

Vue d'ensemble : retour prudent de la tolérance au risque

Après deux semaines marquées par une amplification des turbulences et une montée des préoccupations quant aux risques systémiques début mars, la tolérance des investisseurs au risque a fait un retour prudent sur les marchés financiers jusqu'à fin mai 2008. Le dénouement non maîtrisé des positions à effet de levier, amorcé en 2007, s'est intensifié à partir de fin février, les marchés d'actifs devenant de plus en plus illiquides et les valorisations chutant à des niveaux préoccupants. Les marchés se sont, toutefois, repris à la suite des interventions réitérées des banques centrales, la Réserve fédérale facilitant, quant à elle, le rachat d'une grande banque d'investissement américaine. À l'inverse, les marchés interbancaires ne sont pas parvenus à se redresser, par manque de liquidité.

La mi-mars a marqué un tournant pour de nombreuses catégories d'actifs. Dans un contexte de couvertures des positions courtes, les primes de risque sont revenues à leurs niveaux de mi-janvier, autour desquels elles ont fluctué pendant tout le mois de mai. La liquidité de marché s'est améliorée, favorisant une meilleure différenciation des prix entre instruments. Cette stabilisation et des perspectives économiques quelque peu moins pessimistes ont contribué, en outre, à une amélioration sur les marchés d'actions. Dans cet environnement, les rendements des obligations d'État, après s'être inscrits à des creux, ont vivement augmenté, sous l'effet, en partie, d'une moindre recherche de la sécurité et, en partie, du sentiment de plus en plus fort des investisseurs que l'incidence des turbulences sur l'économie réelle pourrait être moins marquée qu'anticipé. Les actifs des économies émergentes ont globalement suivi les évolutions observées dans les économies avancées, alors que l'inflation a remplacé les risques pour la croissance au premier rang des préoccupations.

Les turbulences sur le marché de la dette cèdent la place à une fragile reprise

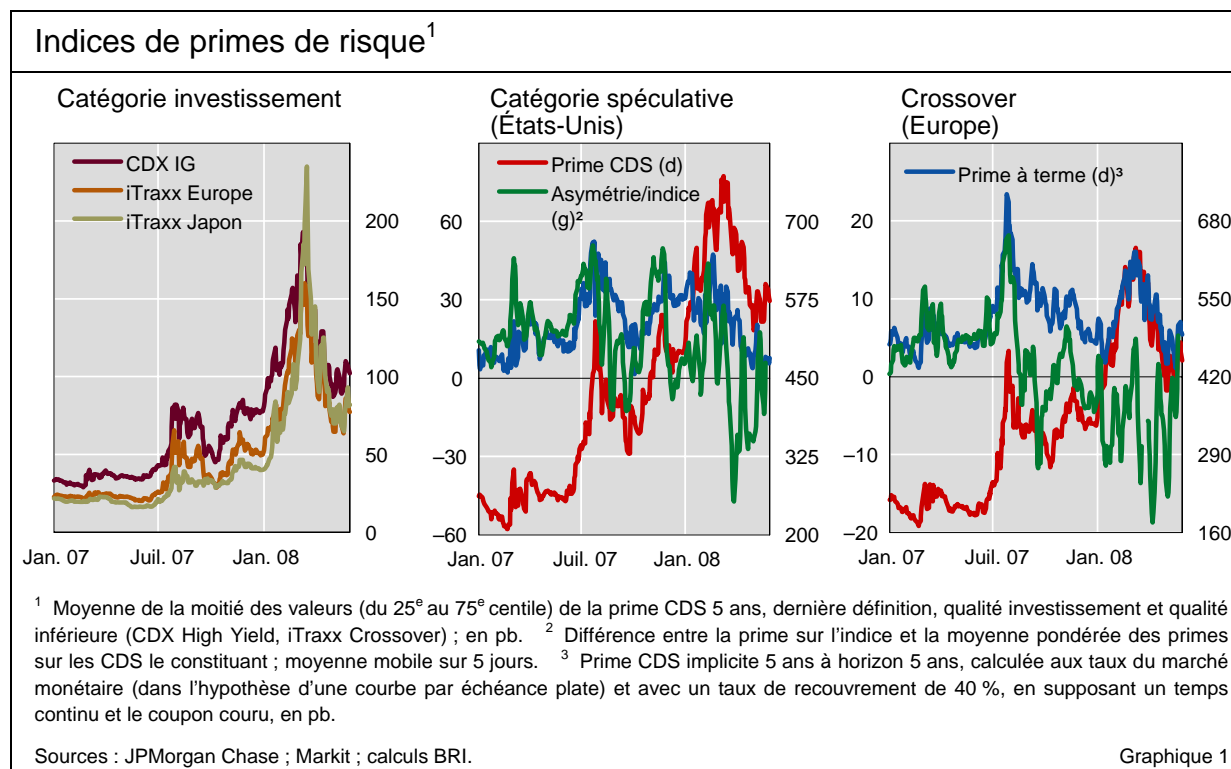
Après deux semaines d'instabilité croissante début mars, les marchés de la dette ont enregistré un prudent retour de la tolérance au risque, les primes revenant des niveaux très élevés enregistrés au premier trimestre 2008. Ce

revirement du sentiment des opérateurs s'est produit mi-mars, suite aux interventions répétées de la Réserve fédérale en vue d'améliorer le fonctionnement des marchés et d'éviter l'effondrement d'une grande banque d'investissement américaine. Ces mesures ayant apaisé les préoccupations quant aux risques pour le système financier, l'activité a repris sur des marchés précédemment perturbés et les prix de toute une gamme d'actifs à risque sont repartis à la hausse.

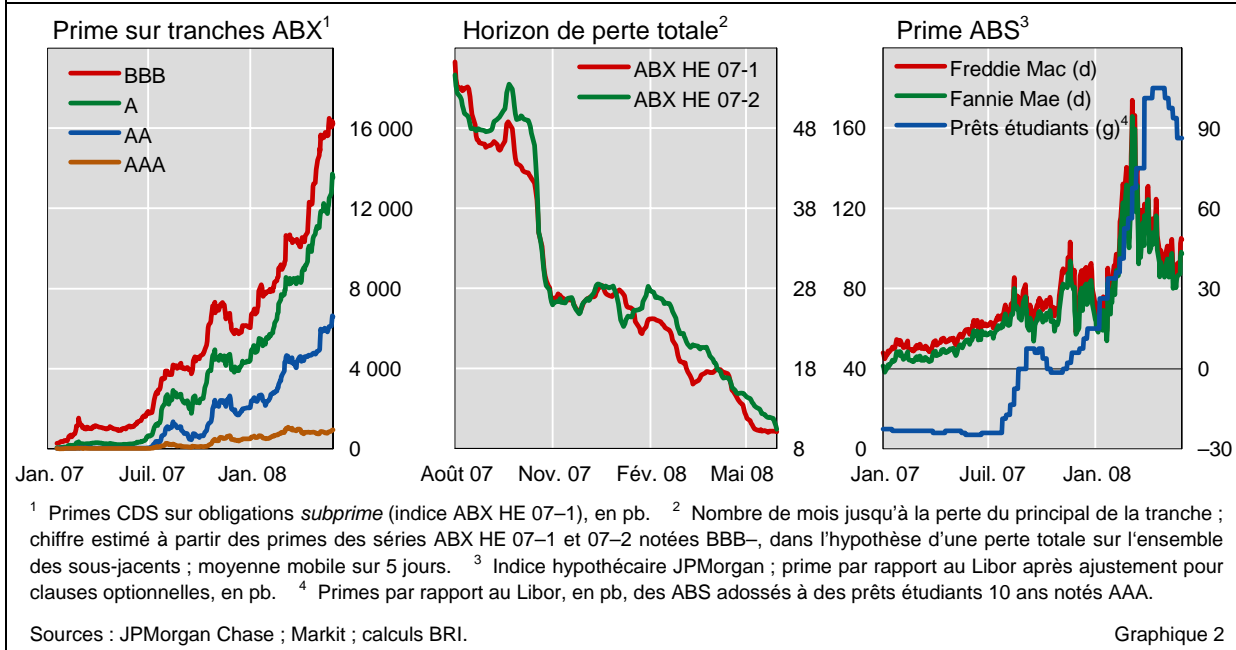
Entre fin février et fin mai, l'indice américain CDX 5 ans a diminué d'environ 144 pb (à 573 pb) pour la catégorie à haut rendement et de 63 pb (à 102 pb) pour la catégorie investissement. Les indices européens et japonais ont globalement suivi, cédant entre 25 et 153 pb. Après avoir tous augmenté entre le 10 et le 17 mars, pour atteindre ou avoisiner leurs plus hauts niveaux depuis leur création, les cinq indices se sont ensuite replier pour se stabiliser autour de leurs valeurs de mi-janvier, encore nettement au-dessus des niveaux inscrits avant le début des bouleversements de mi-2007 (graphique 1).

