



Le défi des participants au marché européen : maintenir le cap malgré les conditions de marché difficiles et les nouvelles normes réglementaires

N° 63

La crise de l'euro ressemble de plus en plus à un film à suspense produit par Hollywood. Chaque fois que vous croyez que le problème est réglé, il resurgit sous une nouvelle forme. La crise financière mondiale de 2008 n'a été que le début. La perte de confiance et les rajustements causés par les contraintes budgétaires ont suivi l'année suivante et ils ont mené à la grande récession de 2008-2009. Cette crise a été suivie à son tour par la crise de la dette souveraine en 2009, avec une augmentation des dettes déjà élevées en Grèce, et dans les autres pays du « PIGS » – Portugal, Irlande et Espagne. La situation en Europe est passée d'institutions financières fortement endettées à celle de gouvernements nationaux fortement endettés.

La crise est-elle finalement terminée – ou une autre variante surgira-t-elle à l'improviste?

En tant que délégué spécial à l'assemblée et au congrès annuels de l'International Capital Markets Association (ICMA), anciennement l'Association of International Bond Dealers, qui se sont tenus les 23 et 24 mai 2013, j'ai eu l'occasion de prendre connaissance d'un certain nombre de points de vue éclairés sur ce sujet. L'ICMA est un organisme d'autorégulation pour les marchés des titres d'emprunt en Europe. Elle établit les pratiques exemplaires et les normes du secteur pour la négociation des obligations sur les marchés européens. Les membres de l'ICMA comprennent les banques d'investissement internationales, les banques nationales et les sociétés de courtage en valeurs mobilières actives sur les marchés obligataires primaire et secondaire en Europe. L'ICMA et ses sociétés membres constituent le pivot des marchés des titres d'emprunt – au cœur de la tourmente réglementaire qui s'est abattue sur les institutions financières et l'infrastructure du marché.

Consensus du congrès : la crise de la dette souveraine en Europe est terminée

Les marchés européens ont connu une succession de crises depuis la première crise financière mondiale en 2008, et ils sont maintenant aux prises avec le déferlement de réglementations découlant de l'Accord de Bâle III, l'EMID (Directive sur l'infrastructure du marché européen) et la MIFID 2 (Directive

sur les marchés d'instruments financiers). Le congrès a été une occasion d'apprendre de la bouche même des participants au marché les perspectives de l'Europe, les conditions des marchés des titres d'emprunt en Europe, et les problèmes de marché et de réglementation auxquels sont confrontés les participants au marché.

Le consensus qui s'est dégagé au cours du congrès, et qui représente probablement la position du marché en général, est qu'au cours des six dernières années l'Europe a connu une succession de crises – passant d'une crise à la suivante. Le marché est maintenant d'avis que la crise de la dette souveraine est chose du passé. Cela ne veut pas dire que les problèmes ne reviendront pas, au grand dam des investisseurs et des marchés. Cependant, le président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, qui a déclaré en 2010 que « la BCE fera tout ce qu'il faut pour sauver l'euro », a convaincu les marchés que l'UE fournira un financement suffisant par l'entremise du Fonds européen de stabilité financière (EFSF) et du Mécanisme de stabilité européenne (ESM) pour éviter tout défaut sur une dette souveraine et ses conséquences catastrophiques sur les marchés financiers. En effet, la politique monétaire de l'Europe a été branchée sur un respirateur.

La possibilité d'une autre crise de l'euro s'estompe à mesure que les participants au marché se rendent compte que la BCE a atteint les objectifs qu'elle s'était fixés. Cependant, les craintes d'une autre crise ont fait place aux craintes de l'apparition d'une bulle spéculative sur les actifs, particulièrement les actifs immobiliers et les actifs financiers. Mais, cela reste à voir et pour le moment une bulle inflationniste est peu probable malgré l'injection massive de capitaux dans le système bancaire par l'intermédiaire des programmes d'assouplissement quantitatif.

