

001 /  
JUILLET 2020

## INTRODUCTION

D'une crise à une autre.

## ANALYSE MARCHÉS

Marchés Financiers :  
poursuite du  
déconfinement et de la  
reprise économique.

## ANALYSE RÈGLEMENTAIRE

Passage au taux €STR  
en danger ?

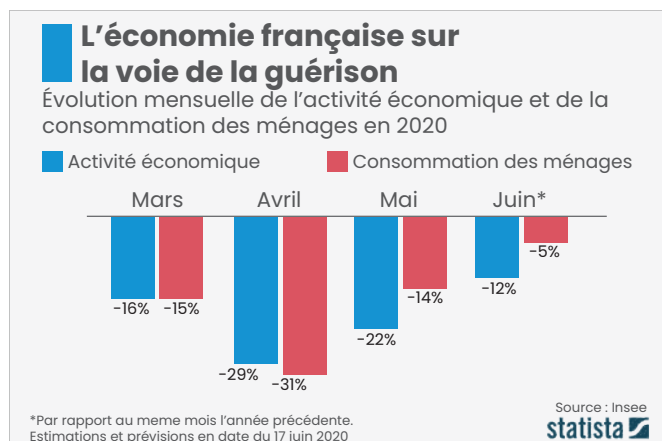
# VERS UN REBOND POST CORONA VIRUS ?



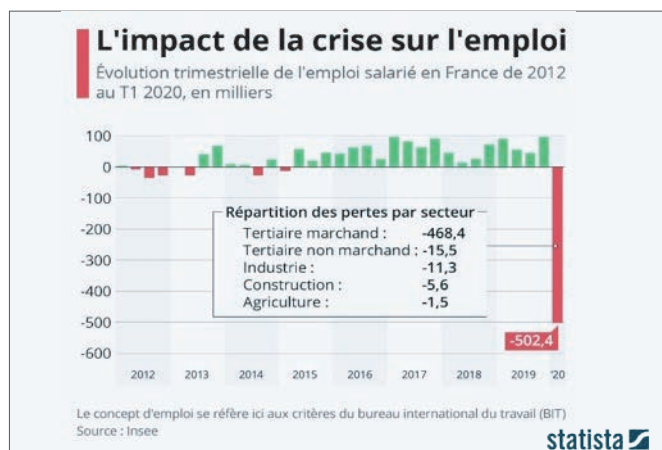
# INTRODUCTION : D'UNE CRISE À UNE AUTRE.

La situation économique est restée difficile en juin malgré les mesures de déconfinement. Ces mesures ont permis une légère amélioration des indicateurs économiques et sociaux. Les gouvernements et les banques centrales ont poursuivi, et parfois intensifié, leurs politiques de soutien à l'activité. Les marchés actions, portés par la perception que le plus dur est passé, ont poursuivi leur rebond tout au long du mois, avec une reprise d'activité un peu partout en Europe et dans le monde.

Mais où en est l'économie française ? Les mesures mises en place par le gouvernement ont permis une protection forte et efficace des ménages. Grâce au chômage partiel, ils n'ont perdu en moyenne que 5 % de leurs revenus pendant les huit semaines de confinement, alors que le PIB baissait de 30 %. La grande majorité des actifs n'a pas connu de dégradation sensible de son revenu. La consommation a rebondi plus fortement qu'espéré entre mi-mai et mi-juin pour revenir à une situation quasi-normale, sans effet de sur-consommation post confinement.



Côté entreprises, on ne voit pas encore de vague de faillites car les prêts garantis par l'Etat ont permis de repousser le problème. Mais les questions de solvabilité sont à venir. Le PIB pourrait finalement reculer de 9 %, selon l'Insee, en 2020, et non pas de 11 % comme le prévoyait Bercy. Ce sont tout de même 50 milliards d'euros de mieux qu'espéré, même s'il reste encore de nombreuses incertitudes, notamment sanitaires. Le ministère de l'Economie prévoit même un rebond du PIB en 2021, grâce notamment à des créations d'entreprises et de relocalisation sur le territoire de nombreuses activités.



L'actualité du mois de juin a été marquée aussi par la campagne et le second tour des élections municipales en France, qui s'est tenu dimanche 28 juin dans près de 5 000 communes. L'un des principaux enjeux de ce scrutin hors normes, organisé trois mois après le premier tour, était la participation, alors que la crise sanitaire perdure. Pour le premier tour, moins d'un électeur sur deux (44,3 %, contre 63,5 % en 2014) s'était déplacé. A l'issue d'une campagne souvent cantonnée aux réseaux sociaux et aux médias, une abstention massive a été enregistrée puisque le taux de participation s'élève seulement à 41,6%.