Les turbulences sur les marchés de la dette se sont intensifiées début mars, créant les conditions du net revirement du sentiment observé ensuite. Des pressions croissantes ont pesé sur les bilans des banques tout au long de la crise, mais elles se sont encore accentuées en début de mois. Tandis que les banques continuaient de réduire leurs expositions sur toutes les lignes de métier, l'accroissement des décotes sur les pensions a incité plusieurs fonds alternatifs et autres investisseurs à effet de levier à dénouer leurs positions. De ce fait, des préoccupations quant à une cascade d'appels de marge et de ventes d'actifs forcées ont accéléré le retrait des investisseurs. Ce faisant, les

Les turbulences se sont intensifiées début mars...



États-Unis : marché de la titrisation



...dans un contexte de tarissement de la liquidité...

primes sur les actifs même les mieux notés ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés, la liquidité disparaissant de la plupart des marchés obligataires. Parmi ces actifs figuraient des opérations de titrisation de crédits étudiants aux États-Unis, dont les expositions sous-jacentes sont presque entièrement protégées par des garanties fédérales, ainsi que des titres adossés à des hypothèques émis par des agences paragouvernementales aux États-Unis (graphique 2, cadre de droite). En outre, la volatilité implicite, exprimée en termes absolus, est remontée à des niveaux comparables à ceux observés au commencement de la crise, à l'été 2007, ce qui atteste d'une incertitude accrue (graphique 3, cadre de droite).

...et d'incertitude accrue

Pourtant, les interventions répétées des banques centrales...

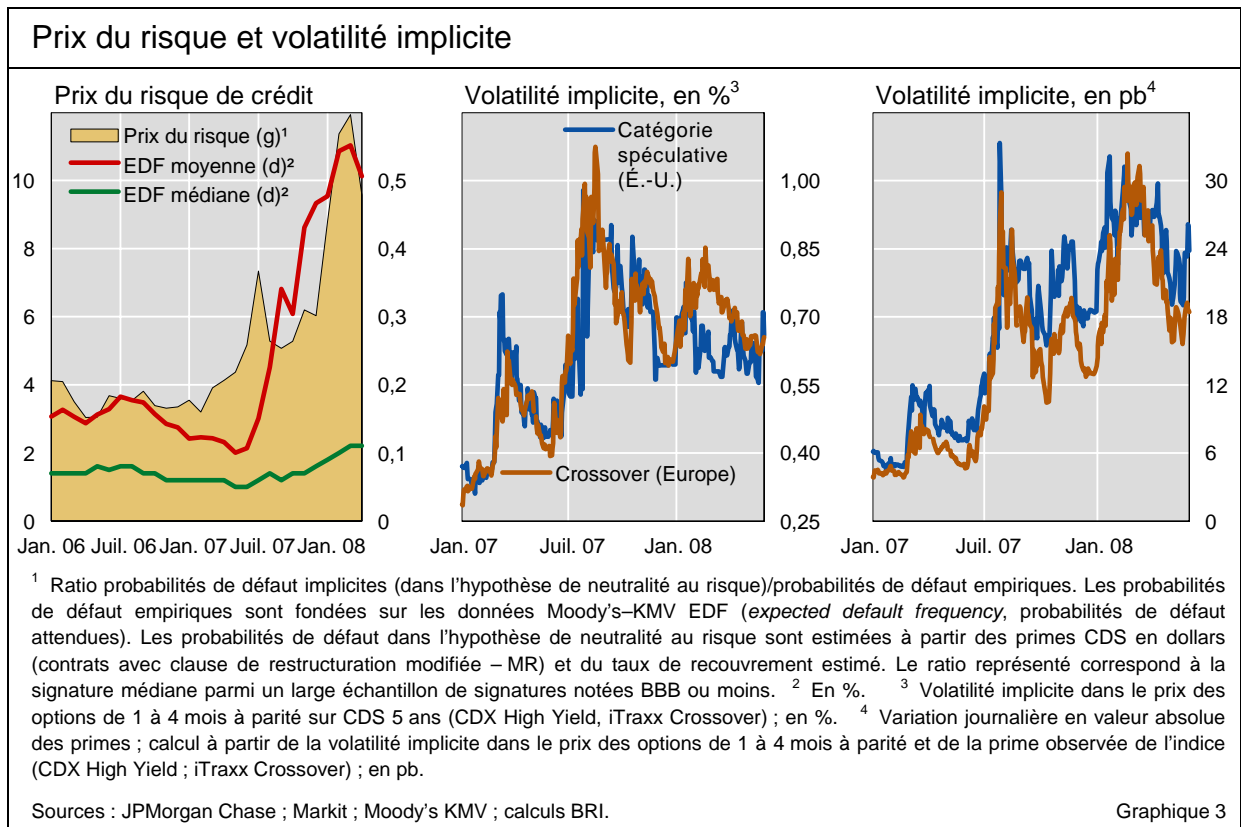
Les craintes d'un effondrement des marchés financiers ont atteint un pic la semaine du 10 mars, incitant les autorités américaines à intervenir à plusieurs reprises. Les dénouements, effectifs et anticipés, des opérations à effet de levier ont continué à peser sur les marchés en début de semaine : les primes du secteur financier se sont élargies et les indices CDS (*Credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de catégorie investissement se sont moins bien comportés que les références de qualité inférieure (graphique 4, cadres de gauche et du milieu). L'escalade des primes s'est momentanément interrompue quand, le 11 mars, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle élargissait ses activités de prêt sur titres en ciblant les grandes sociétés de courtage (voir la section sur les marchés monétaires et le tableau 1 ci-dessous). Les indices européens de CDS ont perdu plus de 10 pb à cette occasion, tandis que les deux principaux indices américains ont clôturé en repli de 17 pb et 41 pb respectivement (graphique 1). Toutefois, le sentiment s'est à nouveau dégradé au cours de la semaine, suscitant une forte contraction de la liquidité sur Bear Stearns. La Réserve fédérale a donc pris la décision exceptionnelle, le matin du vendredi 14 mars, d'invoquer la section 13(13) de

...et le rachat de Bear Stearns...

