un peu stabilisées en octobre, du fait de l'optimisme croissant suscité par la perspective que le sommet de l'UE prévu en fin de mois proposerait un train de mesures visant à surmonter la crise. Pourtant, en novembre, les investisseurs commençant à douter de l'efficacité de certaines de ces mesures, les rendements des obligations d'État ont augmenté dans l'ensemble de la zone euro, y compris pour les signatures de qualité.

Dans le même temps, les établissements financiers directement exposés aux signatures souveraines de la zone euro se sont trouvés confrontés à une détérioration à la fois de leur accès au financement et de son coût. Les banques concernées ont pris des mesures pour réduire encore l'effet de levier en procédant à des ventes d'actifs et à un resserrement des conditions de crédit. En outre, les établissements financiers, pour prévenir une hausse de la volatilité de leurs portefeuilles, ont procédé à des ventes ciblées d'actifs. Il s'agissait, notamment, de titres des économies émergentes, dont les cours ont chuté en septembre et baissé encore en novembre, tandis que les valeurs refuges s'appréciaient, sous l'effet du basculement correspondant vers les titres de qualité.

¹ La présente analyse couvre la période jusqu'au 1^{er} décembre 2011. Les questions portant sur le texte peuvent être adressées à nick.vause@bis.org ou goetz.vonpeter@bis.org et celles sur les données et les graphiques à magdalena.erdem@bis.org ou garry.tang@bis.org.

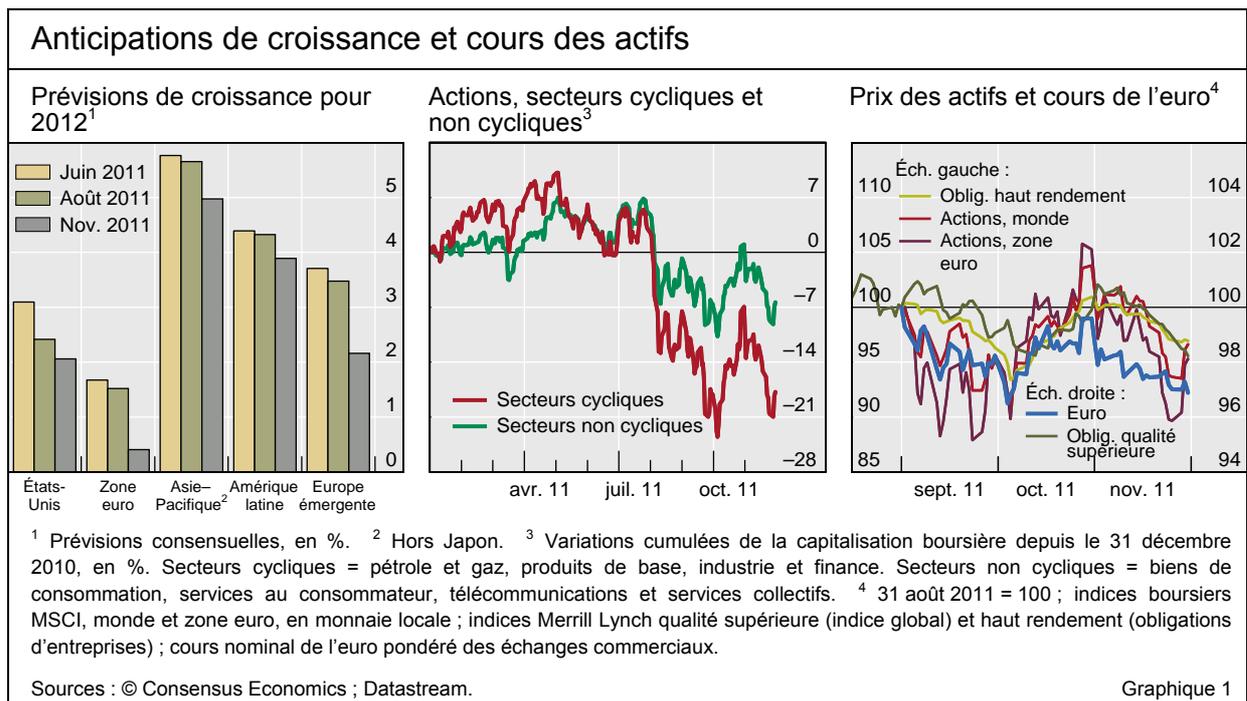
Les perspectives de croissance mondiale ont continué de se dégrader

Outre les développements sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, les anticipations de croissance économique mondiale ont été revues à la baisse, ce qui a pesé sur les prix des actifs sensibles à la conjoncture en septembre. La révision des anticipations tenait à une détérioration des perspectives pour la zone euro et, dans une moindre mesure, les économies émergentes (graphique 1, cadre de gauche) et faisait suite à une série de corrections à la baisse, en août, en réaction à une détérioration des perspectives pour les États-Unis. En octobre, de nombreux prévisionnistes anticipaient, pour la zone euro, une contraction au dernier trimestre 2011 et dans les premiers mois de 2012, mais une modeste croissance sur l'ensemble de l'année 2012. S'agissant des économies émergentes, les analystes ont corrigé à la baisse les prévisions de croissance pour la région Europe, anticipant un vif ralentissement du crédit, de même que pour la région Asie-Pacifique, du fait d'une vive décélération de l'expansion des exportations, surtout en Chine, et d'inondations dévastatrices en Thaïlande. Les actifs sensibles à la conjoncture se sont donc dépréciés en septembre, notamment les métaux industriels et l'énergie ainsi que les actions, et ce surtout dans les secteurs cycliques (graphique 1, cadre du milieu).

Les prix des actifs sensibles à la conjoncture baissent en septembre...

Face à cette nouvelle dégradation des perspectives de croissance mondiale, les autorités monétaires ont eu à nouveau recours à la stimulation monétaire, qui a un peu dynamisé les prix des actifs sensibles à la conjoncture à partir de fin septembre. Le 21 septembre, la Réserve fédérale a annoncé son intention d'acheter un montant supplémentaire de \$400 milliards de titres du Trésor américain d'une durée résiduelle de plus de six ans et de vendre un montant identique de valeurs du Trésor américain d'une durée résiduelle inférieure à trois ans (voir aussi l'étude « *The impact of recent central bank*

...mais sont ensuite un peu dynamisés par la stimulation monétaire



asset purchase programmes »). L'écart entre les rendements du Trésor américain à 10 et 2 ans a diminué de 10 pb le jour de l'annonce, essentiellement en raison d'un repli du rendement à plus long terme. Le 6 octobre, la Banque d'Angleterre a accru, de £75 milliards, le montant de son programme d'achat d'actifs, essentiellement d'obligations d'État, ce qui était un peu plus tôt et plus important que nombre d'intervenants l'avaient anticipé. La livre sterling s'est dépréciée de 0,7 % en termes pondérés des échanges le jour de l'annonce, tandis que les rendements des obligations d'État sont restés quasi inchangés. La Banque du Japon a, de même, ajouté ¥5 000 milliards d'obligations d'État japonaises à son programme d'achat d'actifs le 27 octobre. Le 1^{er} novembre, la Banque de Réserve d'Australie a annoncé qu'elle réduisait son principal taux directeur de 25 pb, suivie par la Banque centrale européenne (BCE) deux jours plus tard. Un nouvel abaissement d'au moins 25 pb du taux directeur de la BCE avant la fin de l'année était déjà intégré dans les contrats à terme. Les banques centrales du Brésil, de l'Indonésie et d'Israël ont réduit, elles aussi, leurs taux.

Dans le courant du mois de novembre, un comité du Congrès américain chargé de négocier des coupes budgétaires n'est pas parvenu à un accord sur un plan de réduction du déficit budgétaire sur dix ans, ce qui a alimenté les craintes pour la croissance à court terme. Faute d'un tel accord, des coupes automatiques de \$1 200 milliards entreront en vigueur à partir de 2013. En outre, l'orientation de la politique budgétaire pour 2012 reste incertaine, le comité n'étant pas parvenu à déterminer si l'allègement temporaire de la fiscalité sur le revenu et l'augmentation des indemnités de chômage seraient prolongés au-delà de la fin de l'année. Pour l'heure, le gouvernement américain prévoit un retrait de stimulation budgétaire à hauteur de plus de 2 % du PIB en 2012 et 2013. Le S&P 500 a perdu près de 2 % le 21 novembre, date-limite des négociations du comité.

