
L'optimisme s'évanouit¹

Les espoirs d'une reprise économique mondiale et les préoccupations concernant l'Europe ont été les deux principaux sujets au centre de l'attention des marchés entre mars et mai. En constante interaction, ces deux thèmes ont eu des répercussions sur l'ensemble des marchés financiers.

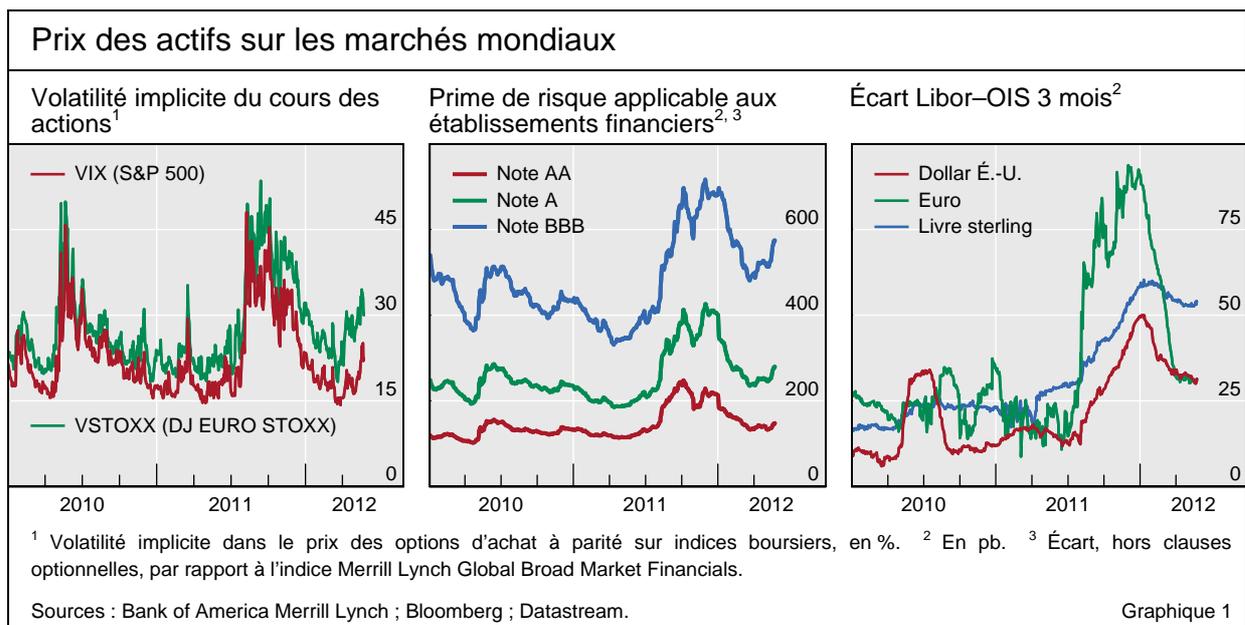
Au début de la période, les opérations à long terme de la BCE ont considérablement amélioré le climat d'investissement. Avec l'atténuation des tensions sur le financement des banques, l'attention s'est reportée sur la vigueur de l'économie mondiale. Des nouvelles économiques positives en provenance des États-Unis et la résilience de la croissance sur les marchés émergents ont fait naître l'espoir d'une reprise économique durable. Ce regain d'optimisme a été particulièrement visible sur les marchés des actions et des produits de base. Les marchés des titres à revenu fixe ont vu se réduire les écarts de rendement, en particulier pour les banques et certains émetteurs souverains de la zone euro ; cet optimisme a, par ailleurs, donné lieu à un afflux de capitaux vers les marchés émergents.

À la mi-mai, toutefois, plusieurs questions suscitaient de nouveau des interrogations : la croissance économique en Europe, la santé financière d'émetteurs souverains de la zone euro, les banques, les conséquences de l'assainissement budgétaire sur la croissance et enfin la stabilité politique au sein de la zone euro. Toutes ces incertitudes, conjuguées à de premiers signes indiquant une croissance plus fragile aux États-Unis et en Chine, ont rendu les investisseurs plus prudents et ont accentué la volatilité des marchés financiers à l'échelle mondiale.

L'optimisme suscité par la reprise a fait long feu

Les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) de la BCE ont réussi à atténuer les craintes d'une grave crise bancaire en Europe. Dès le début mars, le volume considérable de liquidités injectées en deux étapes avait produit des effets notables sur les marchés financiers. Les craintes des

¹ Les questions concernant le texte du présent chapitre peuvent être adressées aux auteurs : Jacob Gyntelberg (jacob.gyntelberg@bis.org) et Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Magdalena Erdem (magdalena.erdem@bis.org) et Garry Tang (garry.tang@bis.org).



marchés quant à des risques de lourdes pertes se sont évanouies et les investisseurs ont, dans l'ensemble, retrouvé un certain appétit pour le risque.

Cette amélioration temporaire de l'appréciation du risque s'est également reflétée clairement dans la volatilité implicite des options sur actions. Alors qu'il était élevé dans la seconde moitié de 2011, le VIX est tombé le 19 mars à son plus bas niveau depuis juin 2007 (graphique 1, cadre de gauche).