Nous retiendrons :

Une déception pour LREM: Stanislas Guerini, le délégué général de La République en marche (LREM), a reconnu lundi la déroute de la majorité présidentielle. A Bordeaux, Strasbourg ou Lyon, LREM a échoué face aux écologistes.

Une vague « verte » dans les grandes villes: Les écologistes ont remporté de grandes villes dimanche soir. Le parti EELV et leur alliés se sont imposés, montrant une réelle préoccupation des français pour l'écologie. C'est un basculement qui semblait pourtant prévisible à la vue des bons résultats qu'avaient obtenu les listes écologie aux élections européennes.



Les Républicains puissants dans les villes moyennes: traditionnellement populaire pour les élections municipales, Les Républicains n'ont pas failli. Les candidats du parti de droite sont arrivés largement en tête dans les communes de taille moyenne. Christian Jacob, président de LR, a affirmé que sa formation avait remporté la victoire dans « plus de la moitié des villes de plus de 9 000 habitants ». Si Les Républicains ont perdu Bordeaux, Nancy ou Perpignan, ils ont réussi à garder Nice ou encore Limoges.

Ces différents résultats marquent aussi le pas pour la politique du président E. Macron. En effet, même si nous savons que des élections locales ne se basent pas uniquement sur la couleur politique, un basculement vers la droite et l'écologie devront être pris en compte pour les prochains choix du président et du gouvernement, sous peine de sanction pour les prochaines échéances électorales et pour les différents votes de réformes. L'économie devra s'adapter de la même manière avec des changements radicaux à prévoir notamment sur le consommation et la production industrielle.



# MARCHÉS FINANCIERS :

## POURSUITE DU DÉCONFINEMENT ET DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE.

Les indicateurs parus au cours du mois de juin ont, dans l'ensemble, fait état d'une nette amélioration du climat des affaires aux Etats-Unis et en zone euro dans la foulée de la levée des mesures de confinement. Cependant, l'activité économique restait tout de même très en-dessous de la normale, freinée par les importants dégâts causés par la crise sur le marché du travail et par la menace persistante d'une résurgence de l'épidémie. Après leur très fort rebond des mois précédents, les marchés d'actions ont été un peu plus hésitants.

Globalement, en dépit de certaines fluctuations et dans le sillage de la levée des mesures de confinement un peu partout dans le monde, les derniers PMI publiés se sont considérablement améliorés par rapport au creux des mois précédents. Les entreprises implantées dans tous les grands pays faisant état d'une amélioration des conditions d'exploitation tant dans les services que dans le secteur manufacturier. Cependant, malgré un redressement, les PMI restent, pour l'essentiel, en territoire de contraction, ce qui signifie que l'activité économique a continué à décliner en juin, bien qu'à un rythme nettement plus lent.

Alors même que la phase de déconfinement se poursuit sur l'ensemble de la planète, la menace d'une seconde vague est désormais très probable. Le monde continue de scruter la situation en Chine, perçue comme un poste d'observation avancé de ce qui pourrait se produire dans les pays touchés après elle par la crise sanitaire. Après avoir scruté les mesures mises en œuvre par Pékin, les investisseurs constatent désormais l'amélioration de son niveau d'activité, que ce soit sur le plan manufacturier comme sur le plan de la consommation des ménages.

Nous assistons de la même manière à des mesures de reconfinement un peu partout en Europe (Espagne, Portugal, Italie, Serbie, etc). Le virus est bel et bien toujours d'actualité au regard de la situation sur le continent Nord et Sud Américain, où le choc est toujours plus présent. Pour les Etats-Unis, la faiblesse de la demande mondiale est un frein majeur. L'inflation est restée modérée, tandis que le marché du travail a

continué de subir une forte pression même si les destructions d'emplois ont nettement diminué en juin.

La faiblesse de la demande mondiale reste le principal frein, les entreprises du monde entier signalant une demande modérée de la part de leurs clients internationaux, ceux-ci étant toujours perturbés par la pandémie. La pression sur le marché de l'emploi était encore très forte en juin, malgré un ralentissement des suppressions d'emplois et un début de retour des travailleurs au chômage partiel. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement étaient encore importantes en juin, en dépit d'une certaine amélioration constatée par les entreprises à la faveur du redémarrage d'une grande partie de l'économie mondiale. Les entreprises ont manifesté un regain d'optimisme quant à l'avenir de l'activité commerciale.