Lente croissance à court et long terme

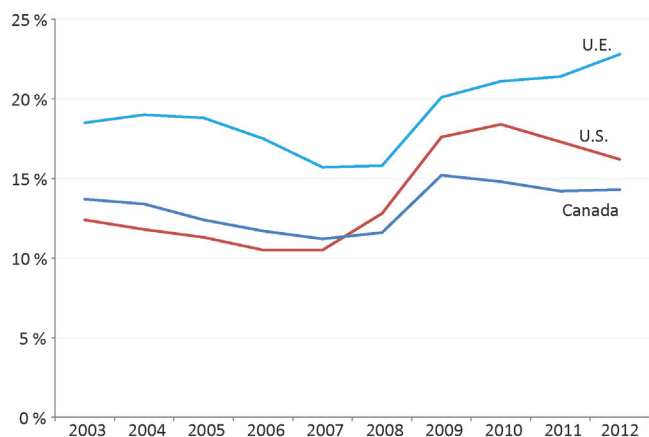
Même s'il est improbable qu'une crise survienne de sitôt, Helge Pederson, économiste en chef à la Banque Nordea, est d'opinion que l'Europe est condamnée à une lente croissance pour au moins les 3 à 5 prochaines années. Parmi les facteurs clés qui contribuent à la persistance du malaise économique, on retrouve : i) la crise de confiance persistante des

consommateurs, entreprises et investisseurs; ii) une politique budgétaire restrictive, alors que l'on se rend compte de plus en plus (particulièrement le FMI) que les multiplicateurs budgétaires ont été sous-estimés, ce qui a causé beaucoup plus de ralentissement économique que prévu; iii) les prix élevés du pétrole; iv) le désendettement en cours dans les secteurs privé et public; et v) les nouvelles réglementations financières qui exercent de fortes pressions procycliques – à cause des règles plus sévères sur les fonds propres et la liquidité, des règles suivies par les chambres de compensation concernant les dérivés de gré à gré, des obligations de déclaration fiscale (FATCA), etc. L'Association des banquiers du Danemark estime que les exigences plus sévères en matière de fonds propres et de liquidité, les impôts et les règles sur les déclarations fiscales ont amputé le PIB du Danemark de presque deux points de pourcentage.

Les perspectives de croissance à plus long terme sont aussi assombries par les déséquilibres structurels des bilans financiers à cause des actifs toxiques illiquides et du manque de fonds propres. Ces déséquilibres exercent des pressions sur les prêts bancaires. De plus, la plupart des pays européens, particulier les pays méridionaux, n'ont pas fait grand-chose pour s'occuper des rigidités structurelles dans leurs marchés des produits et de la main-d'œuvre, ce qui a nui aux efforts nécessaires pour s'ajuster aux conditions plus faibles. Peut-être le problème le plus sérieux est le taux de chômage incroyablement élevé, particulièrement chez les jeunes, ce qui ouvre la voie à la création d'une génération perdue et aux troubles sociaux. Ces inquiétudes, renforcées par l'impact imprévu des politiques d'austérité, demandent la mise en place de stimulus à court terme.

Génération perdue

Taux de chômage des jeunes (15-24 ans)



Source : Eurostat, Statistique Canada

Réformes bancaires : essayer de prévenir d'autres chocs

Les décideurs politiques en Europe mettent l'accent sur la réforme structurelle du système bancaire européen et l'harmonisation de la surveillance réglementaire afin de renforcer le système bancaire face à de futurs chocs,

d'encourager les banques à faire plus de prêts et de renforcer la confiance. Erkki Liikanen, gouverneur de la Banque centrale de Finlande et président du Groupe d'experts de haut niveau de l'UE, a expliqué les récentes recommandations de ce groupe. Le groupe a conclu qu'en plus des nouvelles exigences sur les fonds propres, des réformes structurelles sont nécessaires pour protéger les banques européennes et les rendre plus solides.

Le groupe a recommandé des actions sur les points suivants : i) obligation de séparer les dépôts bancaires des activités de négociation, notamment la négociation pour compte propre et les activités de tenue de marché; ii) en cas de défaillance bancaire, réduction de valeur des réclamations ou conversion des réclamations en actions à l'aide d'instruments de renflouement interne pour les déposants chirographaires; et iii) renforcement des règles sur la gouvernance des sociétés. Les instruments de renflouement interne réduiront la garantie implicite des gouvernements sur le financement sans collatéral en cas de faillite, ce qui augmentera les coûts de financement des banques.