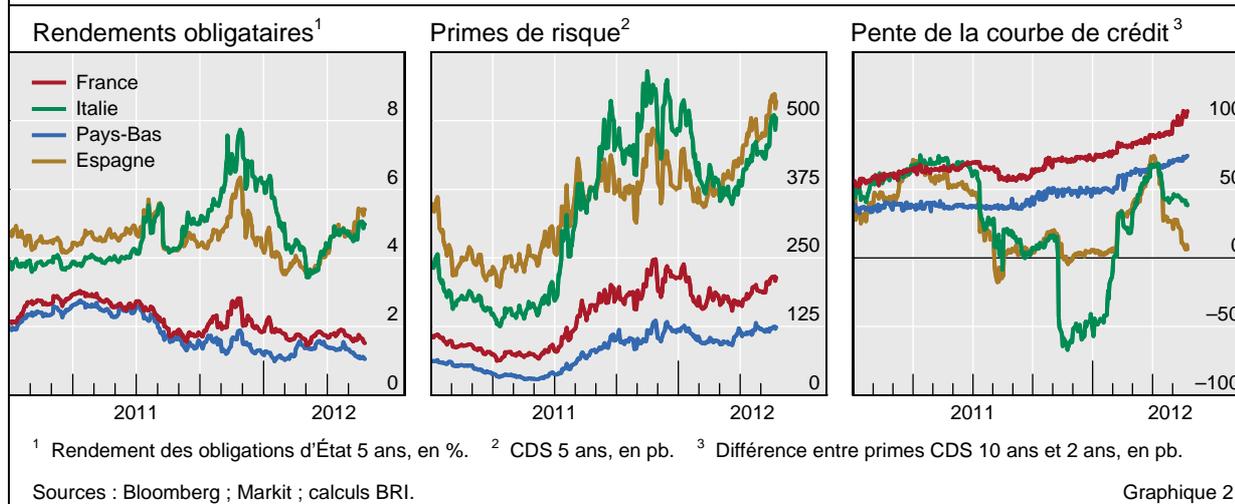
Les banques de la zone euro ont vu leurs conditions de financement s'améliorer considérablement grâce à la deuxième tranche des opérations à long terme de la BCE, menée le 29 février. Les 530 milliards d'euros ainsi obtenus sur trois ans, au taux directeur moyen sur toute la durée des prêts (actuellement 1 %), ont permis aux établissements financiers qui avaient des difficultés de financement d'honorer le remboursement de leurs dettes arrivant à échéance. Avec l'atténuation des risques perçus, les écarts de rendement sur les actions des banques européennes et américaines ont chuté, du moins temporairement. C'est pour les banques les moins bien notées que cette baisse des écarts a été la plus prononcée (graphique 1, cadre du milieu). L'apaisement des tensions sur le financement a été particulièrement visible sur les marchés monétaires : l'écart Libor–OIS s'est resserré de quelque 60 points de base sur le marché de l'euro et d'environ 20 points de base sur le marché du dollar (graphique 1, cadre de droite).

L'action des pouvoirs publics suscite l'optimisme...

Cette amélioration s'est fait également sentir sur le marché primaire des obligations bancaires à long terme sans garanties, qui a rouvert temporairement au début de l'année. Cet accès aux financements était resté inaccessible pour de nombreuses banques de la zone euro au second semestre de 2011. À la périphérie de la zone euro, toutefois, nombre de banques ont continué de faire largement appel aux obligations sécurisées et aux obligations garanties par les États (voir l'encadré 1 au chapitre [Principales tendances des statistiques internationales BRI](#) du présent rapport trimestriel). Les conditions généralement favorables qui régnaient sur les marchés en mars ont par ailleurs contribué à assurer le bon déroulement de l'échange de titres

...et améliore les conditions de financement des banques

Signatures souveraines de la zone euro : obligations et CDS



de dette grecque, à hauteur de €200 milliards. Cette opération a eu lieu pendant la deuxième semaine de mars, avec une incidence très limitée sur les autres marchés européens des obligations souveraines et des CDS. En effet, seul un nombre modéré de CDS en cours sur les obligations de l'État grec ont fait l'objet d'un règlement à cette occasion. Leur dénouement s'est opéré sans difficulté, apaisant les craintes antérieures des investisseurs quant à l'inefficacité d'une couverture du risque souverain à l'aide de contrats CDS.

Le climat d'optimisme suscité dans la zone euro par l'action des pouvoirs publics et les anticipations de croissance a temporairement soulagé les responsables politiques et les investisseurs, préoccupés par les perspectives pour les émetteurs souverains de la zone euro. Les obligations d'État espagnoles et italiennes ont vu leur rendement baisser sensiblement (graphique 2, cadre de gauche), peut-être notamment en raison des achats massifs d'obligations auxquels les banques d'Italie et d'Espagne ont procédé, tant sur les marchés primaires que secondaires, grâce à l'opération LTRO de la BCE. Les investisseurs étant quelque peu rassurés, les primes de risque exigées pour les obligations souveraines espagnoles et italiennes ont également diminué (graphique 2, cadre du milieu). Ce climat plus positif s'est aussi reflété dans la pente de la courbe du risque de crédit, moins aplatie (graphique 2, cadre de droite). L'amélioration a été particulièrement marquée pour l'Italie, dont la courbe de crédit a retrouvé une pente ascendante, alors que la courbe était inversée pendant les deux ou trois derniers mois de 2011.