En Chine, un débat national a été lancé par le premier ministre sur le niveau réel de pauvreté et sur la nécessité d'ouvrir les vannes au commerce ambulant, un indice des prix à la production en baisse de 3,7 % en mai sur un an, des tensions sans cesse accrues avec les Etats-Unis... Le coronavirus n'a fait qu'aggraver une situation déjà en berne. Tous les indicateurs étaient déjà passés à l'orange voire au rouge. Pour cela, le gouvernement a fait une annonce forte : la croissance devrait repartir dès le troisième trimestre 2020. Grâce à toutes les mesures annoncées (déficit budgétaire accru, émission d'obligations et baisses de diverses taxes et cotisations sociales), ce sont 6 200 milliards de yuans (environ 773 milliards d'euros) qui sont de fait injectés dans l'économie, bien plus que les 2 000 milliards de yuans souvent annoncés.

L'Union Européenne fait face de plus à d'autres problèmes. En effet, le Brexit n'est toujours pas acté. La date limite du 30 juin est passée sans que le Royaume-Uni ne demande une extension de la période de transition. Cette période expirera donc le 31 décembre prochain. Il ne reste dès lors plus que quelques mois pour négocier un nouveau régime de commerce entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE), afin d'éviter que leurs échanges ne soient régis par le seul cadre de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), ce qui entraînerait des frictions considérables (droits de douane et, surtout, contrôles aux frontières).

Marchés Actions	30/06/2020	Perf. 1 mois
CAC 40	4936	5,1%
DAX 30	12311	6,2%
EUROSTOXX 50	3234	6,0%
S&P 500	3100	1,8%
NIKKEI 225	22288	1,9%

Marchés Taux	30/06/2020	Perf. 1 mois
EONIA	-0,47	-2 pb
€STR	-0,56	0,1 pb
EURIBOR 3 MOIS	-0,42	-12 pb
LIBOR USD 3 MOIS	0,30	-4 pb
LIBOR JPY 3 MOIS	-0,05	-0,1 pb

Source Bloomberg

Change	30/06/2020	Perf. 1 mois
EUR/USD	1,12	1,2%
EUR/GBP	0,91	0,7%
EUR/JPY	121,3	1,3%
EUR/CHF	1,06	-1,6%

Mat. Premières	30/06/2020	Perf. 1 mois
Pétrole BRENT	41\$/baril	16,5%
Or	1 781\$/onze	2,9%

Change	30/06/2020	Perf. 1 mois
ITRAXX Main	64 pb	-1 pb
ITRAXX Crossover	371 pb	-3 pb
ITRAXX Fin. Senior	76 pb	-1 pb

Source Bloomberg



# ANALYSE RÉGLEMENTAIRE : PASSAGE AU TAUX €STR EN DANGER ?

Les taux d'intérêt de référence jouent un rôle central dans le système financier, le système bancaire et l'économie. Divers acteurs les utilisent, des banques qui accordent des crédits aux entreprises et aux ménages aux acteurs des marchés. Face à la défiance des investisseurs et des professionnels du secteur, la BCE a estimé qu'il était nécessaire de renforcer le cadre réglementaire applicable aux indices de références et réformer ainsi la manière de calculer les indices et les taux de référence. L'UE met en avant le taux €STR (Euro Short-Term Rate) en remplacement du taux EONIA, jusqu'ici externalisé.

## POURQUOI CE DURCISSEMENT DU CADRE RÉGLEMENTAIRE ?

Les taux d'intérêt de référence sont des taux d'intérêt actualisés régulièrement, accessibles au public. Ils sont au centre de nombreux contrats financiers en étant des bases de comparaison pour la performance des produits financiers. De plus, la Banque Centrale Européenne (BCE), par exemple, utilise ces taux pour vérifier et assurer la stabilité des prix dans la zone euro. La Commission Européenne a estimé que le taux interbancaire en euros servait de référence à des contrats d'une valeur nominale d'environ 180 000 milliards d'euros.