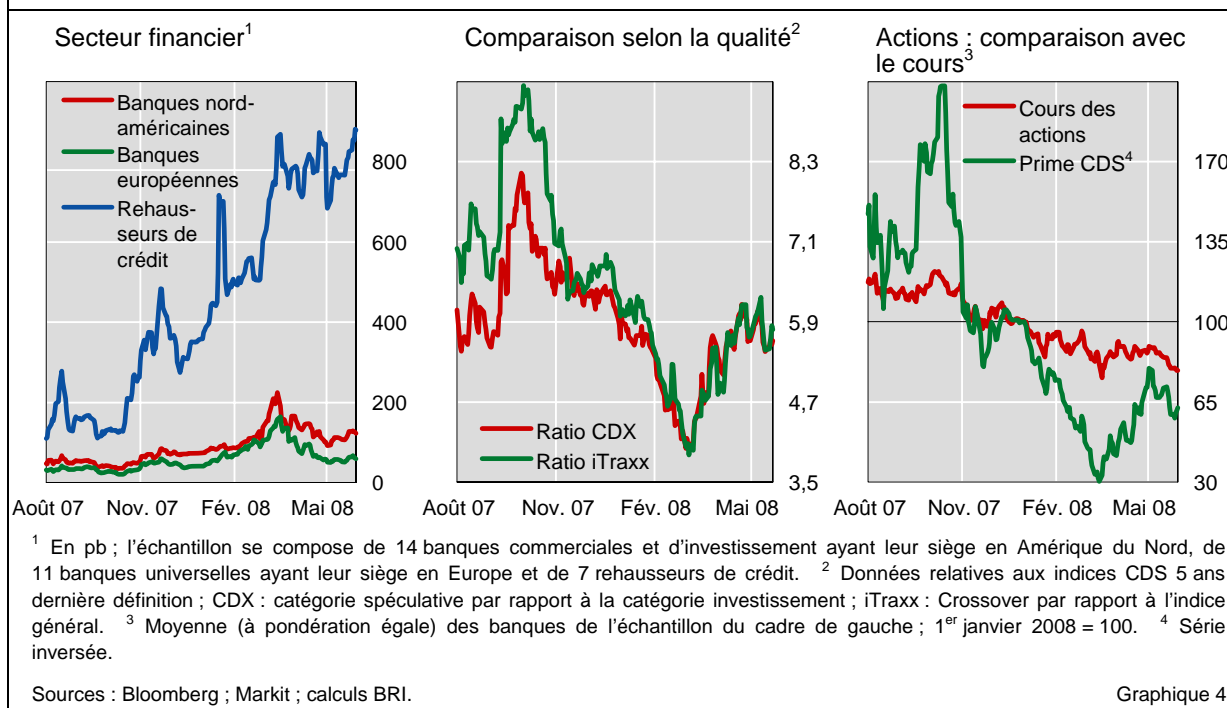
la *Federal Reserve Act* l'autorisant à verser des paiements anticipés sécurisés à la banque d'investissement en difficulté, avant son rachat par JPMorgan le lundi suivant.

Ces développements ont semblé marquer un tournant décisif, avec l'amorce d'une phase de diminution généralisée des primes. Le sentiment de soulagement lié au sauvetage de Bear Stearns a été amplifié par la décision de la Réserve fédérale d'abaisser son taux directeur de 75 pb, le 18 mars, ramenant le taux-objectif des fonds fédéraux à 2,25 %. Les annonces de résultats meilleurs qu'anticipé par des grandes banques d'investissement, les 18 et 19 mars, ont également joué un rôle, les investisseurs étant de plus en plus nombreux à estimer que les diverses initiatives des banques centrales visant à améliorer la liquidité de marchés dérégulés faisaient graduellement leur effet. En phase avec les perceptions d'une forte réduction du risque systémique, les primes, et en particulier celles des établissements financiers et autres entreprises classées dans la catégorie investissement, ont diminué, après les sommets de début mars (graphique 4). Ces mouvements s'expliquent, en partie, par le dénouement de positions spéculatives courtes (comme le montre l'évolution des écarts de prix entre produits pour des positions comparables), selon le degré de facilité avec lequel de telles positions peuvent être ouvertes ou fermées. Ainsi, les primes des CDS référencés sur les principaux indices obligataires ont progressé plus vivement que sur leurs composantes respectives (graphique 1, cadres du milieu et de droite). De la même manière, les marchés des CDS se sont mieux

...marquent un tournant décisif



Secteur financier : primes de risque



comportés que les marchés d'obligations au comptant, les intervenants ajustant leurs opérations synthétiques.

Les primes quittent leurs sommets...

L'amenuisement des primes a coïncidé avec une sensible remontée des indicateurs de la tolérance des investisseurs au risque sur la période. Tout en restant élevé, le prix du risque de crédit, déduit des probabilités de défaut implicites (dans les primes de risque) et empiriques des emprunteurs de moindre qualité, a nettement diminué après les très hauts niveaux du début de 2008 (graphique 3, cadre de gauche). La baisse des primes de risque cadrait, en outre, avec les mouvements observés dans la structure par échéance des primes, les écarts à terme implicites indiquant que les investisseurs avaient ajusté la rémunération exigée au titre des risques à court terme (graphique 1, cadres du milieu et de droite). De la même manière, la volatilité implicite dans les options sur indice CDS s'est repliée jusqu'au début du deuxième trimestre, signe que l'incertitude quant aux mouvements des primes de risque à court terme s'est quelque peu réduite (graphique 3, cadres du milieu et de droite).

...et la tolérance au risque fait son retour...

...malgré une nouvelle dégradation du marché du logement

Malgré une nouvelle dégradation du marché du logement, le revirement du sentiment s'est aussi fait sentir sur le segment hypothécaire à risque aux États-Unis. Les primes sur les indices ABX référencés sur les obligations notées AAA adossées à des prêts garantis par un bien immobilier ont quitté leurs sommets (graphique 2, cadre de gauche), faisant chuter les estimations de pertes basées sur les primes ABX (encadré). Cela, en l'absence d'une amélioration des séries d'indices moins bien notés qui anticipaient encore des pertes totales sur le sous-jacent à l'horizon mi-2009 (graphique 2, cadre du milieu). À ces bas niveaux de valorisation, et aucun des indices ABX n'ayant jusqu'alors connu de dépréciation du principal, les investisseurs ont semblé intégrer la possibilité que le législateur permette une telle dépréciation. Dans

ce contexte, les émissions de titres adossés à des hypothèques (TAH) du secteur privé sont restées déprimées, l'expansion du volume tenant essentiellement aux TAH garantis par des agences paragouvernementales américaines et aux opérations sur carte de crédit.

Portées par l'optimisme suscité par les efforts de recapitalisation des banques, les primes ont continué leur décrue tout le mois d'avril, avant de remonter légèrement en mai. Si les annonces d'importantes dépréciations par des établissements financiers de premier plan se sont poursuivies sur toute la période, la reprise des marchés a stimulé les recapitalisations. Suite à l'annonce, le 31 mars, d'une émission de droits de souscription, les primes des CDS référencés à l'emprunt émis par Lehman Brothers se sont contractées. Le 1^{er} avril, UBS a annoncé de lourdes pertes pour le premier trimestre et une augmentation de capital pleinement souscrite, d'autres établissements faisant de même le reste du mois. À l'échelle mondiale, les banques ont réussi à lever plus de \$100 milliards rien qu'au mois d'avril et ont ainsi endigué la détérioration des ratios de fonds propres. Du coup, les primes des CDS des établissements financiers, hors rehausseurs de crédit, ont obtenu de meilleurs résultats que les cours des actions correspondantes (graphique 4, cadre de droite), en raison de l'atténuation des préoccupations quant à l'imminence du risque pour le secteur financier ainsi qu'aux effets de dilution du financement par actions. Les marchés ont reperdu une partie de ces gains début mai, sous l'effet, notamment, d'un gros volume d'émissions d'obligations d'entreprises, dont la plus grosse opération en dollars (\$9 milliards) réalisée par un emprunteur non américain en sept ans. Les principaux émetteurs ont été les établissements financiers et autres signatures de la catégorie investissement, sachant que les marchés à haut rendement étaient, pour l'essentiel, toujours fermés. Pourtant, le sentiment est resté globalement positif, les primes fluctuant autour de leurs niveaux de mi-janvier sur le reste du mois.