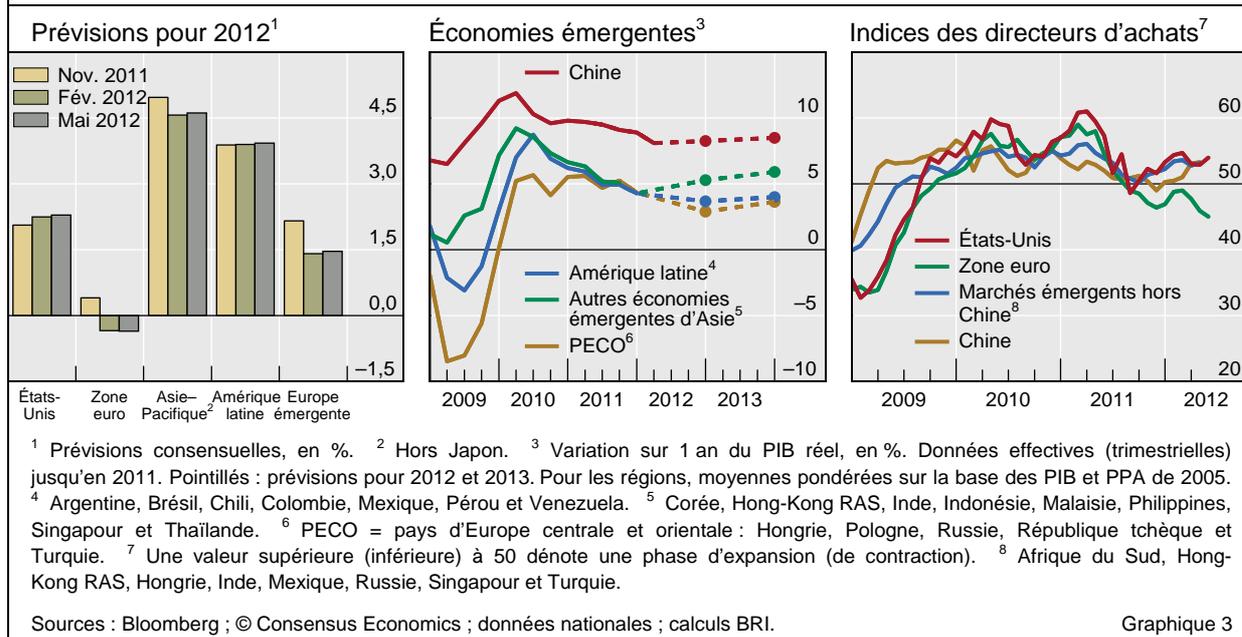
Amélioration des perspectives économiques mondiales

Les tensions dans la zone euro s'étant atténuées, les marchés se sont tournés vers les perspectives de croissance mondiale. De bonnes nouvelles relatives à la reprise économique aux États-Unis ont incité les intervenants à revoir à la hausse leurs anticipations quant à la croissance américaine (graphique 3, cadre de gauche). Les données concernant le marché du travail dans l'économie américaine ont également donné des signes d'amélioration, notamment grâce aux conditions climatiques clémentes. La croissance de la

Baisse des rendements des obligations d'État espagnoles et italiennes

La reprise incite à l'optimisme

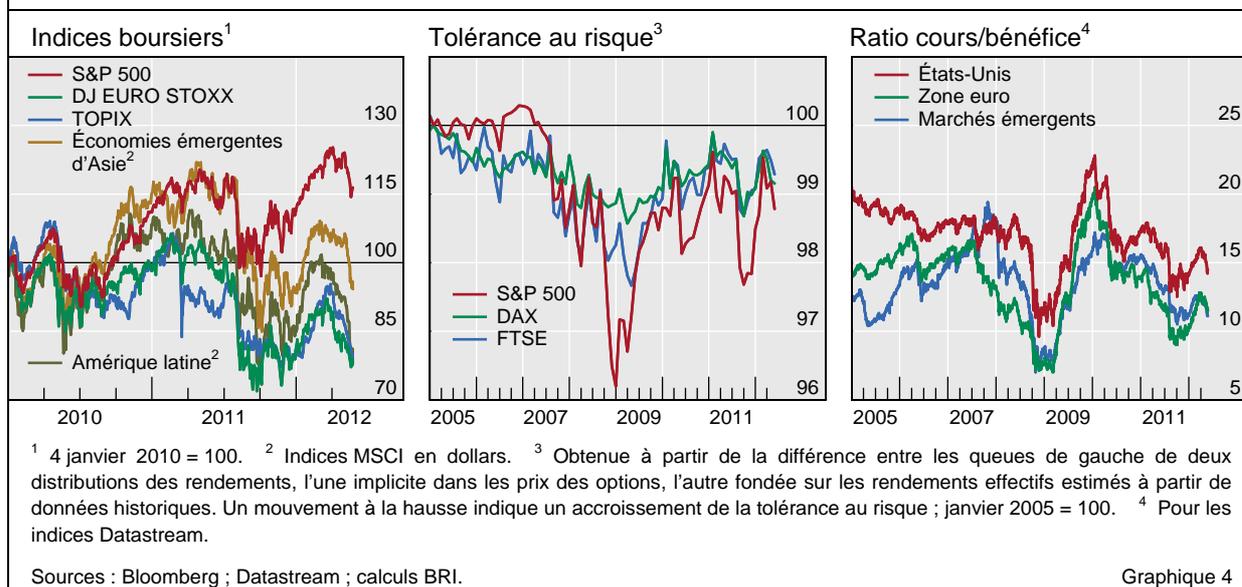
Croissance mondiale : évolution et perspectives



production au Japon a quelque peu repris, sous l'effet de la reconstruction suite au séisme. La bonne tenue de la croissance des grandes économies émergentes (en particulier en Asie) a elle aussi donné lieu à des perspectives plus optimistes pour l'économie mondiale (graphique 3, cadre du milieu).