Zone euro : la crise souveraine entre dans une phase décisive

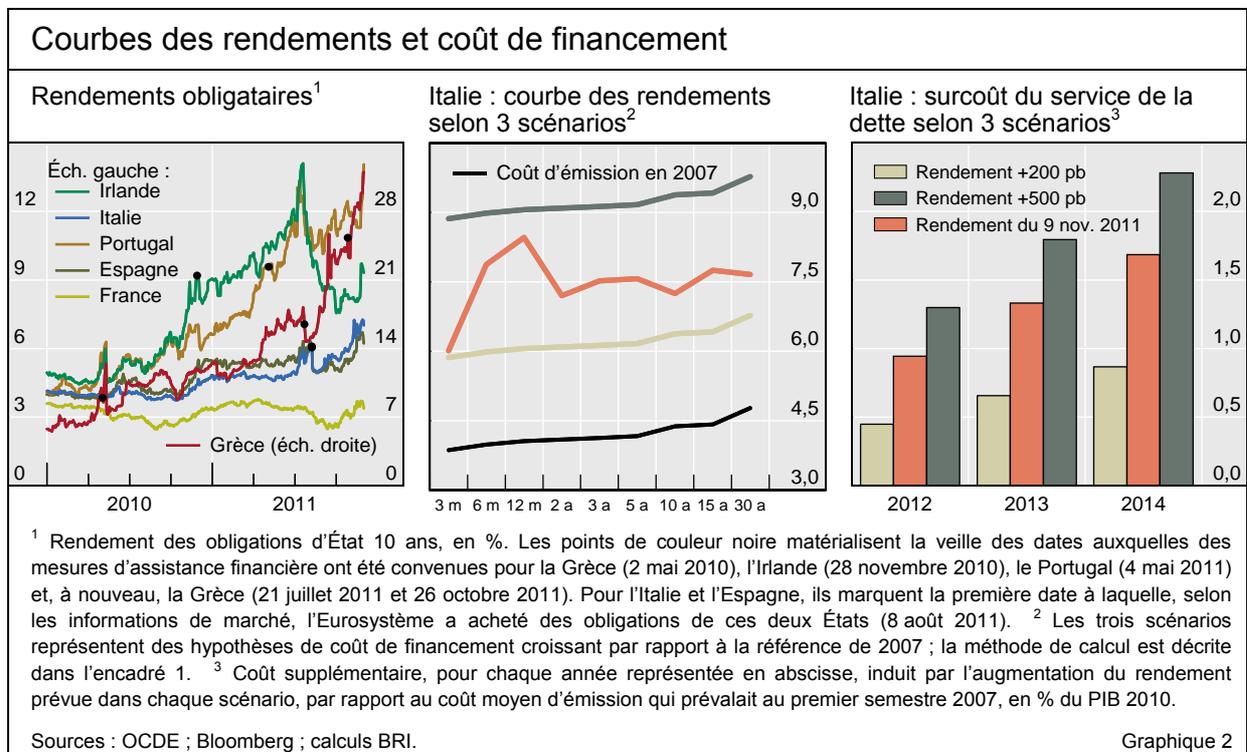
À partir de septembre, les craintes d'une détérioration des perspectives de croissance ont fait place à des préoccupations grandissantes quant à la tenabilité du niveau d'endettement dans la zone euro comme principale cause de la dépréciation des actifs. D'ailleurs, les prix du marché ont suivi étroitement la valeur de l'euro, en raison du rôle central des développements dans la zone euro pendant toute cette période (graphique 1, cadre de droite).

Les marchés sont passés par trois phases distinctes en trois mois. En septembre, les bourses européennes se sont moins bien comportées que celles des autres économies développées, du fait des craintes d'une nouvelle récession et de la possibilité d'une défaillance incontrôlée. Elles se sont redressées en octobre, les intervenants étant de plus en plus confiants que les politiques finiraient par se mobiliser pour soutenir un train de mesures anti-crise. Tous les marchés se sont orientés en hausse le lendemain du sommet de la zone euro, tenu le 26 octobre. La troisième phase, qui a débuté le 1^{er} novembre, a été marquée par une période de grande instabilité attribuable à une série d'annonces politiques entourant la proposition d'un

référendum grec et les crises gouvernementales en Grèce et en Italie. Les marchés ne sont pas parvenus à se reprendre alors même que des gouvernements favorables aux réformes sont arrivés au pouvoir dans les deux pays. De fait, les marchés obligataires ont connu des vagues d'intenses pressions à la vente, de plus en plus généralisées, de sorte que la volatilité est restée élevée sur les marchés d'obligations et d'actions. Vers la fin novembre, une reprise commençait à se dessiner sur ces deux marchés.

Pendant toute cette période, une série d'indicateurs économiques médiocres et l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics ont pesé sur les obligations des émetteurs souverains lourdement endettés de la zone euro. Les rendements des obligations d'État grecques et portugaises ont encore augmenté, en raison des difficultés rencontrées pour atteindre les objectifs budgétaires, les deux économies étant enlisées dans la récession. La croissance des exportations en Irlande, en revanche, a ramené les rendements et les primes CDS aux niveaux enregistrés avant le recours, en novembre 2010, au financement multilatéral (graphique 2, cadre de gauche). Dans un contexte de baisse des notations et d'incertitude politique, les intervenants ont exigé des rendements plus élevés sur la dette publique de l'Espagne et de l'Italie. Même les signatures bien notées, dont la France, ont vu leurs rendements augmenter. La montée des préoccupations quant à la qualité de crédit de l'Italie a fini par faire grimper les primes CDS 2 ans au-dessus des primes 10 ans, les opérateurs misant sur un événement de crédit à court terme².

La montée des pressions sur les marchés...



² Parmi les événements de crédit afférents aux titres souverains figurent le défaut de paiement, la répudiation ou les moratoires ou encore la restructuration (sous forme d'une réduction des

Mesures convenues au sommet de la zone euro du 26 octobre	
Objectif	Mesures
Réduire le poids de la dette grecque	Mise en place d'un échange volontaire d'obligations avec une décote nominale de 50 % sur la valeur notionnelle de la dette grecque détenue par les investisseurs privés, visant à ramener le ratio dette/PIB à 120 % d'ici 2020. Les États membres de la zone euro y contribueront à hauteur de €30 milliards et pourront, le cas échéant, fournir un financement supplémentaire pour un montant allant jusqu'à €100 milliards.
Garantir des ressources pour les émetteurs souverains	Il est prévu que le FESF assure la protection partielle contre le risque des nouvelles émissions de titres de dette publique couvrant 20 à 30 % des pertes. Sa capacité à acheter des titres de dette sera démultipliée par un effet de levier au-delà de €440 milliards grâce à des capitaux de sources privée et publique levés par cofinancement.
Rétablir la confiance dans le secteur bancaire	Il est prévu de mettre en place un mécanisme de garantie publique de la dette bancaire et d'exiger de 70 banques de l'UE i) qu'elles constituent un volant de fonds propres temporaire en regard de leurs expositions souveraines évaluées au prix du marché et ii) qu'elles atteignent un ratio du noyau dur (<i>core Tier 1</i>) de 9 % d'ici juin 2012. Selon les estimations préliminaires, l'insuffisance de fonds propres cumulés serait de €106 milliards.
Sources : Union européenne ; Autorité bancaire européenne.	
Tableau 1	

...débouche sur un ensemble de mesure

L'accumulation de tensions sur les marchés obligataires et les difficultés de financement des banques ont contraint les autorités à prendre un ensemble de mesures destinées à rétablir la confiance. Le 26 octobre 2011, les chefs d'État de la zone euro ont adopté une approche en trois volets associant un allègement de la dette pour la Grèce, le renforcement du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et la recapitalisation des banques (tableau 1)³. L'annonce du sommet a permis aux marchés financiers mondiaux de bien se ressaisir, le sentiment étant que certains risques avaient été éliminés. Tandis que les marchés des actions et de la dette se redressaient, les effets produits sur l'obligataire ont été plus modérés, les analystes estimant que les fonds visant à renforcer le bilan du FESF devraient provenir de ce marché. Les valeurs bancaires mondiales et les obligations grecques se sont d'abord reprises, la dépréciation envisagée de 50 % étant inférieure au niveau indiqué par les cours des obligations et les propositions diffusées. Les primes CDS ont chuté initialement car, de l'avis général, les clauses contractuelles ne se déclencheraient pas dans le cadre d'une restructuration volontaire de la dette.