Fin mai, le débouclage désordonné des opérations à effet de levier a cessé, faisant place à des conditions plus normales sur le marché de la dette. La liquidité s'est améliorée et le goût du risque s'est accru, ce qui a favorisé le retour des investisseurs et une plus grande différenciation des prix. La capitalisation bancaire est repartie à la hausse, tout en restant inférieure à son niveau d'avant la crise. Dans le même temps, une volatilité implicite toujours élevée a montré que les investisseurs restaient dans l'expectative. Avec la poursuite de la détérioration du cycle du crédit et la menace de pertes sur les expositions hors immobilier résidentiel, on ignorait si l'offre de liquidité et la tolérance au risque s'étaient rétablies suffisamment pour permettre à cet environnement favorable de perdurer.

Des efforts de
recapitalisation...

...favorisent aussi
le sentiment de
confiance...

...mais des
questions
subsistent quant
aux pertes
cycliques

Estimation des pertes de valorisation sur les MBS *subprime* au moyen de l'indice ABX.HE : méthode et limites

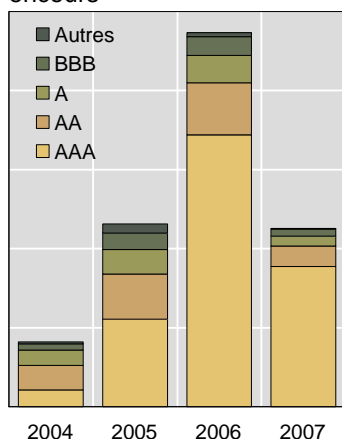
D'amples dépréciations successives des expositions au marché hypothécaire et une détérioration persistante du secteur du logement aux États-Unis ont conduit les secteurs public et privé à s'intéresser vivement aux estimations de pertes globales liées aux crédits *subprime*. Une attention particulière a été accordée aux variations de la valeur de marché estimée du segment *subprime* des MBS (*mortgage-backed securities*, titres garantis par ces hypothèques), par rapport aux dépréciations publiées par les banques et les autres investisseurs[®]. Les séries d'indices ABX.HE référencés sur des CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) présentant une exposition *subprime* constituent une source essentielle de données pour de telles estimations. Le présent encadré expose une analyse simple des pertes de valorisation sur MBS *subprime* à partir des primes ABX et souligne les éventuelles limites de telles estimations. On peut penser, en conclusion, que les pertes totales de valorisation au niveau AAA ont pu être surestimées de plus de 60 %.

L'indice ABX HE – Le négoce de la première série de l'indice ABX date de janvier 2006. Chaque série consiste en un portefeuille statique composé, à pondération égale, de CDS sur 20 MBS *subprime*. Comme pour les autres grands indices de CDS, une nouvelle série est composée tous les six mois. La dernière définition comporte 20 MBS émis durant les six mois précédents et est constituée de 5 sous-indices, référençant chacun une tranche d'exposition (AAA, AA, A, BBB et BBB-) de la structure de capital[®]. La prime reflète la propension des investisseurs à acheter ou à vendre une protection selon leur perception du risque attaché aux prêts sous-jacents ; elle est exprimée en pourcentage du pair.

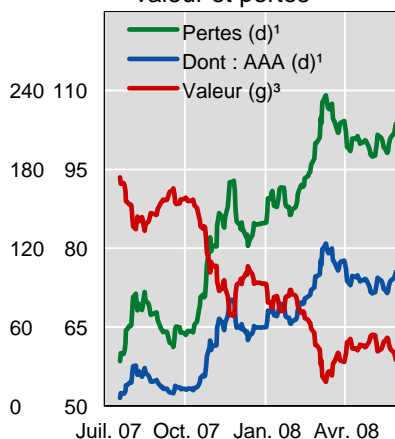
Pertes de valorisation liées aux MBS *subprime* – Il y a diverses manières (selon la définition des pertes et les données utilisées) de mesurer ces pertes et aucune n'est, en soi, meilleure que les autres ; la valorisation aux prix du marché[®] est sans doute la plus simple à calculer, parce qu'elle repose sur les prix observés et permet de se passer d'hypothèses de modélisation (paramètres et corrélations historiques). Pour estimer les pertes aux prix du marché sur MBS *subprime*, il suffit de rapporter les primes ABX, par notation et par année, aux encours. Le graphique A illustre les résultats obtenus (cadre du milieu), sur la base de l'encours par tranche de notation (cadre de gauche), pour les millésimes de 2004 à 2007[®]. Selon cette mesure, les primes ABX valorisent l'encours de MBS *subprime* à environ 59 % de sa valeur nominale à fin mai 2008, soit des pertes totales de quelque \$250 milliards, dont \$119 milliards (environ 47 %) au niveau AAA.

MBS : volume et pertes sur *subprime* ; structure de capital

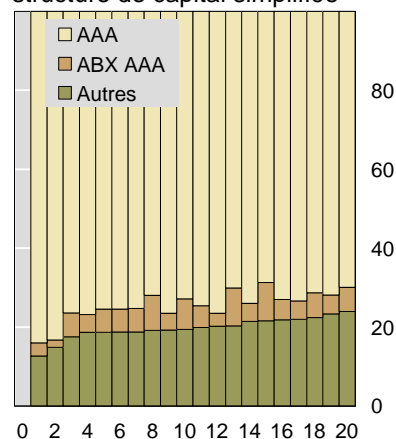
MBS *subprime* : encours¹



MBS *subprime* : valeur et pertes²



Montages MBS : structure de capital simplifiée⁴



¹ En milliards de dollars. ² Sur la base de l'indice ABX, dans l'hypothèse que tous les MBS non notés sont intégralement passés en pertes et que les primes ABX (par série et par note) sont rapportées aux encours respectifs de MBS (en utilisant les indices BBB- pour les sûretés BB et la moyenne des séries 06-2 et 07-1 pour le millésime 2006 ; on considère en outre que les tranches notées du millésime 2004 restent immunisées). ³ En % du pair. ⁴ Sur la base de l'indice ABX HE 07-1 ; part du volume par catégorie, en % du total, pour chacun des 20 montages (en abscisse) référencés dans l'indice ; hors surdimensionnement des sûretés.

Sources : ABSNET.net ; JPMorgan Chase ; UBS ; calculs BRI.

Graphique A

Limites de la méthode utilisant l'indice ABX – Les pertes de valorisation estimées et les dépréciations effectives effectuées par les banques et les autres investisseurs peuvent diverger pour maintes raisons. Les analystes, selon leur objectif, doivent donc être sensibles à trois sources de distorsion possibles, dont deux sont propres à l'indice ABX.