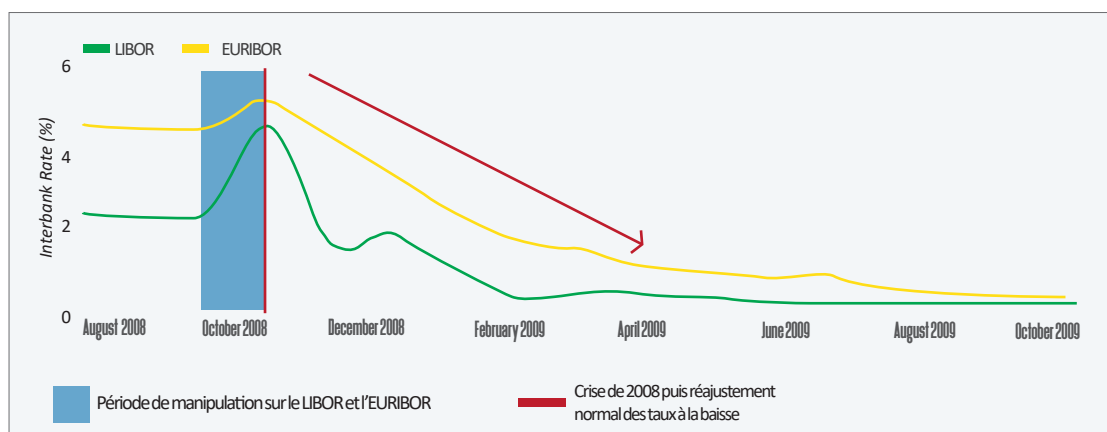
L'EURIBOR et le LIBOR sont calculés à partir de déclarations journalières des banques sur leur capacité d'emprunt et non pas sur des volumes réellement échangés. Ces « déclarations » sont à la base des scandales récents sur le marché londonien, puis sur le marché européen. En effet, les banques qui participaient à la déclaration permettant d'évaluer les différents taux se sont entendues afin de s'accorder sur un prix qui leur permettaient d'être en position favorable sur les marchés.

## QUELLE EST LA RÉPONSE DES AUTORITÉS FACE CETTE SITUATION ?

En 2017, la BCE a décidé de mettre au point le taux à court terme en euros (€STR), destiné à servir

d'indice de référence à la place de l'EONIA. L'€STR a été conçu de manière à refléter combien une banque doit payer quand elle emprunte de l'argent au jour le jour à différentes contreparties financières sans fournir de garanties. Plus précisément, son calcul repose sur les taux d'intérêt des emprunts en euros sans garantie, contractés au jour le jour par les établissements bancaires. L'€STR porte donc sur un éventail d'opérations plus vaste que l'EONIA, qui rend compte uniquement des transactions réelles entre banque, fournies par un échantillon de banques plus important que dans le cas de l'EONIA.

L'€STR est ainsi à l'abri des manipulations et exprime avec plus de fiabilité le taux auquel l'argent est emprunté sans garanties dans la zone euro. Son mode de calcul est pensé différemment de celui de l'EONIA, qui est calculé chaque jour en fin de journée sur la base de transactions déclarées. De plus, le calcul révisé est pondéré par le volume, afin de corriger un biais actuel de l'EONIA et sera toujours publié à J+1. Durant la phase de transition, la méthodologie préconisée est de calculer l'EONIA à partir de la valeur du pré-€STR (calcul de l'€STR en période transitoire) auquel s'ajoute un spread. Le spread est déterminé à partir de la moyenne des écarts des 12 derniers mois entre la valeur de l'EONIA et celle du pré-€STR et vaut 8,5 bps.











## QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES POUR LES ACTEURS DU MARCHÉ ?

Le remplacement de l'EONIA par l'€STR nécessite donc des changements opérationnels et juridiques pour prendre en compte les changements d'horaire et de jour de publication ainsi que le nouveau mode de calcul. Dans les contrats existants faisant référence à l'EONIA et arrivant à échéance après décembre 2021, il est recommandé de préciser la méthode de calcul de l'EONIA pendant la phase de transition et la façon dont celui-ci sera remplacé intégralement par l'€STR en 2022. Jusqu'au 1er janvier 2022, l'EONIA et l'€STR vont donc continuer à coexister.

Pourtant, les experts du groupe de travail sur le taux sans risque de la BCE émettent des réserves sur la transition de l'EONIA à l'€STR. Après de premières recommandations formulées fin août 2019, le groupe de travail insiste sur l'information nécessaire des parties prenantes sur cette échéance au-delà de laquelle les contrats indexés sur l'EONIA comporteront un risque important. Concernant les produits «cash», le transfert du stock de contrats en EONIA avec des maturités au-delà de 2021 a débuté trop doucement, même dans les grandes banques.

