

Lettre mensuelle FNIM

Introduction : Focus sur l'erreur de la banque en votre défaveur

Le secteur bancaire est certainement celui qui a le plus d'influence sur les autres et sur l'ensemble de l'économie, la crise récente en est une illustration. Les erreurs des banques en termes de distribution de crédit, de diffusion des risques à travers la titrisation, et de spéculation hasardeuse sont à l'origine de la débâcle actuelle. L'impact de la crise bancaire est systémique puisqu'il s'est répercuté sur les entreprises, les ménages, et même les Etats (30% du PIB de dette supplémentaire dans les pays de l'OCDE). Les tensions récentes que connaît ce secteur, et les nouvelles limitations auxquelles il doit faire face sont-elle à même d'engendrer une nouvelle crise systémique ?

L'état de santé du secteur bancaire européen s'est nettement détérioré depuis le début de la crise. On observe en effet une diminution de 64% du résultat net des principales banques européennes, la capitalisation du marché a été divisée par deux, et les analystes mettent tous en garde sur les perspectives sombres du secteur.

La principale raison au pessimisme des observateurs du paysage bancaire européen vient de l'évolution du cadre réglementaire qui, en l'absence de croissance, risque de peser lourd sur l'activité. La taxe bancaire (sur les bilans), celle sur les transactions financières, ou encore celle sur les bonus n'enchantent guère les banquiers, mais leur cauchemar semble être la directive Bâle 3 en cours de finition.

Cette réforme vise à redéfinir les contours de l'activité des banques, et à sécuriser leur business model pour le rendre moins vulnérable aux erreurs à venir. Elle s'articule autour de deux axes majeurs : l'augmentation des fonds propres, et le financement des investissements de long terme par des ressources de long terme (plus chers). L'IIF (Institut of International Finance), association mondiale des banques estime dans son étude d'impact parue le 10 juin que Bâle 3 coûtera à l'Europe 1% de croissance par an entre 2011 et 2015, et détruira 4,7 millions d'emplois sur la période. Erreur estime Nout Wellink, gouverneur de la banque centrale néerlandaise et président du comité de Bâle, qui anticipe un impact beaucoup plus limité entre 0,5% et 1% pour toute la période. Stephen Cecchetti, chef économiste de la BRI (Banque des Règlements Internationaux) justifie cet écart par le fait que l'estimation des banques « suppose qu'elles ne vont pas du tout adapter leurs métiers aux changements de régulation et que le résultat pour l'économie sera le pire possible ». Or, le but de cette réforme est de les faire changer de modèle, pourvu qu'elle fasse preuve de flexibilité.

Sans prendre parti, il est justifié de considérer que Bâle 3 sera équivalent à un resserrement monétaire rigoureux, qui ne fera l'affaire ni des banques ni de l'économie à court terme. En effet, la réforme renchéra le coût du capital pour les banques et donc pour l'ensemble de l'économie. Cet impact sera encore plus

fort en Europe, où le financement des entreprises dépend pour 74% du crédit bancaire relativement au financement par le marché obligataire, qui est largement majoritaire aux Etats-Unis (76%). Cependant, il s'agit à travers cette directive, de se donner les moyens d'avoir un système bancaire plus viable à long terme et de limiter l'alternance cyclique entre profusion et pénurie de crédit. La stabilité des encours de crédit va de paire avec une stabilité des bénéfices des banques, ce qui inscrit l'économie dans un cercle vertueux. C'est donc une réforme fondamentale qui sera positive par son impact à long terme.

La mise en application de la directive se fera en décembre 2012. Or, dans son rapport sur la stabilité financière du 31 mai 2010, la BCE décrit un secteur bancaire européen fragile qui est loin de s'être remis de ses déboires liés à la crise. Il reste à ce propos 195 Mds € de dépréciation d'actifs à comptabiliser d'ici fin 2011 selon la banque centrale. Par ailleurs, un bon moyen de juger de la solidité des banques européennes serait de s'intéresser à ce qu'elles en pensent elles-mêmes : Les dépôts auprès de la facilité de paiement de la BCE (rémunérés à 0,25%) ont atteint un nouveau record en juin à 320 Mds €, reflétant l'aversion des banques à se prêter entre elles et donc leur avis négatif sur leur propre secteur.

Que sera l'état des banques en décembre 2012 ? Et celui de l'économie ? Si la réforme semble nécessaire et vertueuse à long terme, elle sera douloureuse à mettre en place. Il faudra donc choisir le bon moment pour opérer ce tournant stratégique afin de ne pas enrayer la reprise économique hésitante que l'on connaît.

Economie et politique monétaire

Le message envoyé par les statistiques macroéconomiques du mois de juin est mitigé. Le rétablissement progressif mais continu des paramètres économiques semble s'enrayer. L'incertitude quant à l'évolution à venir de l'économie n'a jamais été aussi grande. Il reste une certitude toutefois : la reprise industrielle est solide.