- **Traitement comptable** – Les MBS *subprime* sont détenus par les investisseurs à diverses fins. On sait que les banques en possèdent un important volume dans leur portefeuille de négociation ; si elles les conservent jusqu'à échéance (comme d'autres investisseurs), elles peuvent alors appliquer des conventions comptables atténuant les dépréciations et passations en pertes par rapport aux valorisations de marché de l'indice ABX. L'ampleur de cet effet est toutefois difficile à déterminer. Une autre difficulté comptable provient du fait qu'il devient nécessaire, en l'absence de marché actif, de recourir à des techniques de valorisation, qui peuvent diverger d'un investisseur à l'autre, pour établir la juste valeur[Ⓞ].
- **Représentativité de l'échantillon** – Les primes ABX ne pas forcément représentatives de l'ensemble des MBS *subprime*, car l'échantillon ABX est limité. Le volume couvert par les quatre séries de l'indice avoisine \$31 milliards, quand \$36 milliards environ ont été émis par mois en moyenne sur 10 trimestres jusqu'à mi-2007, soit pratiquement un mois d'émissions par série de l'indice. Alors que les MBS *subprime* émis en 2004–07 sont estimés à environ \$600 milliards, chaque série représente seulement quelque 5 % du total en moyenne. On sait cependant que les montages référencés par ABX sont très similaires, par les caractéristiques des sûretés (tels les scores FICO et ratios prêt/valeur) à l'ensemble du marché (par millésime)[Ⓞ]. Par conséquent, cette source de distorsion n'est peut-être pas importante.
- **Couverture par montage** – Les primes ABX ne pas forcément représentatives pour une autre raison. Chaque série de l'indice ABX ne couvre qu'une partie de la structure de capital des 20 montages référencés (graphique A, cadre de droite)[Ⓞ]. En particulier, les tranches AAA ne sont pas les composantes de plus haut rang, mais celles de plus longue durée (durée de vie moyenne attendue). Ce sont des obligations « de dernier niveau », qui reçoivent les flux de paiements une fois que toutes les autres tranches AAA ont été servies et assument leur part de pertes uniquement lorsque l'obligation *mezzanine* la plus élevée a été absorbée. Ainsi, les primes ABX AAA reflètent des durées plus longues et des subordinations effectives de rang moins élevé que celles des tranches AAA des MBS *subprime* en général. Des données récentes pour les tranches MBS de durée plus courte montrent que les \$119 milliards de pertes implicites selon les indices ABX AAA à fin mai surestiment de quelque 62 % celles résultant d'hypothèses plus réalistes[Ⓞ].

[Ⓞ] Voir, par exemple, FMI, *Global Financial Stability Report*, avril 2008, pp. 46–52 ; Banque d'Angleterre, *Financial Stability Report*, avril 2008, encadré 1. [Ⓞ] Des indices complémentaires, appelés ABX.HE.PENAAA, ont été créés en mai 2008 pour fournir des informations additionnelles sur la valorisation des quatre millésimes existants. [Ⓞ] Une autre approche, susceptible de donner des résultats très différents, consiste à estimer les flux de paiements qui seraient annulés par un défaut, sur la base de données spécifiques à chaque montage ou pour le marché *subprime* en général. La méthodologie repose alors sur la performance des sûretés et sur des hypothèses à propos des corrélations structurelles et des paramètres du modèle. De telles projections s'appuient, par exemple, sur des données comme le taux de défaillance et des hypothèses telles celles concernant le délai entre défaillance et défaut, le moment du défaut et les pertes en cas de défaut. Le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2007 (« Vue d'ensemble, encadré 1 ») fournit un exemple, construit sur une telle approche conçue par UBS. [Ⓞ] Les pertes comptables (relativement au pair) sont calculées en supposant que les tranches non notées sont entièrement passées en pertes ; les primes ABX pour les tranches BBB– sont utilisées pour les sûretés BB ; on considère que les tranches notées du millésime 2004 restent immunisées ; les encours sont statiques. [Ⓞ] Voir, pour plus de précisions, Global Public Policy Committee, *Determining fair value of financial instruments under IFRS in current market conditions*, décembre 2007. [Ⓞ] Se reporter, par exemple, à UBS, *Mortgage Strategist*, 17 octobre 2006. [Ⓞ] En outre, l'imperfection de la couverture par montage réduit encore la représentativité d'ensemble de l'échantillon : les MBS *subprime* comprennent normalement une quinzaine de tranches, dont seulement 5 étaient incluses à l'origine dans l'indice ABX. De ce fait, chaque série représente moins de 15 % du volume global à l'émission. [Ⓞ] L'incidence de la durée, au niveau AAA, est nécessairement importante pour les estimations totales de pertes, car la tranche AAA constitue l'essentiel de la structure de capital des MBS. Sur la base des primes des indices PENAAA nouvellement institués, qui référencent des obligations AAA « d'avant-dernier niveau », les pertes de valorisation des tranches AAA sont estimées à \$73 milliards, soit des pertes de quelque \$205 milliards pour l'ensemble des MBS *subprime* (quelque 18 % en deçà de l'estimation non ajustée).

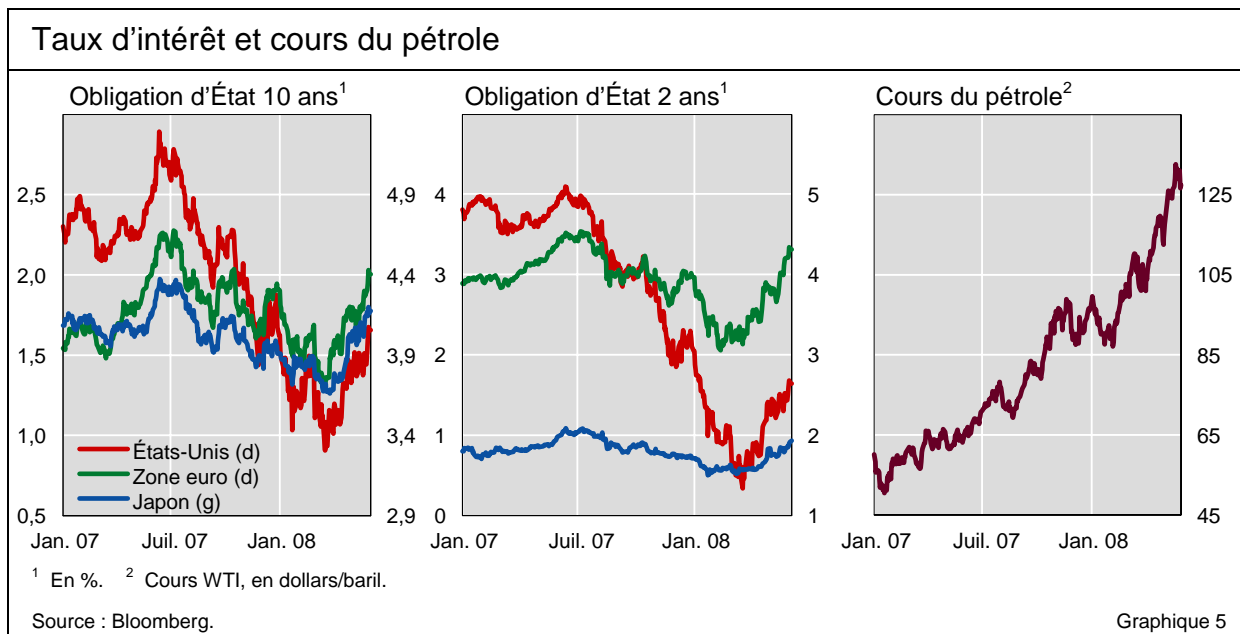
Les rendements obligataires se redressent à la faveur de la stabilisation des marchés

Les rendements obligataires, après avoir atteint un plancher, commencent à remonter

Cadrant avec l'évolution des marchés de la dette et des actions (voir ci-après pour le marché des actions), les rendements des obligations d'État à long terme dans les principales économies industrialisées ont poursuivi leur repli, atteignant un plancher mi-mars, avant de s'inscrire en hausse le reste de la période. Après un creux le 17 mars, le rendement du Trésor américain 10 ans s'est accru de 75 pb pour atteindre 4,05 % fin mai. Au cours de cette période, les rendements 10 ans dans la zone euro et au Japon ont grimpé d'environ 70 pb et 50 pb respectivement, à 4,40 % et 1,75 % (graphique 5, cadre de gauche). Aux États-Unis et dans la zone euro, la hausse a été particulièrement prononcée pour les échéances courtes, le rendement à 2 ans augmentant de 130 pb aux États-Unis et de près de 120 pb dans la zone euro (graphique 5, cadre du milieu). Le rendement à 2 ans s'est accru au Japon également, mais de seulement 35 pb. Outre une moindre demande de valeurs refuges telles les titres d'État, la hausse des rendements à court terme traduisait le fait que les investisseurs estimaient moins nécessaire un assouplissement monétaire, suite à la stabilisation des marchés.