Dopés par un regain de propension au risque et par l'amélioration des anticipations de croissance, les actions et autres actifs sensibles au risque et à la croissance ont enregistré de solides performances jusqu'à la fin mars. Ce sont les marchés d'actions américains et asiatiques qui se sont le plus raffermis, sous l'effet de l'amélioration des perspectives macroéconomiques pour ces régions (graphique 4, cadre de gauche). L'indice S&P 500 a gagné environ 12 % au premier trimestre – la plus forte progression trimestrielle des

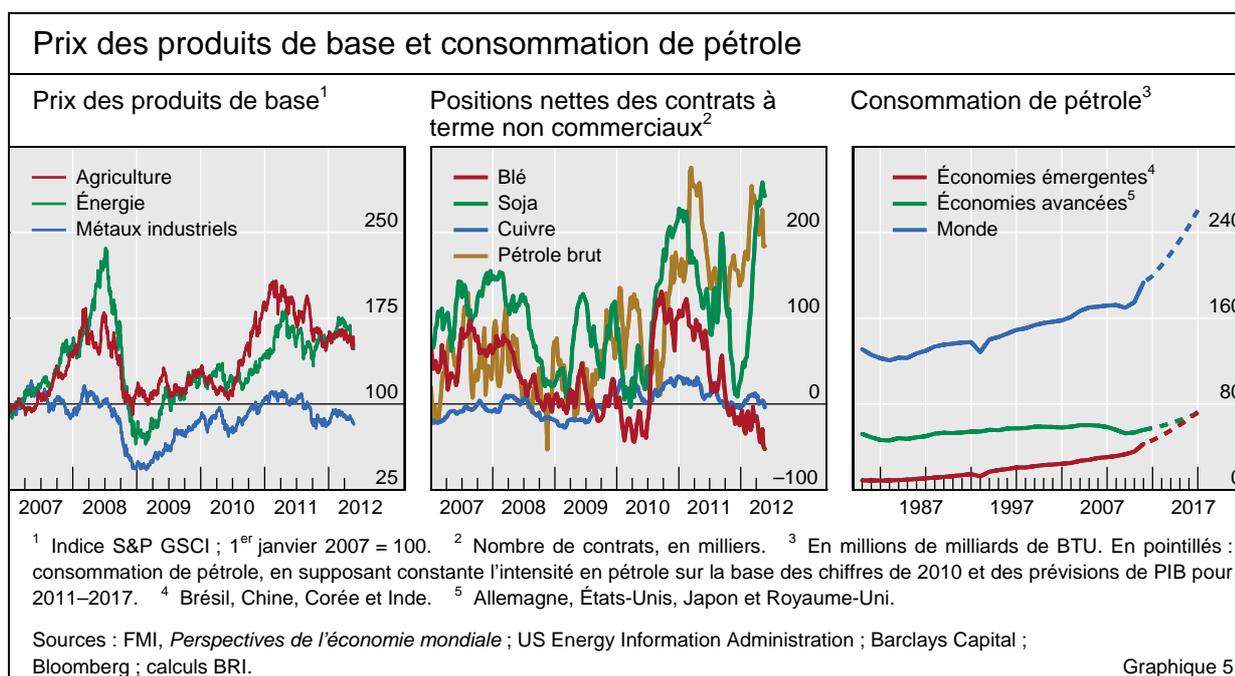
Marchés d'actions : indicateurs



dix dernières années –, malgré un tassement des hausses de bénéfices prévues. Les ratios de valorisation sur les marchés d’actions des économies avancées et émergentes sont également remontés, à partir des points bas constatés à la fin de 2011 (graphique 4, cadre de droite). Le décalage entre les prévisions de bénéfices et l’évolution des valorisations laisse penser que cette dernière résulte principalement d’une plus grande disposition des investisseurs à prendre des risques (graphique 4, cadre du milieu). Les ratios cours/bénéfice des marchés américains et européens sont toutefois demeurés au-dessous de leur moyenne historique, tandis que les valorisations sur les marchés émergents sont restées proches de leur moyenne historique.