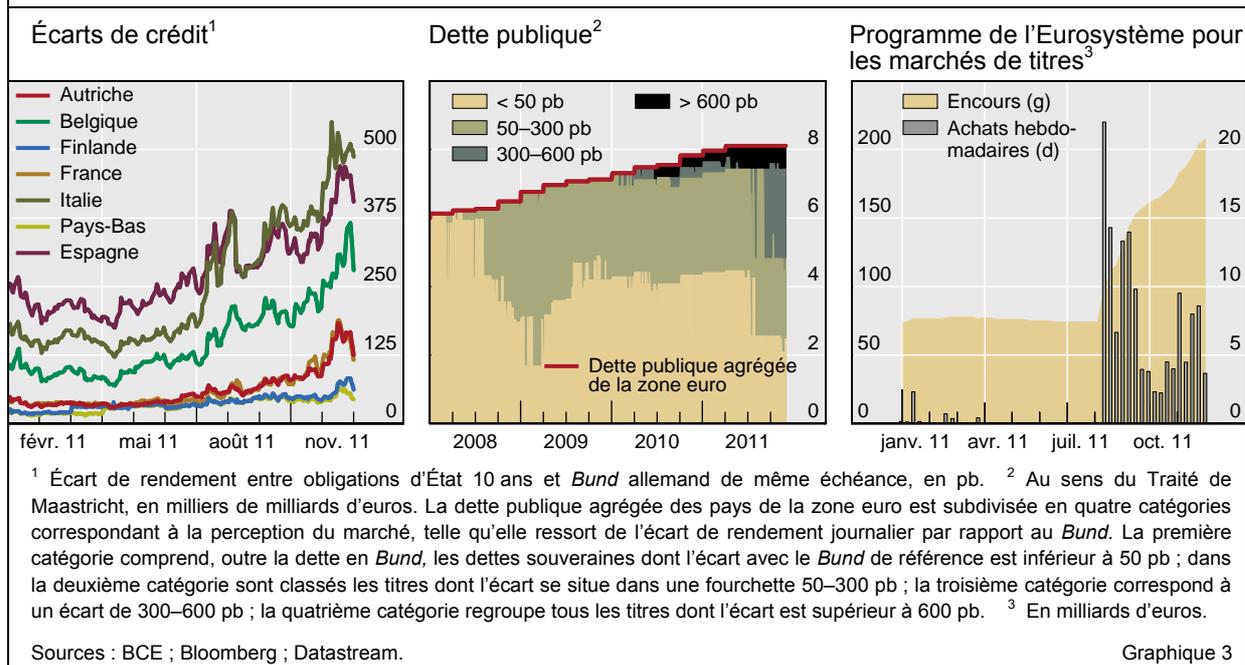
La résurgence des tensions sur l'obligataire se fait d'abord sentir en Italie...

La reprise a toutefois été de courte durée. Même avant l'annonce surprise d'un référendum grec, qui a conduit les marchés à s'interroger sur les issues possibles le 1^{er} novembre, les intervenants nourrissaient certains doutes quant à la façon dont ces mesures seraient mises en œuvre. Bien que le référendum ait été annulé trois jours plus tard, l'incertitude politique a continué de déstabiliser les marchés. Le 9 novembre, des mouvements intrajournaliers spectaculaires sur les rendements des obligations italiennes ont pris les intervenants par surprise. Suite à la décision d'une chambre de compensation

paiements d'intérêts ou de principal, d'un différé de paiement, d'une subordination ou d'un changement de l'unité monétaire).

³ Un deuxième sommet européen a eu lieu les 8 et 9 décembre, après la publication du présent article.

Marchés de la dette : raréfaction des signatures estimées fiables



située au Royaume-Uni de relever les exigences en matière de dépôts de garantie, les obligations italiennes 10 ans ont perdu 5 % de leur valeur, les rendements augmentant fortement jusqu'à dépasser le *Bund* allemand de 576 pb.

Cet épisode a nourri les craintes de voir une longue période de turbulences se solder par une crise de financement autoalimentée sur le troisième marché obligataire du monde⁴. Pourtant, de simples simulations (encadré 1) du coût du service de la dette italienne dans différents scénarios de courbe (graphique 2, cadre du milieu) montrent que l'Italie devrait être en mesure de faire face à des rendements élevés un certain temps encore, à condition de conserver l'accès au marché. Compte tenu de la durée résiduelle moyenne relativement longue de la dette publique italienne (7 ans), des rendements élevés mettraient un certain temps à alourdir sensiblement le coût du service de la dette. Si la courbe des rendements observée le 9 novembre persistait toute l'année 2012, le coût annuel supplémentaire se chiffrerait à 0,95 % du PIB de 2010 (graphique 2, cadre de droite). Il faudrait que le scénario le plus dur envisagé ici persiste trois ans avant que les coûts annuels dépassent 2 % du PIB.

Les tensions sur l'obligataire se sont encore accrues, même après que les nouveaux gouvernements grec et italien aient pris leurs fonctions pour mettre en œuvre les réformes. Le creusement des écarts de crédit s'est accéléré un peu partout (graphique 3, cadre de gauche), de sorte que les coûts de financement de certains émetteurs souverains sont revenus aux niveaux antérieurs au passage à l'euro. L'Espagne a émis des obligations 10 ans à un

...mais gagne ensuite les grandes signatures souveraines

⁴ Avec un encours de dette de €1 900 milliards et un volume de titres négociables de €1 600 milliards, le marché des obligations d'État italiennes se situe à la troisième place mondiale en termes de volume, derrière le Japon et les États-Unis.

peu moins de 7 % le 17 novembre ; 12 jours plus tard, l'Italie en faisait autant à 7,56 %. L'Eurosystème a continué d'acheter des quantités limitées d'obligations d'État dans le cadre de son programme d'achat de titres, portant son portefeuille à €207 milliards le 1^{er} décembre (graphique 3, cadre de droite). Au cours de séances particulièrement volatiles en novembre, la poussée des rendements aurait été interrompue uniquement par les achats officiels. L'Eurosystème a cependant résisté à la montée des pressions internationales qui l'incitaient à procéder à des achats de grande envergure.

Par vagues de ventes successives, les investisseurs ont tenté de se défaire d'obligations souveraines jusque-là considérées sûres. L'écart de rendement entre les obligations autrichiennes et françaises avoisinait 200 pb, et même les rendements néerlandais et finnois se détachaient de ceux du *Bund* allemand (graphique 3, cadre de gauche). Les pressions à la vente se généralisant, seul le *Bund* demeurait le seul titre noté triple A considéré comme véritablement sûr dans la zone euro (graphique 3, cadre du milieu). L'univers des titres de qualité a ainsi paru se réduire au moment où la demande de valeurs refuges augmentait, suscitant une fuite vers la qualité hors de la zone euro (graphique 8). Même l'adjudication du *Bund* allemand, le 23 novembre, n'a rencontré que peu de succès, ne levant que 65 % du montant espéré. Si les marchés se sont apaisés fin novembre, les perturbations sur certains des principaux marchés obligataires de la zone euro ont déstabilisé les intervenants et ont pu avoir des conséquences préjudiciables sur la base des investisseurs, étant donné que les investisseurs à long terme, comme les entreprises d'assurance et les fonds de pension, recourent aux marchés de la dette souveraine aux fins de la préservation de leur capital.