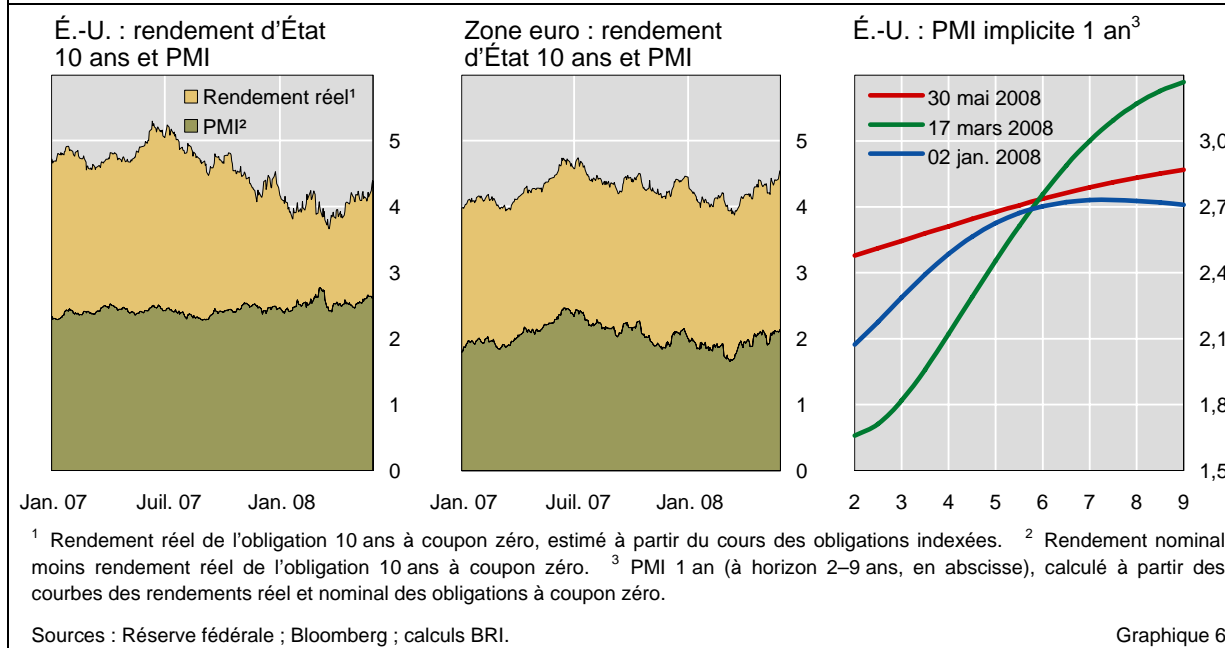
Le point mort d'inflation évolue en sens inverse à court et à long terme...

Les deux premières semaines de mars, tandis que les turbulences financières s'intensifiaient et que le recul des rendements s'accroissait, le point mort d'inflation à long terme était relativement stable aux États-Unis ainsi que dans la zone euro (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). Dans le cas des États-Unis, cependant, cette stabilité était le résultat de mouvements opposés, à la hausse pour les échéances éloignées et à la baisse sur le plus court terme (graphique 6, cadre de droite). Si la fuite vers des placements refuges et autres facteurs liés à la volatilité des marchés financiers peuvent avoir influé sur le point mort d'inflation durant cette période, les mouvements observés semblent cadrer avec les facteurs macroéconomiques.



Rendement réel et point mort d'inflation (PMI)

En %



Concrètement, compte tenu de la détérioration rapide de la situation sur les marchés financiers, les craintes que l'activité économique soit durement touchée ont fait anticiper une atténuation des tensions à court terme sur les prix, conforme à la baisse observée dans le compartiment court de la courbe du point mort d'inflation à terme. Parallèlement, ces mêmes préoccupations ont conduit les investisseurs à s'attendre de plus en plus à ce que la Réserve fédérale suive une politique plus accommodante qu'en temps normal, afin de limiter les répercussions sur la croissance économique. Dans la mesure où une telle politique était considérée comme susceptible d'induire, à terme, une hausse des prix, elle pourrait expliquer la hausse concomitante du point mort d'inflation à horizon éloigné.

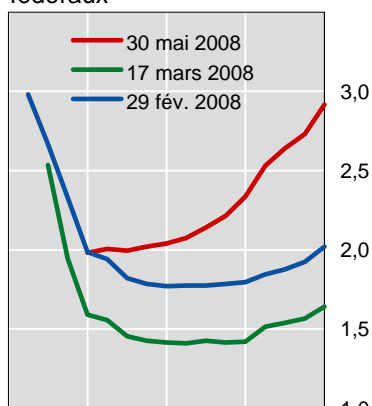
...en accord avec les perceptions au sujet de l'économie

Tandis que la situation sur les marchés financiers se stabilisait après le sauvetage de Bear Stearns mi-mars, et que le sentiment quant aux perspectives économiques s'améliorait quelque peu, la courbe du point mort d'inflation à terme aux États-Unis a évolué en sens opposé et s'est sensiblement aplatie. Dans une large mesure, cette inflexion a sans doute traduit une inversion des mêmes influences déjà à l'œuvre les deux premières semaines de mars : l'effet de frein sur les prix provenant des turbulences a été perçu comme plus ténu après mi-mars, tandis que la Réserve fédérale était jugée moins susceptible de procéder à de nouvelles fortes réductions de taux. En outre, des tensions haussières sur les prix ont semblé s'intensifier à court et moyen termes, les prix alimentaires ne cessant d'augmenter et les prix pétroliers atteignant des sommets historiques au cours de la période (graphique 5, cadre de droite), faisant monter encore le point mort d'inflation à court terme.

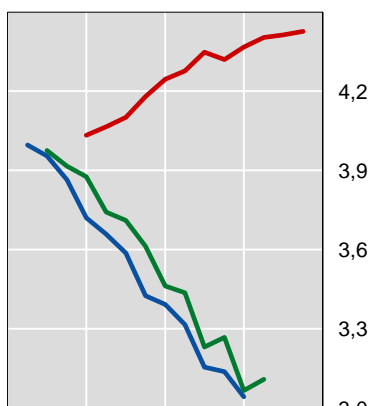
Courbes des taux à terme

En %

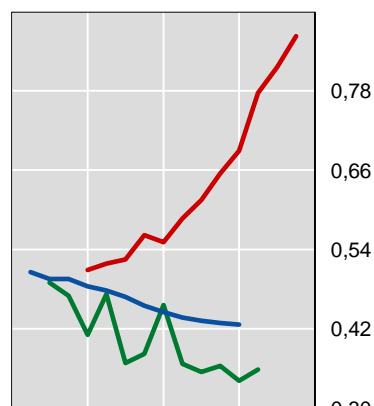
Contrats à terme sur fonds fédéraux



Taux à terme EONIA¹



Taux à terme OIS en yens¹



Fév. 08 Juin 08 Oct. 08 Fév. 09 Juin 09

¹ Taux à 1 mois implicite dans les taux OIS.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 7

Augmentation des rendements nominaux dans le sillage de celle des rendements réels...