Le mois de juin a commencé sur un rapport de l'emploi américain décevant, relatant des créations d'emplois mais dont l'écrasante majorité provient des recrutements gouvernementaux pour le recensement. Par ailleurs, les ventes de détail, représentant 70% du PIB américain ont marqué le pas (-1,2%). Le secteur immobilier a subit de plein fouet l'arrivée à échéance des aides gouvernementales, les ventes de logements neufs s'écroulant de 33% sur le mois de mai. On observe aussi un repli des autres statistiques du secteur telles que les ventes dans l'ancien, les mises en chantier, et les permis de construire. Enfin, les indices ISM se sont légèrement repliés mais ils restent à un niveau encourageant. Du côté des bonnes nouvelles, la production industrielle a progressé de 1,2%, et les commandes sont en hausse. Autre bonne nouvelle : les consommateurs américains ont le moral en hausse, la raison principale étant une amélioration de leurs revenus.

En zone Euro, l'enquête sur le climat des affaires indique une amélioration au deuxième trimestre, mais la composante avancée a baissé indiquant un tassement

à venir au cours des prochains mois. Les indices PMI renvoient le même message d'une activité moins soutenue au cours des mois à venir. Par ailleurs, après s'être stabilisé durant deux mois à 10%, le taux de chômage est reparti à la hausse. D'ailleurs, comme aux Etats-Unis, les ventes de détail sont en baisse. La bonne nouvelle vient là aussi de l'activité industrielle qui continue de progresser, les européens profitant, en outre, de la baisse de leur monnaie qui entraîne une hausse des exportations et des commandes à l'industrie.

Les niveaux d'inflation sous-jacente sont en dessous de 1% dans les deux zones, et leur tendance est baissière. Cela donnera certainement toute la latitude aux banques centrales pour maintenir les taux exceptionnels que l'on connaît aujourd'hui « pour une période prolongée », mais attention à ne pas sombrer dans la déflation.

Les banques centrales Fed et BCE, se sont contentées du strict minimum de communication à l'issue de leurs réunions, aucun changement de stratégie n'étant proposé. La BCE a tout de même réussi à calmer les investisseurs par sa sérénité, malgré la tension que connaît le marché interbancaire européen. Au niveau de la Federal Reserve dont les mesures non standard de politique monétaire sont toutes arrivées à terme, rien de nouveau n'a été annoncé. Il faudra surveiller le rétablissement du marché immobilier, qui pourrait nécessiter plus de soutien. La Bank of Canada a été la première des pays du G7 à entamé le processus de normalisation de sa politique monétaire en remontant son taux directeur prudemment de 25 pb à 0,50%.

Finance et marché

Sur le marché des emprunts d'Etats européens, à l'exception de l'Allemagne dont les taux se sont détendus sur le mois, après une trajectoire sinueuse, les autres marchés européens ont subi des tensions. Notons justement que l'OAT n'est plus considéré comme aussi sûr que le Bund, l'Etat français étant en retard sur tous ses partenaires pour la mise en place d'une politique de rigueur. Le 10 ans français est donc repassé au dessus des 3%. Le marché américain continue d'avoir la faveur des investisseurs, et maintient sa tendance à la détente, alors même que des signaux de détresse sont envoyés par le marché des obligations municipales américaines, marché d'une profondeur de 2800 Mds \$ supérieure à celle du marché grec.

Sur le marché du crédit, on retrouve comme sur les autres une succession de courtes tendances, qui s'est soldé par une légère tension. On notera aussi la légère tension sur le marché interbancaire, qui est accentuée par le manque de liquidité.

Sur le marché actions, après le mois de mai catastrophique que l'on a connu et le début du mois de juin qui fut difficile, un retournement de tendance semblait se dessiner à partir du 8 juin redonnant espoir aux investisseurs. Cependant, le rebond fut de courte durée et les indices ont rechuté violemment pour finir le mois en dessous des niveaux du 1^{er} juin.

Sur le marché des changes, la grande nouvelle aura été le retour à plus de flexibilité sur le régime de change du Yuan. Bien que les contours de cette réforme du taux de change soit encore flous, et que la People's Bank of China continue d'influencer fortement les cours du Renminbi, on ne peut que se contenter de ce premier pas de la Chine, tant attendu par le reste du monde. Autre nouveauté : l'euro a réussi à terminer le mois de juin sur ses niveau de fin mai, cette stabilisation succédant à 6 mois consécutifs de baisse.

Si les autres marchés se cherchent une tendance, celui des matières premières a trouvé la sienne : elle est à la hausse. Le roi des métaux profite de l'incertitude qui règne pour se hisser à un nouveau record à 1255\$. D'un point de vue technique, il est dans un canal haussier depuis mai. Le pétrole, malgré une tendance moins claire, s'est adjugé 4% sur le mois.

En conclusion, on remarque que la reprise industrielle est solide, mais que les autres composante économique sont plus mitigées. Deux points d'inquiétude ressortent : le changement de régime sur le marché obligataire français, et le marché immobilier américain qui doit s'auto-entretenir désormais.

Taux de référence au 30 juin 2010

Euribor	1 mois	0.485
Euribor	2 mois	0.585
Euribor	3 mois	0.767
Euribor	6 mois	1.041
Euribor	1 an	1.306
EONIA		0.325
Emprunt d'Etat à 10 ans		3.07