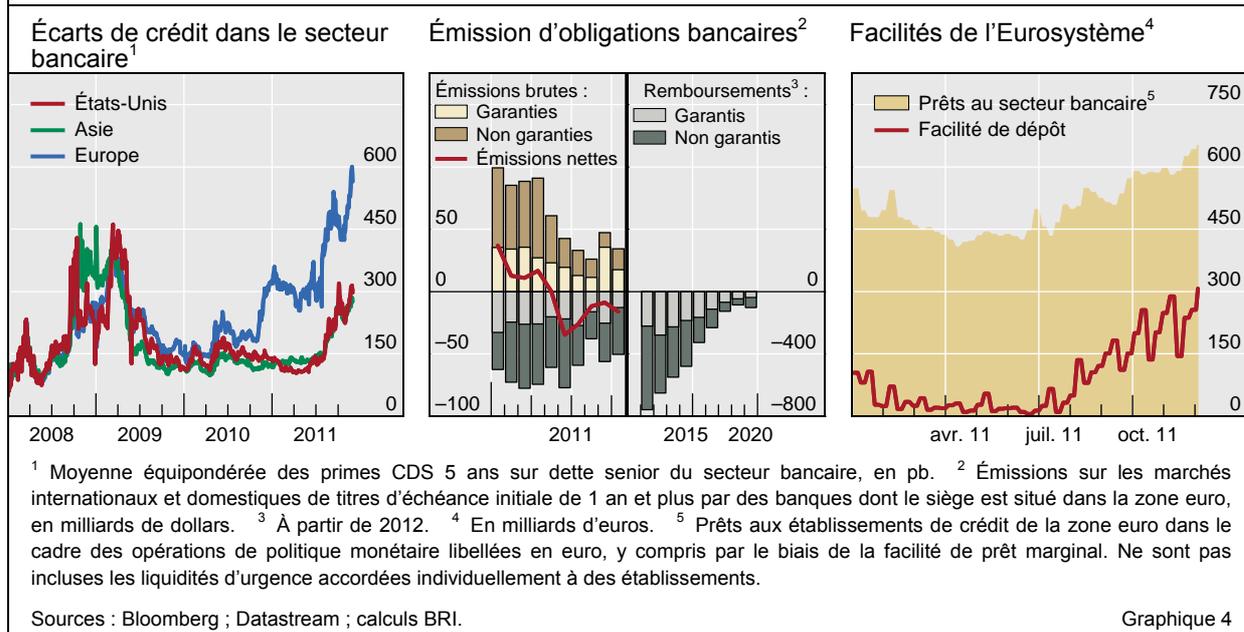
Le financement et la solvabilité des banques focalisent l'attention

L'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro est allée de pair avec une fragilisation du secteur bancaire. S'il est vrai que les difficultés de financement des banques s'étaient manifestées tout au long de l'année, l'attention des autorités et des intervenants a, de plus en plus, porté sur la question de la solvabilité des banques, suite au sauvetage de Dexia, banque franco-belge spécialisée dans le financement public, et à la défaillance du courtier négociant américain MF Global. Les deux établissements n'ont plus trouvé à se financer, les prêteurs doutant de plus en plus de leur solvabilité en raison d'importantes expositions à la dette publique dans la zone euro.

Les agences de notation ont déclassé la note d'un grand nombre de banques européennes. Certains déclassés étaient motivés par une hausse du risque souverain, d'autres par des doutes grandissants quant au soutien de l'État (encadré 2). Plusieurs banques françaises ont également été déclassées car dépendant toujours d'un financement de gros devenu instable. Les primes de risque moyennes sur les banques européennes se sont encore éloignées de celles de leurs contreparties asiatiques et américaines (graphique 4, cadre de gauche), dépassant les niveaux observés suite à la faillite de Lehman Brothers en 2008.

Des vagues de déclassés bancaires...

Les banques de la zone euro soumises à rude épreuve



Les déclassements opérés dans un environnement volatil ont à leur tour aggravé les problèmes de financement des banques européennes. Les établissements d'Europe méridionale, à l'exception de quelques acteurs mondiaux, ont très vite perdu l'accès au marché, et certaines banques françaises ont fait l'objet d'une surveillance sans précédent. Les émissions nettes d'obligations des banques de la zone euro sont restées négatives depuis le milieu de l'année (graphique 4, cadre du milieu ; voir aussi le graphique 3 du chapitre « Principales tendances des statistiques internationales BRI »). Les banques ont émis des obligations sécurisées mais le segment de la dette à moyen terme non assortie de sûretés est bel et bien demeuré fermé. Dans le même temps, les fonds de placement monétaires américains ont continué de se désengager du marché du financement des banques européennes (-42 % depuis fin mai) pour éviter une exposition indirecte au risque souverain. En novembre, le coût du swap cambiste dollars contre euros a atteint son plus haut niveau depuis décembre 2008. Les difficultés de refinancement pourraient bien persister, sachant qu'un montant de près de \$2 000 milliards de dette bancaire sera exigible fin 2014. Ce montant est constitué, à quelque 13 %, de titres bénéficiant d'une garantie d'État émis essentiellement en 2009 et assortis de durées qu'il pourra être difficile de renouveler à des conditions acceptables.

La persistance des difficultés de financement des banques sur fond de tensions sur les marchés de la dette souveraine a focalisé l'attention sur l'Eurosystème. Les banques centrales de la zone euro ont continué de procéder à des injections massives de liquidité dans le système financier. Comme les banques hésitaient de plus en plus à se prêter entre elles, une partie du marché interbancaire a, de fait, été transférée au bilan de l'Eurosystème. L'utilisation de sa facilité de dépôt a atteint près de €300 milliards, le 7 novembre, tandis que le volume de prêts aux banques

...accentuent les difficultés de financement des banques...

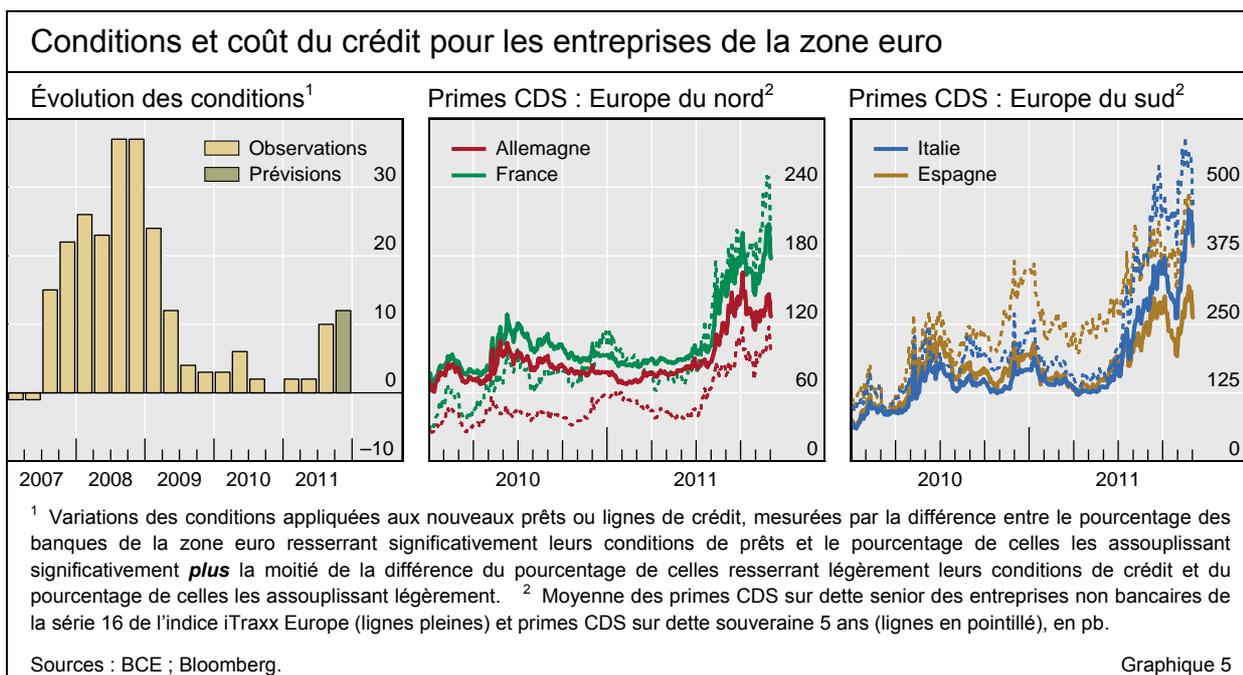
...incitant l'Eurosystème à fournir un nouveau soutien de liquidité