Les prix des actions et des produits de base augmentent avec l’amélioration du climat sur les marchés

L’optimisme suscité par la reprise a également eu une influence visible sur les marchés des produits de base, où les prix de l’énergie comme ceux des métaux industriels ont continué de faire l’objet de pressions à la hausse (graphique 5, cadre de gauche), en raison avant tout d’un rapport tendu entre l’offre et la demande. S’agissant du pétrole, toutefois, des craintes relatives à d’éventuelles nouvelles perturbations de l’offre et aux risques géopolitiques ont aggravé ces pressions et, pendant de larges fractions de la période examinée, le pétrole brut s’est échangé à plus de \$100 le baril. Les perspectives positives et la hausse des prix attendue ont, par ailleurs, amené les investisseurs financiers à renforcer, en termes nets, leurs positions longues sur les contrats à terme sur produits de base, tant pour le pétrole que pour les métaux (graphique 5, cadre du milieu). Pour le pétrole en particulier, les opérateurs s’attendent clairement à ce que, à long terme, la consommation continue à s’accroître, puisqu’il est prévu que la demande de la Chine et d’autres économies émergentes reste forte (graphique 5, cadre de droite). Contrairement à l’énergie et aux métaux, les produits agricoles ont vu leurs prix augmenter modestement, les prévisions de récolte s’étant améliorées, surtout pour le blé. Il convient cependant de replacer cette évolution dans le contexte des années précédentes, où les conditions climatiques ont été d’une difficulté sans précédent à l’échelle mondiale.



Résurgence des incertitudes dans la zone euro

L'optimisme des marchés financiers a commencé à se dissiper pendant la seconde quinzaine de mars, sous l'effet d'un retour des préoccupations au sujet de la croissance dans la zone euro, surtout en Espagne et en Italie. Le climat a changé lorsqu'il est devenu clair que les mesures de politique monétaire ne suffiraient pas à elles seules à résoudre les problèmes économiques sous-jacents dans la zone euro. La publication d'une succession de données économiques moins bonnes que prévu a jeté des doutes supplémentaires sur la solidité de la reprise de la croissance mondiale.

L'atténuation de l'incidence de la LTRO, les inquiétudes quant à l'impact négatif que pourrait avoir, sur la croissance à court terme, l'assainissement budgétaire en Espagne ainsi que la lenteur des réformes du marché du travail et autres réformes structurelles en Italie se sont traduites par une hausse des rendements exigés sur les obligations souveraines. Entre la mi-mars et le début d'avril, les obligations d'État espagnoles et italiennes ont vu leurs rendements s'envoler (graphique 2, cadre de gauche), tandis que l'écart par rapport aux bunds allemands s'élargissait considérablement. La publication avancée des indices des directeurs d'achats dans la zone euro, décevants (graphique 3, cadre de droite), et d'enquêtes faisant état d'un climat moins bon pour les affaires ont également contribué à assombrir quelque peu le tableau de la croissance pour la France et l'Allemagne.

Les rendements espagnols et italiens s'envolent...

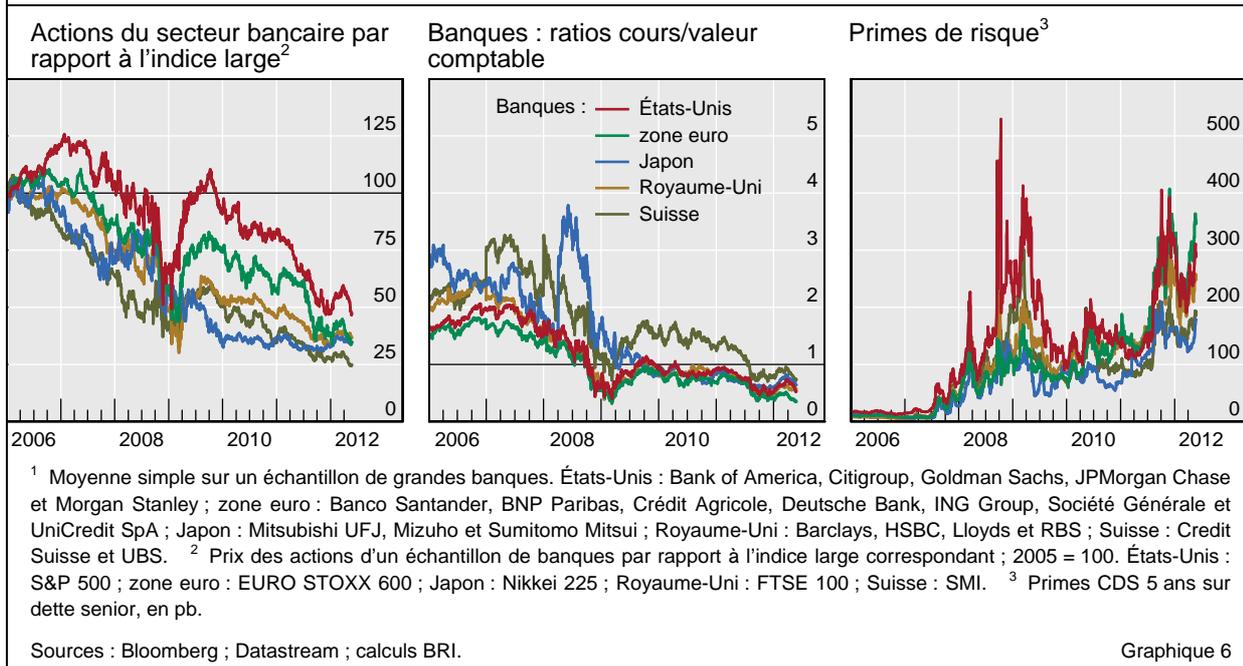
Les investisseurs se sont montrés encore plus craintifs lorsque, le 26 avril, Standard & Poor's a abaissé de deux crans la note souveraine de l'Espagne pour la fixer à BBB+ et dégradé également plusieurs des grands établissements financiers du pays. Les effets en ont été clairement visibles dès le 2 mai, lors d'une adjudication obligataire de €2,5 milliards où les rendements ont bondi de quelque 140 points de base pour les échéances les plus rapprochées. L'assombrissement des perspectives de la zone euro s'est également traduit dans le communiqué publié par la BCE début mai. En effet, il n'était plus question des références antérieures à un risque de poussée inflationniste, et les risques à plus long terme en matière d'inflation y étaient décrits comme globalement équilibrés.