Ce ne sont pas toutes les catégories d'instruments de dépôt qui bénéficieront de l'utilisation des instruments de renflouement interne. La transparence sera donc importante pour clarifier ce qui se passera pour chaque catégorie en cas de défaillance. Ces changements devraient permettre aux obligations sécurisées, qui constituent déjà un marché actif, de devenir encore plus populaires. Les recommandations du Groupe d'experts de haut niveau ne font que commencer. D'autres consultations et révisions sont prévues avant l'adoption d'une législation.

L'UE a aussi mis l'accent sur la supervision bancaire et des mécanismes de résolution des défaillances. Bernard Coeure, membre du directoire de la BCE, a décrit les étapes pour mettre sur pied un seul mécanisme de supervision et de règlement des défaillances afin de renforcer le système bancaire européen, d'augmenter la confiance et d'adopter une réglementation qui établit des conditions de concurrence équitables. Le Mécanisme unique de supervision (SSM) prévoit un organisme de réglementation unique et indépendant. La BCE propose de réglementer environ 100 à 200 institutions en Europe, alors qu'on estime qu'il y en a environ 6 000. Cependant, elle se réserve le droit de réglementer n'importe quelle institution présente sur les marchés si les circonstances le justifient.

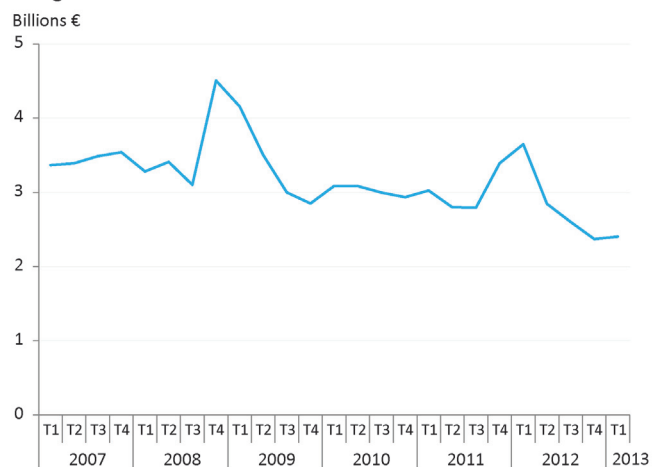
La seconde partie de ces propositions est le Mécanisme unique de résolution (SRM), qui prévoit un mécanisme de règlement des défaillances des banques, notamment ce qui se passe avec les dépôts lorsqu'une banque est en défaillance. Les règles de préférence en matière de dépôts déterminent en cas de faillite quels sont les dépôts qui bénéficient des instruments de renflouement interne ou qui subissent une dévaluation et quels sont ceux qui sont complètement protégés par le secteur public. L'UE a encore beaucoup à faire avant d'être capable de créer ces règles.

L'harmonisation des règles poursuivie dans le but de renforcer

le système bancaire est importante pour redémarrer les activités de prêt parce que les entreprises européennes se fient beaucoup aux banques pour les prêts à terme et le financement par actions. Les marchés obligataires sont encore importants pour les plus grandes entreprises et le financement des gouvernements. Le marché des obligations sécurisées est une source clé de financement pour les banques. Les marchés obligataires européens se sont améliorés récemment, malgré les problèmes de Chypre. Les marchés obligataires gouvernementaux sont évidemment plus solides dans les pays européens septentrionaux que méridionaux. En plus de l'amélioration de la confiance, l'immense liquidité en quête de rendements et la diversification des devises ont permis aux sociétés d'augmenter les activités sur les marchés obligataires gouvernementaux.