atteignait le double (graphique 4, cadre de droite). Plus de la moitié des prêts de l'Eurosystème est allée aux banques sises en France, en Irlande et en Italie. Les banques françaises ont emprunté €141 milliards, compensant en partie la baisse du financement sur le marché de gros. Le montant des fonds obtenus par les banques italiennes a atteint €111 milliards fin octobre, portant leur dépendance à l'égard du financement de la BCE à 2,8 % de leur bilan cumulé. D'autres mesures ont été prises pour atténuer les difficultés de financement : un soutien de liquidité d'urgence, la réintroduction d'opérations de refinancement à un an et un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées de €40 milliards.

Une action coordonnée des banques centrales visant à fournir des liquidités internationales a contribué à une reprise des marchés le 30 novembre. La Réserve fédérale et la BCE, en concertation avec les banques centrales du Canada, du Japon, de la Suisse et du Royaume-Uni, sont convenues de réduire de moitié le coût des accords de swap en dollar pour le ramener à 50 pb sur les swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS, *overnight index swaps*) et d'établir des lignes de swaps d'urgence dans leurs monnaies respectives. Les intervenants se sont félicités d'une telle action concertée. Les principaux indices boursiers ont gagné 3 à 4 % en séance, et les rendements des obligations de la zone euro et les primes CDS sur les émetteurs souverains ont beaucoup diminué. Les primes des swaps cambistes au-delà de 50 pb ont immédiatement baissé. En particulier, la prime versée par les établissements financiers pour échanger des euros contre des dollars est revenue de 151 à 119 pb.

Les divers soutiens de liquidité ont permis de gagner du temps sans pour autant résoudre la question du financement à moyen terme des banques, vraie priorité du moment par rapport à l'objectif recherché, lequel est de renforcer la solidité du secteur bancaire. Même s'il est probable que les mécanismes de garantie publique pour les nouvelles émissions de dette bancaire n'auront

Mises sous pression, les banques procèdent à des ventes d'actifs



qu'une portée nationale, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié des objectifs de capitalisation pour 70 banques européennes dans le but d'encourager les recapitalisations, à hauteur de €106 milliards (tableau 1). Dans la mesure où les banques peuvent aussi choisir de respecter les ratios de fonds en procédant à des ventes d'actifs à risque, une période de difficultés de financement et une valeur en risque élevée pourraient, selon l'optique du marché, favoriser la contraction des bilans des banques, et des répercussions macroéconomiques en Europe et au-delà ne pourraient être exclues.

Les banques de la zone euro ont déjà durci les conditions du crédit et relevé les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et aux ménages sur toute la période analysée. Selon de récentes enquêtes de l'Eurosystème sur le crédit bancaire, de nombreuses banques de la zone euro ont durci les critères d'octroi de crédit au troisième trimestre de l'année et prévu de continuer au quatrième trimestre (graphique 5, cadre de gauche). L'importance du resserrement, toutefois, n'était pas aussi généralisée qu'au plus fort de la crise financière de 2008, et le volume des prêts bancaires de la zone euro au secteur privé ne s'est pas contracté en octobre. Selon les enquêtes, un facteur essentiel du resserrement était la détérioration des propres conditions de financement des banques. S'agissant du secteur consortial, par exemple, la part des banques de la zone euro dans les nouveaux prêts mondiaux est tombée à 18 % en octobre, contre 26 % un an plus tôt. En outre, le taux d'intérêt moyen sur tous les nouveaux prêts des banques de la zone euro aux entreprises s'est accru assez régulièrement, à raison de 1 point de pourcentage en 1 an à fin septembre. En Grèce et au Portugal, les banques ont relevé les taux d'intérêt d'environ 2 points de pourcentage. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts non garantis aux ménages s'est lui aussi accru d'environ 1 point de pourcentage. Les hausses des primes CDS des entreprises, qui ont augmenté en parallèle avec les CDS souverains ces derniers mois, montrent que les coûts d'emprunt des entreprises ont encore augmenté depuis fin septembre (graphique 5, cadres du centre et de droite).

Le coût et les conditions du crédit se détériorent

Répercussions mondiales

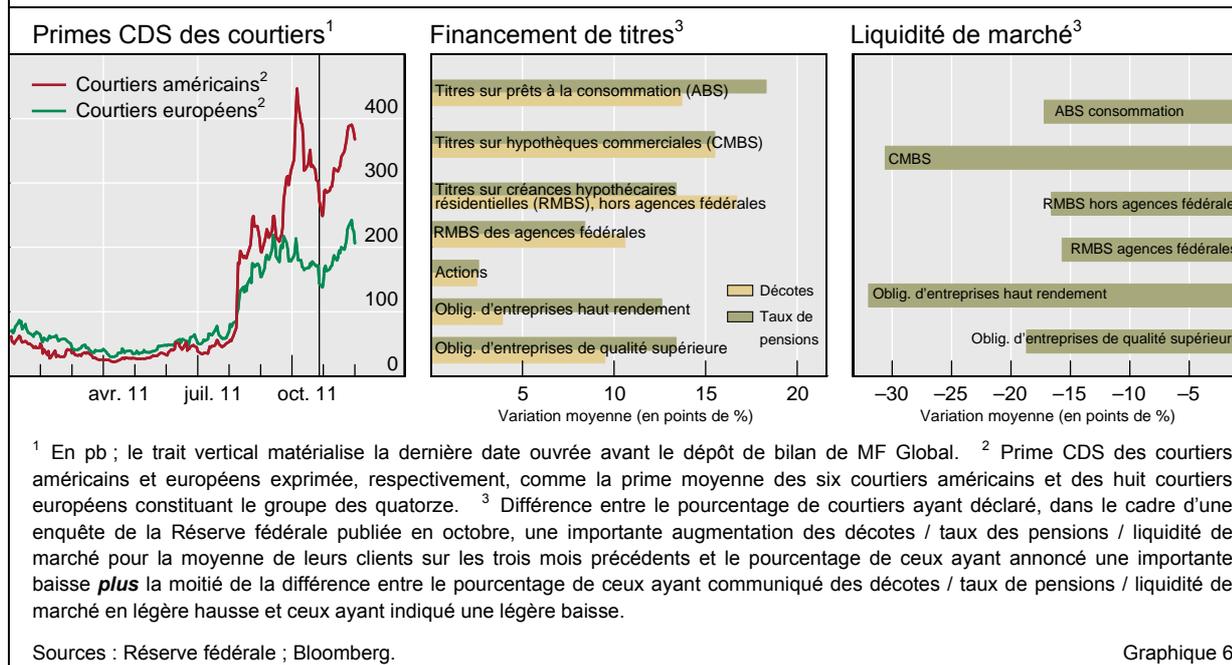
Lorsque la valeur de marché des dettes souveraine et bancaire de la zone euro a baissé tout en devenant plus volatile, les coûts de financement ont augmenté pour les établissements financiers ayant des expositions à ces actifs. Les courtiers en titres teneurs de marché ont été particulièrement touchés vu leur tendance à privilégier l'effet de levier et le financement de gros. De plus, certains ont pu avoir d'importantes expositions en dérivés sur des signatures souveraines, lesquels ne nécessitent habituellement pas de sûretés. Les primes CDS à court terme ont fortement augmenté pour les opérateurs américains et européens en septembre et novembre (graphique 6, cadre de gauche). La hausse de novembre, observée après la défaillance de MF Global, a souligné l'importance des risques souverains.