...tandis que les inquiétudes s'aggravent

L'essoufflement de la reprise aux États-Unis a exacerbé un peu plus les incertitudes quant à la santé de l'économie mondiale. Les données publiées le 6 avril sur la croissance de l'emploi salarié, moins positives que prévu, ont lourdement pesé sur le sentiment du marché. La publication avancée des données sur l'emploi salarié non agricole aux États-Unis, qui a fait apparaître pour le mois de mars une augmentation de 120 000 unités seulement, a fortement déçu les attentes et mis en lumière la fragilité de la reprise économique américaine. C'est sur les marchés européens des actions et des obligations que les réactions ont été les plus fortes, à la réouverture après le week-end pascal. Le retour du scepticisme a fait chuter les rendements obligataires dans les principales économies avancées à des niveaux sans précédent. Il s'agissait très probablement d'une fuite des investisseurs vers la sécurité, doublée d'une anticipation de la poursuite de politiques monétaires accommodantes dans les économies avancées. Les effets de la fuite vers la

Une reprise américaine décevante...

Secteur bancaire : valorisation des actions et prime de risque¹



sécurité sont apparus également lors de la vente, le 10 avril, de bons du Trésor suisse à 6 mois, pour un rendement négatif de 25 points de base.

...déclenche une fuite vers la sécurité

Le cours des actions à l'échelle mondiale a commencé à baisser fin mars, et la volatilité s'est accentuée tandis que les espoirs de reprise commençaient à s'évanouir et que les inquiétudes au sujet de la situation européenne refaisaient surface (graphique 4, cadre de gauche). Le contraste était marqué par rapport à la vive reprise enregistrée par les marchés d'actions au début de l'année, qui avait été principalement attribuable à une atténuation de l'aversion au risque, à une baisse du risque perçu de pertes extrêmes (graphique 4, cadre du milieu) et aux perspectives de reprise.

Les cours des actions bancaires fléchissent...

La résurgence de l'incertitude s'est traduite par une chute du cours des actions bancaires : au sein de la zone euro, aux États-Unis et en Suisse, leur nouveau recul par rapport à l'ensemble du marché (graphique 6, cadre de gauche) a encore pesé sur les principaux indices. Ainsi, à fin avril 2012, la capitalisation boursière des actions bancaires de la zone euro représentait moins de 50 % de leur valeur comptable tangible. Pour les banques de la plupart des pays, les ratios cours/valeur comptable sont tombés à des niveaux historiquement bas dans le sillage de la crise, laissant entrevoir ce qui pourrait être une évolution structurelle des valorisations (graphique 6, cadre du milieu). Il ne fait aucun doute que la faible valorisation des actions bancaires reflète des anticipations de croissance et de bénéfices, jugés passablement médiocres par les investisseurs pour la plupart des banques. Mais il existe aussi plusieurs autres explications possibles de cet affaissement marqué de la valorisation des actions bancaires. Les préoccupations suscitées par l'opacité des bilans, l'absence persistante de reconnaissance des pertes et l'incidence possible de nouveaux déclassements de banques sont autant de facteurs qui exacerbent l'incertitude des investisseurs et, partant, poussent à la hausse les primes de risque sur les actions bancaires. L'aggravation de l'incertitude et des

risques perçus s'est également reflétée dans les primes CDS, qui sont restées très élevées pour les banques de la zone euro, du Royaume-Uni et des États-Unis (graphique 6, cadre de droite).

Les émissions par les banques européennes de dette à long terme sans garanties sont restées positives, mais elles ont recommencé à diminuer pendant le mois d'avril. Les conditions de marché sont néanmoins demeurées difficiles pour un certain nombre de banques de la périphérie de la zone euro, qui ont eu du mal à placer de tels instruments auprès des investisseurs. Pourtant, les acteurs du marché ont jugé cette situation moins préoccupante qu'au second semestre de 2011, probablement en raison de l'accumulation de fonds générés par l'intense activité d'émission obligataire au premier trimestre et des volumes élevés de ressources à long terme procurées par les opérations de LTRO de la BCE. Les données issues d'enquêtes dans la zone euro faisaient toutefois apparaître un resserrement persistant des critères de prêt et une faible demande de crédits bancaires.