Les professionnels du secteur sont tout autant préoccupés par la situation actuelle. Le groupe de travail recommande aux participants de marché d'être prêts à couvrir l'exposition correspondante en €STR, ce qui implique un marché déjà liquide de dérivés en €STR, une transition fluide en termes de caractéristiques produit, une préparation ciblée sur un ensemble de produits dérivés de base, et la prise en compte du fait que le contrat soit «compensable» ou pas au niveau d'une CCP, ainsi qu'une proactivité des teneurs de marché dans la tarification des dérivés en €STR

Enfin, la situation pour les banques devra s'équilibrer entre la fiabilité et la clarté des informations transmises à la BCE relatives aux transactions effectuées sur le marché et la transparence dans l'utilisation des taux de références qui découleront de ces transactions. Le travail de pédagogie à réaliser est donc colossal, tant les parties prenantes sont nombreuses et tant les montants impliqués directement ou indirectement sont élevés. Un travail nécessaire qui peut également être vu comme une opportunité de renforcer la relation client dans un contexte de taux bas et de compétition féroce entre les acteurs de la place.

Devise	Indice de référence actuel	Indice alternatif	Régulateur	Groupe de travail
USD 	USD LIBOR	SOFR (Secured Overnight Financing Rate)	Federal Reserve Bank of New York	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
EUR 	EURIBOR	To be confirmed. Alternatives might include a EURIBOR Hybrid or ESTER (Euro Short Term Rate)	European Money Market Institute	European Central Bank - Euro risk-free rate working group
EUR 	EONIA	ESTER (Euro Short Term Rate)	European Central Bank	European Central Bank - Euro risk-free rate working group
GBP 	GBP LIBOR	SONIA reformed (Sterling Overnight Index Average)	Bank of England	Sterling Risk-Free References Rates
CHF 	CHF LIBOR	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	Swiss National Bank	National Working Group on Swiss Franc References Rates (NWG)
JPY 	JPY LIBOR TIBOR	TONAR (Tokyo Overnight Average Rate)	Bank of Japan	Study Group on Risk-Free Reference Rates

Source PWC

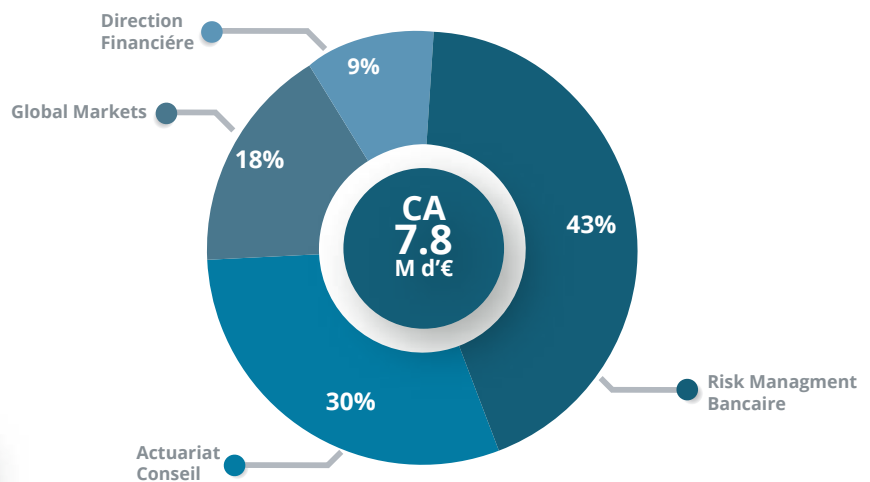


# NEXIALOG CONSULTING EN QUELQUES MOTS

Cabinet de conseil indépendant en Risk Management, Actuariat et Finance, Nexialog Consulting connaît une croissance forte et régulière depuis sa création en 2006.

Organisé autour de nos quatre pôles d'expertise (Actuariat Conseil / Risk Management Bancaire / Global Markets / Direction Financière), Nexialog Consulting s'est imposé ces dernières années comme un acteur de référence dans le secteur du conseil.

Fort de ses 80 collaborateurs, le cabinet accompagne les plus grands acteurs de l'assurance et de la banque afin de répondre à leurs enjeux opérationnels et réglementaires.



**Lilian Gonzalez Pocovi**  
Consultant Senior  
Global Markets

Mob. : +33 (0)6 16 42 68 03  
lgonzalez@nexialog.com



**Pierre Gineste**  
Manager Global Markets

Tél. : +33 (0)1 44 73 75 00  
Mob. : +33 (0)7 64 57 86 71  
pgineste@nexialog.com



**Paul-Antoine DELÉTOILLE**  
Responsable de Compte  
Global Markets

Tel. : +33 (0)1 44 73 75 70  
Mob. : +33 (0)7 64 57 86 69  
padeletoille@nexialog.com