Si la montée des rendements nominaux des obligations à long terme observée entre mi-mars et fin mai était en partie imputable aux mouvements du point mort d'inflation, elle tenait essentiellement à la hausse des taux réels qui se sont accrus aux États-Unis ainsi que dans la zone euro (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). Cette hausse en termes réels traduisait des anticipations d'une augmentation des taux d'intérêt réels moyens sur les années à venir, alliées à une inversion des pressions favorisant la fuite vers la qualité. Le premier facteur était lui-même dû à une révision à la baisse des effets attendus des turbulences financières sur l'économie réelle, malgré des signes de dégradation de la confiance des consommateurs dans un contexte de durcissement des critères d'octroi de crédit par les banques et d'atonie persistante du marché du logement aux États-Unis. Le regain de confiance des investisseurs semblait plutôt découler de la stabilisation des marchés et de la publication de plusieurs indicateurs macroéconomiques relativement positifs : des chiffres du PIB pour le premier trimestre meilleurs qu'anticipé, aux États-Unis et dans la zone euro, et un repli moins marqué que prévu de l'emploi non agricole pour avril aux États-Unis. L'amélioration du moral des investisseurs s'est traduite, en outre, par un timide retour de la tolérance au risque, qui a alimenté les tensions haussières sur les rendements par une contraction de la demande de valeurs refuges que sont les titres d'État.

...sous l'effet du regain de confiance des investisseurs...

Les intervenants estimant que la stabilisation des marchés avait quelque peu réduit les risques pour la croissance économique, les cours des dérivés sur taux court se sont inversés sous l'effet des anticipations d'un relèvement des taux directeurs plus fort que prévu. Dans un environnement de montée des tensions sur les prix à court et moyen termes, les banques centrales ont signalé de plus en plus que l'inflation restait une préoccupation, alimentant ainsi l'inflexion des anticipations en matière de politique monétaire. Aux États-Unis, fin mai, la tarification des contrats à terme sur fonds fédéraux

...et de la modification de la trajectoire attendue des taux directeurs

indiquait que les intervenants escomptaient une période de stabilité des taux suivie d'un relèvement au premier semestre 2009 (graphique 7, cadre de gauche). Dans la zone euro, début mars, les cours des swaps EONIA ont signalé les anticipations d'une forte réduction des taux de la BCE mais, fin mai, ils se sont inversés sous l'effet des anticipations d'un relèvement progressif (graphique 7, cadre du milieu). Par ailleurs, au Japon, les anticipations d'une légère réduction des taux directeurs en mars ont été révisées pour indiquer un relèvement en mai (graphique 7, cadre de droite).

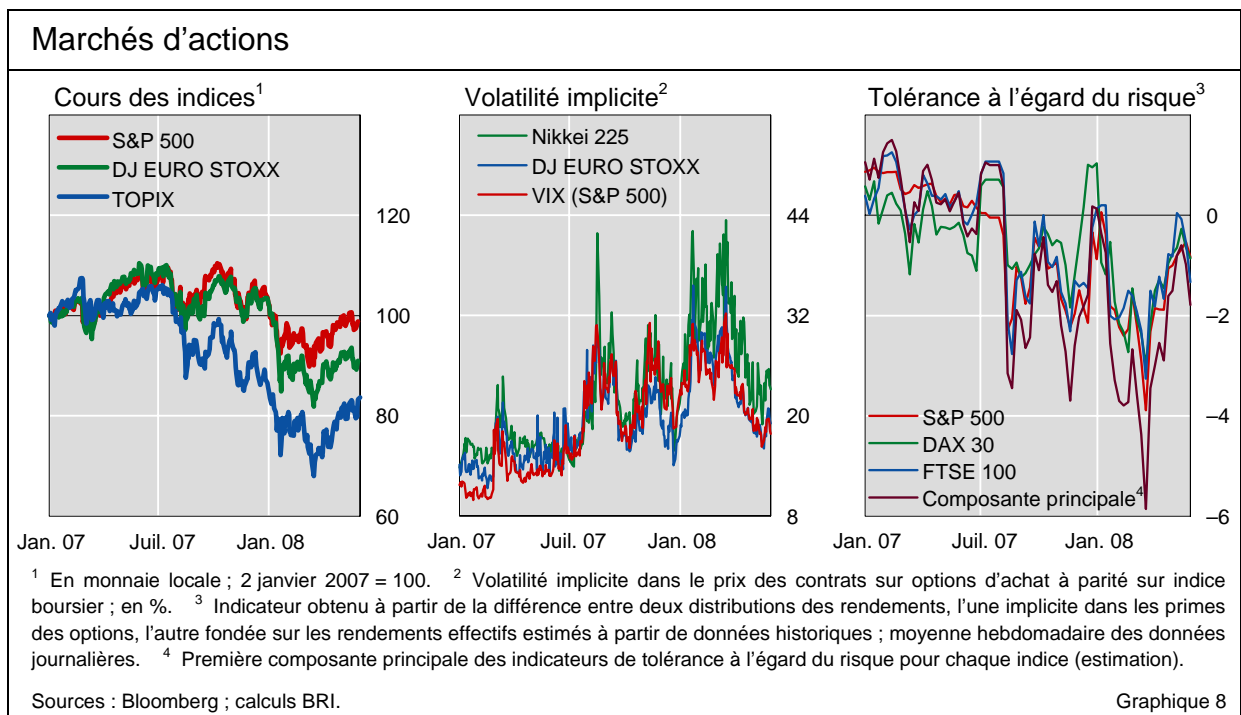
Un tournant décisif pour les cours des actions ?

Les marchés mondiaux d'actions ont, dans l'ensemble, suivi l'évolution des marchés de la dette et des obligations durant la période. Après une chute amorcée au début de l'année, les actions ont inscrit un plancher vers la mi-mars et ont commencé à se redresser progressivement (graphique 8, cadre de gauche). L'indice S&P 500 qui, le 17 mars, avait perdu 13 % par rapport aux niveaux de fin 2007, a gagné presque 10 % entre le 17 mars et fin mai. Les marchés européens et japonais, qui ont accusé plus de 20 % de pertes entre le début de l'année et le 17 mars, sont bien remontés ensuite, l'EURO STOXX gagnant 11 % et le Nikkei 225 plus de 21 % jusqu'à fin mai.

Les marchés mondiaux d'actions se redressent...

Grâce à l'amélioration de la situation sur les marchés financiers au cours de la période, le secteur des établissements financiers a obtenu les meilleurs résultats. Fin mai, les composantes services bancaires d'investissement et courtage de l'indice S&P 500 ont progressé de 16 % par rapport à leurs niveaux de mi-mars, tandis que leurs homologues allemands et japonais ont gagné respectivement presque 20 % et 34 %. Ces gains ont été enregistrés malgré l'annonce par plusieurs banques de pertes records au premier

...grâce aux établissements financiers...



trimestre, dans un contexte de persistance des dépréciations liées aux activités de crédit. À l'évidence, les investisseurs ont été soulagés d'apprendre que les pertes – bien que lourdes – n'étaient pas pires que prévu et que plusieurs banques avaient vu leurs efforts de recapitalisation récompensés (voir la section sur le marché de la dette *supra*).