Les coûts de financement des courtiers en titres augmentent...

Tandis que leurs propres conditions de financement se détérioraient, les courtiers ont durci les conditions des opérations de financement de titres et réduit leurs activités de teneur de marché. Une enquête de la Réserve fédérale

...ce qui affecte les conditions du financement et de négoce de titres

Courtiers teneurs de marché sur titres



portant sur 20 grands courtiers, publiée en octobre, révélait déjà que le financement de titres adossés à des actifs, d'obligations d'entreprises et d'actions était récemment devenu plus coûteux et nécessitait plus de sûretés (graphique 6, cadre du milieu). Elle montrait, en outre, que la liquidité s'était détériorée sur ces marchés (graphique 6, cadre de droite). Selon certains observateurs, la liquidité aurait diminué lorsque les teneurs de marché ont tenté de réduire les stocks, dont la valeur était devenue sensiblement plus volatile. Mais cette initiative a intensifié la volatilité, les variations de prix étant plus amples qu'auparavant.

Les prix des actifs à risque évoluent donc en phase avec la crise de la zone euro

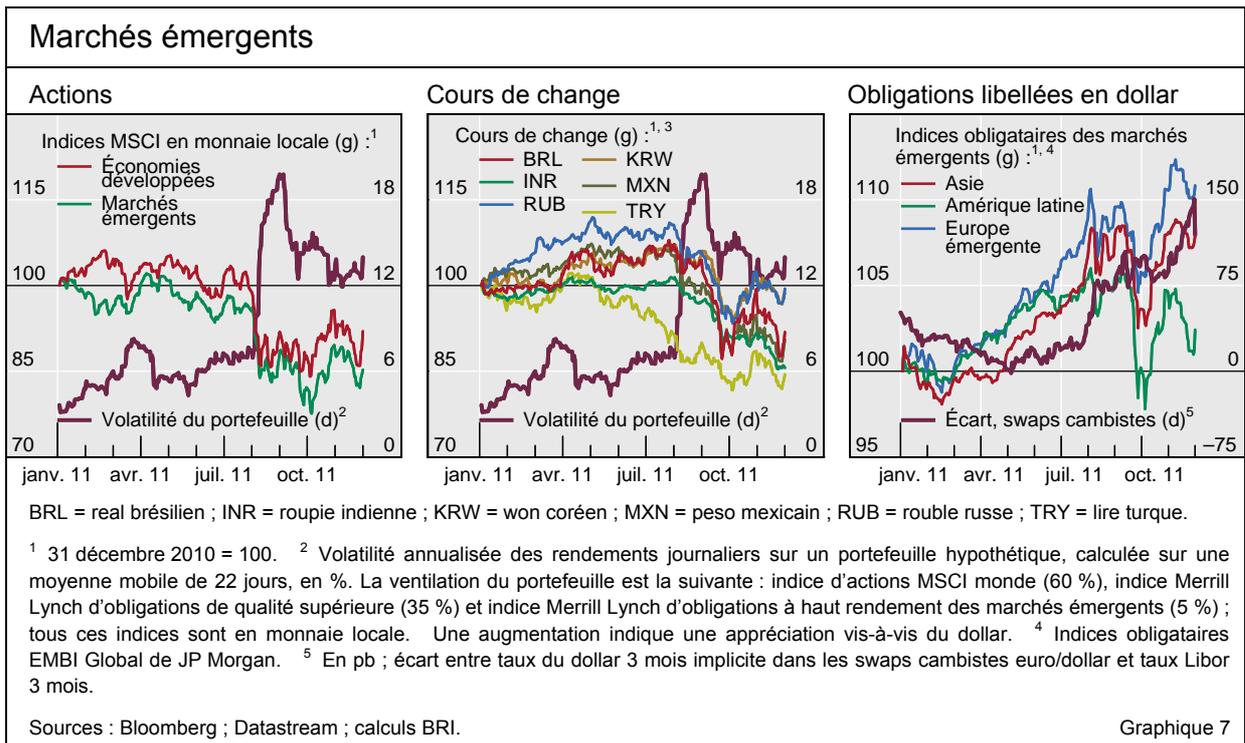
La liquidité de financement et de marché fluctuant en phase avec la crise de la dette souveraine de la zone euro, les prix des actifs à risque ont évolué en parallèle. Les cours des actions et des obligations ont chuté en septembre, augmenté en octobre et diminué à nouveau en novembre, tout comme le cours de l'euro pondéré des échanges commerciaux (graphique 1, cadre de droite).

Les prix des actifs dans les économies émergentes souffrent du désengagement des investisseurs internationaux...

La crise de la zone euro a eu des répercussions négatives sur les économies émergentes, les investisseurs procédant à des retraits de plus de \$25 milliards en août et septembre, surtout auprès des fonds en actions. Les cours des actions ont chuté en septembre, davantage encore que dans le monde développé, dans le sillage de la hausse de la volatilité des portefeuilles des investisseurs (graphique 7, cadre de gauche). Cela laisse supposer que les actifs à risque peuvent avoir été vendus pour réduire la volatilité des portefeuilles, sans grande considération des perspectives fondamentales. De fait, les prévisions économiques pour les économies émergentes des régions Amérique latine et Asie-Pacifique n'ont guère changé en septembre, mais les cours ont, néanmoins, fortement diminué.

...qui rapatrient des fonds vers la zone euro

Les retraits de fonds au détriment des économies émergentes ont semblé refléter un rapatriement d'actifs par les investisseurs de la zone euro. Un retrait



de \$25 milliards coïncidait avec les entrées d'investissements de portefeuille de plus de €85 milliards dans la zone euro. Selon les statistiques de la balance des paiements, une grande partie de ces fonds sont allés à la France. Le rapatriement correspondrait, en outre, à une des plus fortes baisses des indices obligataires en monnaie locale survenant dans des pays émergents où les investisseurs internationaux sont bien représentés, comme l'Indonésie, le Mexique et l'Afrique du sud. La conversion en euro de tels actifs aurait exercé des pressions baissières sur les monnaies locales, qui ont chuté en septembre (graphique 7, cadre du milieu). Plusieurs banques centrales, dont celles du Brésil, de la Corée, de la Hongrie, de l'Indonésie, de la Russie et de la Turquie, seraient intervenues sur les changes pour soutenir leur monnaie.