...tandis que les incertitudes s'aggravent

Les incertitudes politiques aggravent les tensions

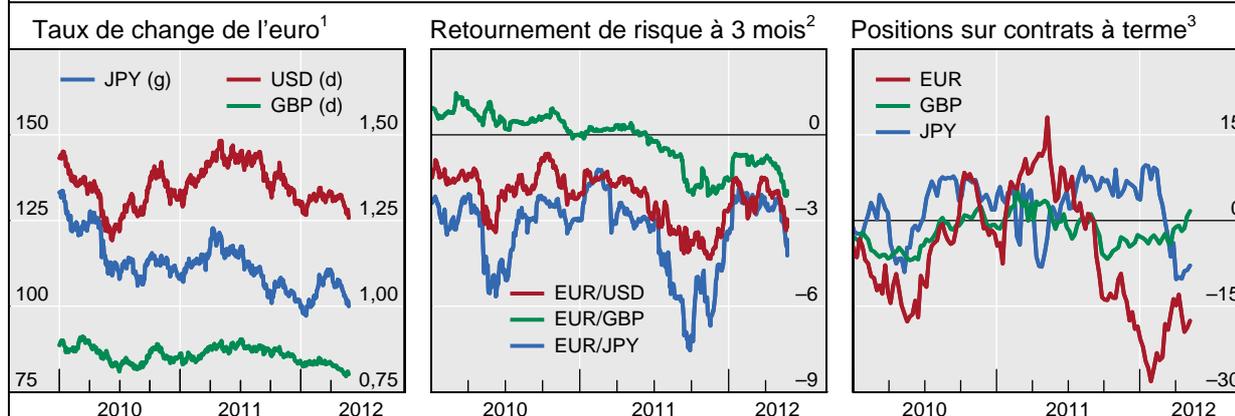
L'évolution du marché en mai a clairement fait apparaître que les événements politiques dans la zone euro ont exacerbé les incertitudes des investisseurs. Le nouveau pacte budgétaire européen est en cours d'examen par les parlements de plusieurs pays et sera soumis à référendum en Irlande (le 31 mai). Aux Pays-Bas, la démission du gouvernement de coalition le 23 avril suite à des désaccords budgétaires a rendu le climat encore plus incertain, comme en témoigne l'élargissement à 70 points de base de l'écart entre les obligations néerlandaises à 10 ans et les obligations de l'État allemand. Les élections du 6 mai – présidentielles en France et législatives en Grèce – ont suscité des réactions mitigées. Dans un premier temps, les marchés d'actions grecs et français, mais aussi asiatiques, se sont repliés. Les rendements des obligations grecques ont augmenté de près de 2 points de pourcentage, tandis que les obligations d'autres États du sud de l'Europe voyaient également leur rendement augmenter. Dans le reste de l'Europe et aux États-Unis, les marchés d'actions se sont toutefois rétablis rapidement, et une adjudication d'obligations à court terme par l'État français a donné de bons résultats. Dans les jours qui ont suivi, l'impasse politique en Grèce, consécutive aux élections, et la situation préoccupante des banques espagnoles ont rendu plus incertaines encore les perspectives de la zone euro. Dans cet environnement difficile, les craintes des investisseurs, qui redoutent que la Grèce ne sorte de l'euro, avec l'éventualité d'un impact plus large, n'ont fait que s'intensifier.

L'évolution politique dans la zone euro...

La réaction initiale la plus patente a été observée sur les marchés des changes, où l'euro a commencé à se déprécier face au dollar (graphique 7, cadre de gauche). Dans le même temps, les prix des options témoignaient d'une forte hausse des risques perçus de dépréciation de l'euro par rapport aux autres grandes monnaies (graphique 7, cadre du milieu). Cela étant, leurs niveaux restent très modérés par rapport à ceux du second semestre de 2011. Parallèlement, les données relatives aux contrats à terme en cours laissent toujours penser que les investisseurs financiers s'attendent à un affaiblissement de l'euro (graphique 7, cadre de droite). Les données sur le

...a accentué le risque de dégradation

Taux de change de l'euro : indicateurs de risque



¹ Une hausse indique une appréciation de l'euro. ² Le retournement de risque mesure l'asymétrie de la demande d'options hors du cours à des prix d'exercice élevés et à des prix d'exercice faibles, et peut s'interpréter comme l'opinion du marché quant à la direction la plus probable de l'évolution jusqu'à l'échéance la plus proche. Il se définit comme la volatilité implicite pour les options d'achat moins la volatilité implicite pour les options de vente sur la monnaie de base, avec le même delta (25), en %. ³ Volume net des positions longues non commerciales, en milliards de dollars.

Sources : Bloomberg ; CFTC ; Datastream ; calculs BRI.

Graphique 7

positionnement semblent indiquer que la livre sterling est utilisée comme couverture contre de mauvaises surprises concernant l'euro. Il se peut aussi que la livre ait bénéficié d'une réallocation au sein des réserves de change souveraines.