Émission de titres d'emprunt en Europe

Obligations et instruments du marché monétaire



Source : Eurostat

Malgré la récente amélioration des conditions du marché, la liquidité n'a pas été à la hauteur des attentes et elle est restée encore inférieure à ce qu'elle était avant la crise. Il y a une série de facteurs qui expliquent le peu de reprise sur les marchés secondaires. La confiance des investisseurs reste faible en général, même si les conditions se sont améliorées. Deuxièmement, les fonds propres dévolus aux titres à revenu fixe ont diminué à cause des règles plus strictes en matière de fonds propres et de liquidité prévues à l'Accord de Bâle III. Pour les mêmes raisons, les financements bancaires sont devenus plus dispendieux. Troisièmement, l'alternance des marchés au cours des dernières années entre l'appétit et l'aversion pour le risque a augmenté les risques des teneurs de marché, ce qui a contribué à une diminution des titres en stock. Enfin, le financement par la mise en pension de titres est devenu plus coûteux à cause de la difficulté d'obtenir des garanties, ce qui décourage la prise de positions courtes aux fins de couverture. Tous ces facteurs ont modifié les activités de négociation des obligations : diminution de la taille des opérations, négociation sur représentation et nouvelles plateformes électroniques, ce qui a fragmenté le marché. Les sociétés de courtage s'inquiètent aussi de l'impact de l'augmentation de la transparence des

marchés obligataires prévue par la MIFID 2.

Gestion des garanties

La pénurie et le besoin croissants d'une gestion efficace des garanties ont été une constance dans les marchés des titres d'emprunt et les marchés des dérivés de gré à gré à la suite de l'augmentation de la demande de garanties pour la négociation des obligations sécurisées et les mises en pension, de l'hésitation à prêter des valeurs mobilières à cause de l'incertitude juridique sur le droit de propriété, et des nouvelles exigences imposées aux chambres de compensation en matière de négociation des dérivés de gré à gré. La BCE a joué un rôle important de compensation par ses programmes d'assouplissement quantitatif qui ont permis d'échanger des garanties de faible qualité pour des garanties de grande qualité.

Cependant, le consensus du marché est qu'il y a suffisamment de garanties pour satisfaire les besoins du marché. Le vrai problème est l'obtention rapide de garanties lorsqu'on a besoin. La transparence doit s'accroître de même que les interrelations entre les chambres de compensation. Beaucoup de progrès a été réalisé par Euroclear et Clearstream pour renforcer leurs liens et améliorer l'interopérabilité de leurs opérations. On considère en général que l'augmentation de la demande pour des garanties améliorera le prix des garanties en encourageant plus de participants à offrir des garanties sur les marchés. Les liens technologiques entre les activités de négociation et de compensation seront importants pour les marchés afin de leur permettre d'être efficaces.

Défi des gestionnaires d'actifs : satisfaire les demandes de liquidités

Les gestionnaires d'actifs ont été touchés durement par ce qui s'est passé récemment sur les marchés obligataires des gouvernements et ceux des sociétés. Les faibles rendements obligataires ont d'une part empêché les fonds gérés de fournir un rendement compétitif à leurs clients et d'autre part empêché les caisses de retraite de se conformer à leurs obligations actuarielles. Ces résultats ont incité à augmenter les investissements dans les marchés émergents, les fonds de placement privé et l'immobilier. Les gestionnaires d'actifs ont de la difficulté à satisfaire les demandes de liquidité de leurs clients à cause de la faible liquidité des marchés obligataires secondaires et l'augmentation des actifs illiquides dans les portefeuilles. Les fonds de couverture ont imposé des limites au rachat pour diminuer l'impact négatif sur les rendements d'une demande subite de rachats. Les placements dans des actifs illiquides, les fonds de placement privé et l'immobilier compliquent l'évaluation des actifs d'un portefeuille. Le déferlement de nouvelles réglementations qui s'appliquent au secteur des fonds d'investissement et qui mettent l'accent sur la transparence, la gérance et l'équité envers les clients aggrave les difficultés pour s'adapter à ces changements du marché. De plus, certains croient que les gestionnaires d'actifs font partie du système bancaire parallèle et qu'ils devraient être assujettis aux mêmes règlements que les banques. Cependant, même s'il est approprié de revoir les règles, il est important de se

rappeler que le volume attribuable aux gestionnaires d'actifs est insuffisant pour avoir une incidence systémique sur les marchés, comme il a été démontré lors de la dernière crise des fonds de couverture, et qu'ils ne sont pas aussi endettés que les banques.

Conclusion : pris entre l'arbre et l'écorce

Même si on se félicite de la confiance de plus en plus grande que la crise de la dette souveraine est terminée, plusieurs régions en Europe semblent être coincées entre des conditions de marché difficiles et de nouvelles normes réglementaires. Le défi est de s'occuper des conditions difficiles sans introduire de normes réglementaires qui créeront plus de problèmes qu'elles n'en résoudront.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Juillet 2013