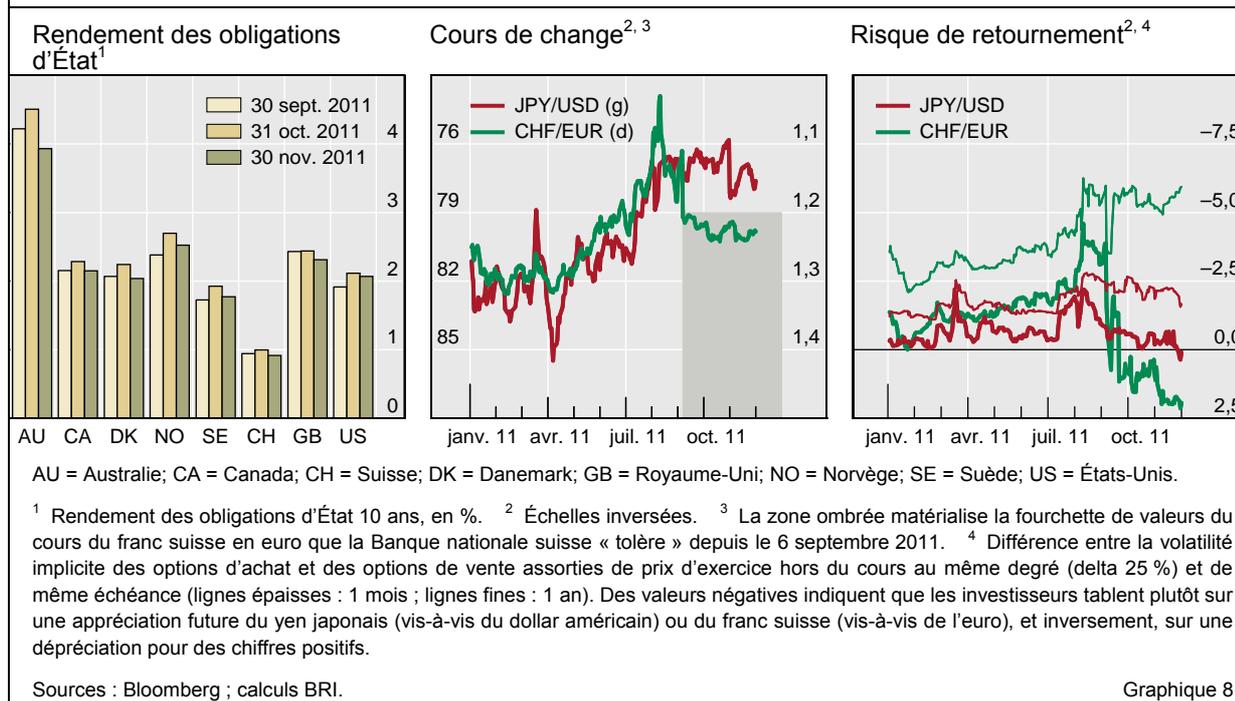
Les inquiétudes entourant les financements en dollar peuvent, elles aussi, avoir incité certains investisseurs à se désengager des économies émergentes. Tandis que le coût des emprunts en dollar, via les swaps de devises, augmentait, les cours des obligations des économies émergentes libellées en dollar ont baissé fortement en septembre et, dans une moindre mesure, en novembre (graphique 7, cadre de droite). Les analystes ont, en outre, signalé une réduction, de la part des banques de la zone euro, des offres de garanties au financement du commerce international et au crédit à l'exportation vers les économies émergentes, dont une grande partie est libellée en dollar. Cette activité a, cependant, été en partie reprise par des prêteurs locaux et les grandes banques commerciales internationales.

En outre, les analystes craignaient que toute réduction du volume de prêts accordés par les banques de la zone euro aux entreprises et aux ménages des économies émergentes aggrave le ralentissement de l'activité. Ils considéraient les économies de l'Europe émergente comme particulièrement vulnérables, sachant qu'environ 80 % des créances étrangères sont détenues par des

Des préoccupations quant au financement en dollar intensifient les désengagements auprès des économies émergentes

D'autres préoccupations concernent le retrait du crédit à l'Europe émergente

Fuite vers la la qualité et intervention de change



banques autrichiennes, françaises, grecques, italiennes et autres banques de la zone euro (encadré 1 du chapitre « Principales tendances des statistiques internationales BRI »). Pour quelques pays d'Europe émergente, ces créances se chiffrent à plus de 100 % du PIB. Certaines banques de la zone euro, dont Commerzbank et Unicredit, ont déjà annoncé leur intention de réduire l'octroi de prêts à une grande partie de la région. En outre, l'autorité autrichienne de contrôle des banques a exigé une hausse des dépôts locaux en regard des nouveaux prêts à la région accordés par des filiales locales de banques autrichiennes. Les analystes ont fait observer que cela pourrait affecter le crédit et aggraver encore un repli en Europe émergente, la Croatie, la Hongrie, la République tchèque et la Roumanie ayant les plus gros encours d'emprunts auprès des banques autrichiennes.

Les cours des valeurs refuges ont évolué à l'inverse de la crise de la zone euro...

Lorsque la demande d'actifs à risque a baissé, augmenté et baissé à nouveau en septembre, octobre et novembre respectivement, la demande de valeurs refuges a suivi la trajectoire inverse. Parmi les valeurs refuges figuraient les obligations d'État d'Amérique du Nord, de l'Australie et de certains pays d'Europe du Nord. Les rendements sur ces titres ont diminué en septembre, augmenté en octobre et diminué à nouveau en novembre (graphique 8, cadre de gauche). Les rendements sur les titres d'État 3 mois des États-Unis et de l'Allemagne, et 2 ans des obligations d'État de la Suisse, sont devenus négatifs en novembre, tout comme les rendements sur les obligations d'État 10 ans indexées sur l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Les investisseurs en quête de valeurs refuges se sont ensuite portés sur les actifs japonais, exerçant de nouvelles tensions haussières sur le yen (graphique 8, cadre du milieu). Les autorités japonaises sont alors intervenues

sur les changes, inscrivant un montant record pour une seule journée, le 31 octobre. Depuis le début de leur dernière série d'interventions en août, l'équilibre des risques pour la valeur future à court terme du yen mesuré par la différence entre les primes sur les options offrant une protection contre l'appréciation et celles offrant une protection contre la dépréciation du yen à horizon 1 mois s'est stabilisé après un biais en faveur de l'appréciation. La différence correspondante entre les primes sur les options en franc suisse s'est effondrée après l'annonce de la Banque nationale suisse, début septembre, de son intention de contrer l'appréciation de sa monnaie par rapport à l'euro au-delà d'un certain niveau. L'équilibre des risques tant pour le yen que pour le franc suisse sur 12 mois a cependant continué de pencher vers l'appréciation (graphique 8, cadre de droite).

...et certaines monnaies refuge se sont encore appréciées, motivant des interventions

Encadré 1 : Simulation du coût du service de la dette italienne

Le coût du service de la dette publique italienne est estimé selon plusieurs scénarios d'évolution des rendements. La courbe de référence correspond au coût moyen d'émission qui prévalait au premier semestre 2007, avant le déclenchement de la crise financière mondiale. Deux scénarios envisagent une hausse des rendements, de 200 et 500 pb, respectivement, tandis qu'un troisième représente la courbe des rendements de la dette italienne observée le 9 novembre 2011 (graphique 2, cadre du milieu).

L'évolution de l'encours des titres de dette dans le temps est évaluée à partir de l'échéancier des futurs paiements d'intérêts et remboursements de la dette existante, en soustrayant les prévisions gouvernementales d'excédents primaires futurs afin d'obtenir les besoins bruts d'emprunts à émettre. L'hypothèse de travail est que le Trésor italien applique la même politique d'émission qu'en 2010–2011, c'est-à-dire qu'il renouvelle l'emprunt total 2010–2011 en suivant le même échéancier. Cela suppose que le Trésor n'adopte pas une approche dynamique et n'ajuste pas les échéances aux variations des rendements. Il est donc probable que ces estimations surévaluent quelque peu les coûts.

Les courbes de rendement correspondant aux différents scénarios sont ensuite appliquées à l'encours sur les trois prochaines années. Un rendement plus élevé augmente le coût des **nouvelles émissions** d'obligations à taux fixe, mais a aussi un impact sur les titres à taux variables, nouveaux et anciens^①. Le coût annuel cumulé du service de la dette, pour chacun des scénarios, est représenté par rapport à celui de la courbe de référence de 2007, pour donner une estimation du coût **supplémentaire** (graphique 2, cadre de droite). La simulation postule un accès continu au marché.

^① Pour ce qui est des titres indexés sur l'inflation, les anticipations d'inflation ont été maintenues à leurs niveaux actuels, les rendements réels évoluant donc parallèlement aux rendements nominaux dans chaque scénario.

Encadré 2 : Les différentes causes du déclassement récent des banques

Nikola Tarashev

Les agences de notation ont déclassé un certain nombre de banques depuis le printemps de 2011. Dans les explications qu'ils donnent sur ces décisions, les rapports des agences et les commentaires des intervenants désignent le lien existant entre les établissements financiers et la signature souveraine, laquelle est déterminante pour la solvabilité bancaire. L'objectif du présent encadré est de montrer que les agences ont perçu ce lien de manière différente selon les pays. Le récent déclassement des banques s'est, dans certains cas, accompagné d'un déclassement des dettes souveraines, illustrant l'accroissement de l'interdépendance entre la bonne santé financière d'un établissement et celle de sa référence souveraine. Par contraste, le déclassement des banques survenu dans d'autres pays traduit des initiatives stratégiques visant à réduire le soutien public aux banques.