Les afflux de capitaux sur les marchés émergents se tarissent avec l'essoufflement de la croissance

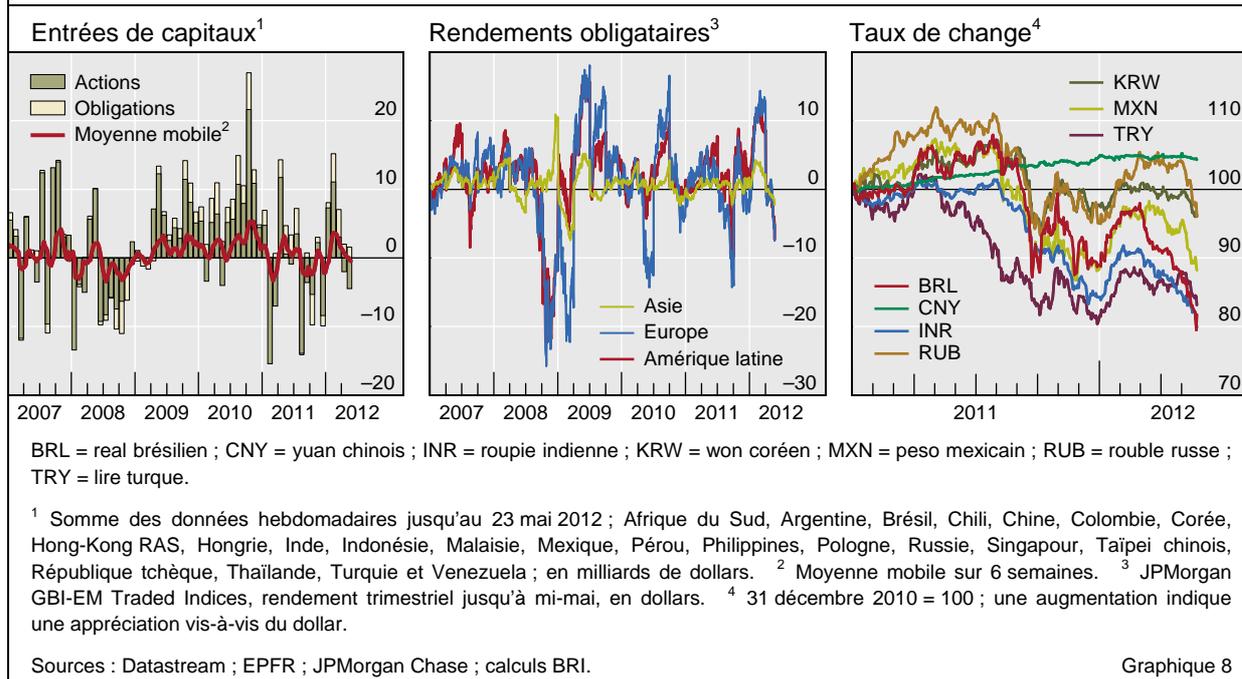
Les préoccupations suscitées par les perspectives de croissance des économies avancées ont par ailleurs incité les investisseurs à réexaminer la solidité de la croissance des marchés émergents.

La croissance chinoise ralentit

En Chine, les indicateurs économiques ont confirmé que le rythme de croissance ralentissait progressivement sous l'effet des mesures plus restrictives adoptées l'année dernière et du tassement de la demande extérieure. Les données économiques d'avril sur la production industrielle, les échanges, l'investissement et les prix de l'immobilier ont confirmé que l'économie suivait une courbe de décélération ordonnée. La combinaison d'une croissance plus lente, d'une inflation plus modérée et d'une baisse persistante du prix des logements dans la plupart des villes chinoises a amené la banque centrale de Chine, le 12 mai, à abaisser rapidement le ratio de réserve obligatoire des banques pour assurer une progression stable de la croissance économique. Cette mesure a suscité des anticipations quant à la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire. Ainsi, pendant la première quinzaine de mai, les prix fixés pour les contrats de change renminbi/dollar à 1 an non livrables ont commencé à refléter une légère dépréciation du renminbi vis-à-vis du dollar.

En Amérique latine et en Europe orientale aussi, les indicateurs économiques ont fait apparaître un ralentissement de la croissance. Face à une croissance moins dynamique et à l'allègement des tensions inflationnistes,

Marchés émergents : flux de capitaux et prix des actifs



la Banque centrale du Brésil a abaissé, en avril, son taux directeur de 75 points de base. À 9 %, ce taux est maintenant inférieur de 300 points de base à son récent sommet de 2011. Cette mesure a accentué les pressions à la baisse sur le real brésilien, qui s'est fortement déprécié face au dollar en avril (graphique 8, cadre de droite).

Après un bref afflux massif de capitaux pendant les deux premiers mois de l'année, les entrées de capitaux dans les économies émergentes ont ralenti depuis mars (graphique 8, cadre de gauche). Ce ralentissement s'est reflété dans les rendements des obligations des marchés émergents, qui ont fortement reculé vers la fin de la période, surtout par rapport aux niveaux élevés qu'ils avaient atteint plus tôt dans l'année (graphique 8, cadre du milieu). Le même schéma s'était déjà produit pendant les derniers mois de 2011.

Avec la résurgence des incertitudes concernant la zone euro, les afflux de capitaux vers les fonds obligataires des marchés émergents se sont sensiblement accrus pendant les premières semaines de mai, alors que les fonds axés sur les obligations d'Europe occidentale devaient faire face à des sorties de capitaux. Parallèlement, les fonds d'actions des marchés émergents ont plus nettement souffert de la dégradation des perspectives de croissance et ont commencé à enregistrer des sorties en avril. Les taux de change sur les marchés émergents ont eux aussi témoigné du changement de climat en avril et en mai, lorsque de nombreuses monnaies ont abandonné tous leurs gains antérieurs par rapport au dollar (graphique 8, cadre de droite).

Les entrées de capitaux dans les économies émergentes ralentissent...

...mais reprennent lorsque l'incertitude s'accroît