La qualité de la signature souveraine peut, en principe, affecter aussi bien l'évaluation de la **solidité financière** d'une banque, qui traduit sa capacité intrinsèque à préserver sa solvabilité, que sa notation globale, laquelle tient également compte de l'ampleur et de la probabilité des soutiens externes⁰. Un État en difficultés financières peut causer une détérioration de l'évaluation de la solidité financière de ses prêteurs, et accroître ainsi leur probabilité de défaut, ce qui a également pour conséquence d'entraver leur accès aux financements. Et l'affaiblissement de la situation financière de l'État réduit sa **capacité** de soutien, provoquant un rapprochement de la notation globale des banques de leur note intrinsèque. Pareillement, la moindre **volonté** des autorités d'hypothéquer l'argent du contribuable peut affaiblir la garantie d'un soutien officiel, et par là, la notation globale des banques, même lorsque leur taux de solidité financière demeure inchangé.

Sur un échantillon d'une cinquantaine de banques, ce sont principalement les établissements européens qui ont subi les déclassements annoncés par les trois principales agences de notation (Fitch, Moody's et Standard & Poor's) au cours des quelque derniers six mois (tableau A). Par contraste, il n'y a eu aucun classement revu en hausse. Deux phénomènes parallèles ont probablement contribué à ces décisions de déclassement. Dans certains pays européens, l'État a connu de graves difficultés financières, et, dans d'autres, les autorités se sont explicitement engagées à réduire leur soutien aux banques tout en appuyant leur discours par des mesures de résolution de faillite bancaire.

Déclassement des notations globales bancaires¹

Agences de notation	DE	FR	ES	IT	IE	PT	GR	CH	GB	US
Fitch	0 (8)	0 (3)	4 (4)	7 (8)	0 (3)	3 (3)	3 (3)	1 (2)	2 (6)	0 (6)
Moody's	3 (6)	1 (5)	2 (6)	7 (7)	2 (3)	4 (4)	3 (3)	0 (2)	3 (6)	2 (7)
Standard & Poor's	0 (9)	2 (5)	4 (6)	7 (8)	0 (3)	0 (4)	3 (3)	0 (2)	0 (5)	0 (6)

CH = banques suisses ; DE = banques allemandes ; ES = banques espagnoles ; FR = banques françaises ; GB = banques britanniques ; GR = banques grecques ; IE = banques irlandaises ; IT = banques italiennes ; PT = banques portugaises ; US = banques américaines.

¹ Pour la période allant du 1^{er} avril au 29 novembre 2011 (jusqu'au 28 novembre dans le cas de Standard & Poor's). Les chiffres indiqués entre parenthèses correspondent au nombre total des banques du pays incluses dans l'échantillon de l'agence.

Source : Bloomberg.

Tableau A

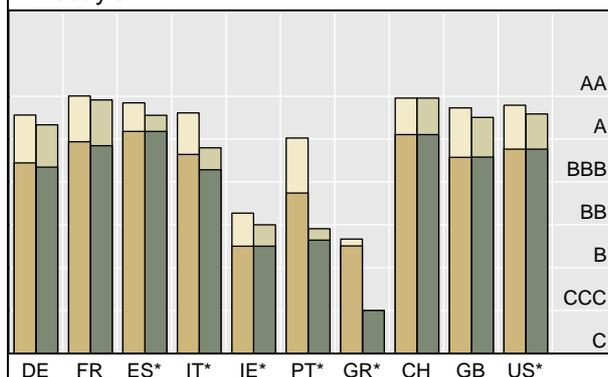
Pour mieux éclaircir les raisons possibles de ces déclassements récents, il est également nécessaire d'examiner la note liée à la solidité financière des banques, ainsi que celle liée à l'État souverain. Seuls Fitch et Moody's fournissent de manière systématique des données sur ces deux variables. Prises conjointement, elles montrent que les deux agences distinguent trois groupes de pays, en fonction de l'évolution du lien existant entre la dette souveraine et la situation financière des banques (graphique A).

Pour les pays du premier groupe, ce lien a peu évolué. La dette souveraine de ces pays a conservé sa note élevée, ainsi que, dans leur grande majorité, les perspectives en la matière. De même, les notations globales des banques de ces pays n'ont pas changé, la confiance quant à un éventuel soutien public demeurant stable. La France, selon les deux agences de notation, appartient à ce groupe, aux côtés de la Suisse (selon Moody's) ou de l'Allemagne et des États-Unis (selon Fitch).

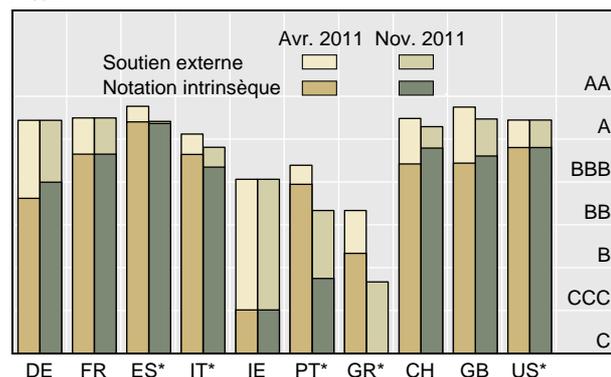
Notations intrinsèques et importance d'un soutien externe¹

Moyennes pondérées des actifs

Moody's



Fitch



Les astérisques marquent les pays ayant été déclassés, ou mis sous surveillance, par l'agence respective au cours de la période sous revue.

¹ La notation globale correspond à l'addition de la notation intrinsèque et du facteur de rehaussement lié à un soutien externe. Pour les besoins de la comparaison, la notation globale attribuée par Moody's est convertie selon la classification Fitch. Pour connaître le nombre des banques de l'échantillon et la signification des codes de pays, voir le tableau.

Sources : Bloomberg ; The Banker Database.

Graphique A

Le second groupe comprend les États que les agences de notation considèrent comme subissant des difficultés financières, et, de ce fait, jouissant d'une moindre capacité de soutien aux banques. Pour les pays de ce groupe, les notations du dernier semestre indiquent que la crise, dans sa durée, a renforcé l'interdépendance entre la qualité de la signature de l'État et celle des banques. Au moins l'une des agences a baissé la notation des signatures souveraines du groupe, ou mis en perspective négative, ce qui a affaibli la confiance dans un soutien officiel pour les banques, et, par là, leur notation globale². Dans certains cas, les expositions aux États en difficultés ont également contribué au déclasserement de la notation intrinsèque des banques. Selon les deux agences, l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal appartiennent à ce groupe. Ils sont, selon Moody's, rejoints par l'Irlande et les États-Unis³.

Les deux agences considèrent enfin que les pays du troisième groupe sont ceux financièrement stables, mais peu désireux d'apporter un soutien public aux banques, ce qui traduit un découplage entre la qualité de la signature de l'État et celle des banques. Ces pays ont maintenu leur meilleure notation et des perspectives stables. Dans le même temps, leurs banques nationales ont vu leur notation globale se détériorer malgré la stabilité ou l'amélioration de leur note intrinsèque. Le Royaume-Uni appartient à ce groupe, selon les deux agences, ainsi que la Suisse, selon Fitch, et l'Allemagne, selon Moody's.

² Voir F. Packer et N. Tarashev (2011) : « [Rating methodologies for banks](#) », *Rapport trimestriel BRI*, juin ; et Comité sur le système financier mondial (2011) : « The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions », Publication n° 43, juillet. ³ Les seules exceptions proviennent de la notation des banques grecques par Fitch. Actuellement au plus bas niveau possible en matière de solidité financière intrinsèque, ces notations sont sensiblement renforcées sur une base globale du fait de la confiance dans un soutien de l'État. ⁴ Fitch avait déclassé la dette souveraine et les banques irlandaises *avant* le début de la période de l'échantillon (avril 2011).