...malgré la croissance négative des bénéfices...

Au premier trimestre 2008, la croissance des bénéfices des entreprises américaines a été négative pour le troisième trimestre consécutif, même si, à -16,4 % (en termes pondérés par le nombre d'actions en circulation), le taux de contraction des bénéfices par action a été légèrement plus faible qu'au trimestre précédent (-22,6 %). Cela, joint au fait que la proportion des surprises positives restait bien supérieure à celle des surprises négatives pour les résultats des entreprises, a quelque peu dynamisé les cours des actions. En outre, comme les craintes d'un spectaculaire ralentissement économique les premiers mois de l'année ne se sont pas matérialisées, les investisseurs ont été de plus en plus nombreux à juger les valorisations intéressantes après le vif repli des cours fin 2007 et début 2008.

...tandis que la tolérance au risque remonte...

Comme sur les autres segments, les bons résultats des marchés mondiaux d'actions après mi-mars ont été encore favorisés par une certaine atténuation de l'incertitude des investisseurs quant à l'avenir, conjuguée à un accroissement de la tolérance au risque. Cela a contribué au renchérissement des actions, le repli des anticipations et de la tarification du risque réduisant les primes de risque. Corrélativement, la volatilité implicite a globalement diminué, après avoir atteint un sommet mi-mars (graphique 8, cadre du milieu). Simultanément, les indicateurs de tolérance au risque sur les marchés d'actions se sont redressés, après une forte baisse en mars (graphique 8, cadre de droite).

...et que la volatilité implicite diminue

Les investisseurs dans les économies émergentes ne sont pas inquiets des risques pour la croissance

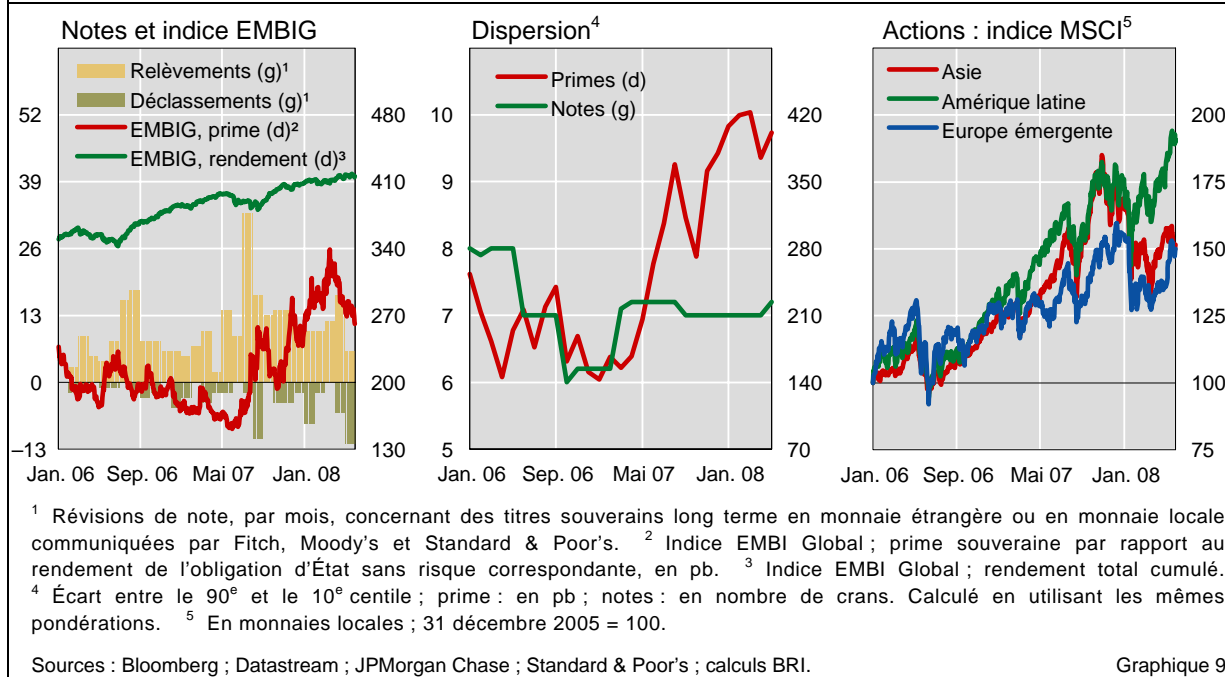
Les actifs des économies émergentes...

Dans le monde émergent, les actifs ont suivi globalement la tendance observée dans les principales économies industrialisées, même si les rendements obligataires n'ont généralement suivi qu'avec retard la remontée des autres catégories d'actifs. Confirmant l'atonie générale qui avait commencé en 2007, les primes de risque ont augmenté et les actions diminué jusqu'à mi-mars, avant de se rétablir suite au revirement du sentiment consécutif au sauvetage de Bear Stearns aux États-Unis.

...continuent d'être favorisés par une croissance soutenue...

Entre fin février et fin mai, l'indice MSCI marchés émergents a gagné environ 4 % en termes de monnaie locale, soit une hausse de plus de 14 % par rapport aux creux de mi-mars. L'Amérique latine, qui avait enregistré un repli plus faible que les autres régions en début de période, a affiché les gains les plus forts, progressant d'environ 12 % (graphique 9, cadre de droite). La croissance économique dans la région a continué d'être dynamisée par la cherté des principaux produits de base – métaux non précieux et pétrole, notamment –, qui a perduré en dépit de l'affaiblissement anticipé de la croissance mondiale. Si certains observateurs ont estimé que cette vigueur

Actifs des économies émergentes



était en partie attribuable au volume élevé du négoce en dérivés (voir la partie « Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale » du présent rapport) et à la demande spéculative, d'autres l'ont attribuée à la faible élasticité de l'offre et aux anticipations de poursuite de l'industrialisation dans l'ensemble du monde émergent. La région étant un grand importateur net de produits de base et les prix des actifs ayant diminué en Chine en raison de catastrophes naturelles, les marchés d'Asie ont globalement stagné sur la période. L'Europe émergente est, quant à elle, restée exposée au risque d'une inversion des flux de capitaux privés, en raison de l'ampleur des déficits courants et des financements nécessaires pour les résorber dans plusieurs pays. Néanmoins, de forts gains en Russie et la croissance plus soutenue que prévu des principales économies européennes au premier trimestre ont semblé favoriser les marchés d'actions en mai.

Les primes de risque des économies émergentes, mesurées par l'indice EMBIG, ont baissé, revenant d'un pic de près de 340 pb, mi-mars, à environ 261 pb à la fin de la période, en diminution de quelque 44 pb par rapport à fin février. La baisse étant essentiellement imputable au repli des valeurs du Trésor américain (se reporter à la section sur le marché obligataire *supra*), l'indice EMBIG est resté stable en termes de rendement, gagnant environ 1,1 % entre fin février et fin mai (graphique 9, cadre de gauche). D'amples réserves de change et de bons résultats macroéconomiques dans les principales économies émergentes ont continué d'avoir une incidence positive. La dispersion des primes est restée élevée, signe d'une différenciation des prix en fonction de la qualité de crédit (graphique 10, cadre du milieu). Parallèlement, l'inflation ayant nettement dépassé l'objectif dans plusieurs grandes économies émergentes, la crédibilité de la politique monétaire a semblé devenir une véritable préoccupation, exerçant des pressions sur

...et une dynamique des notations favorable

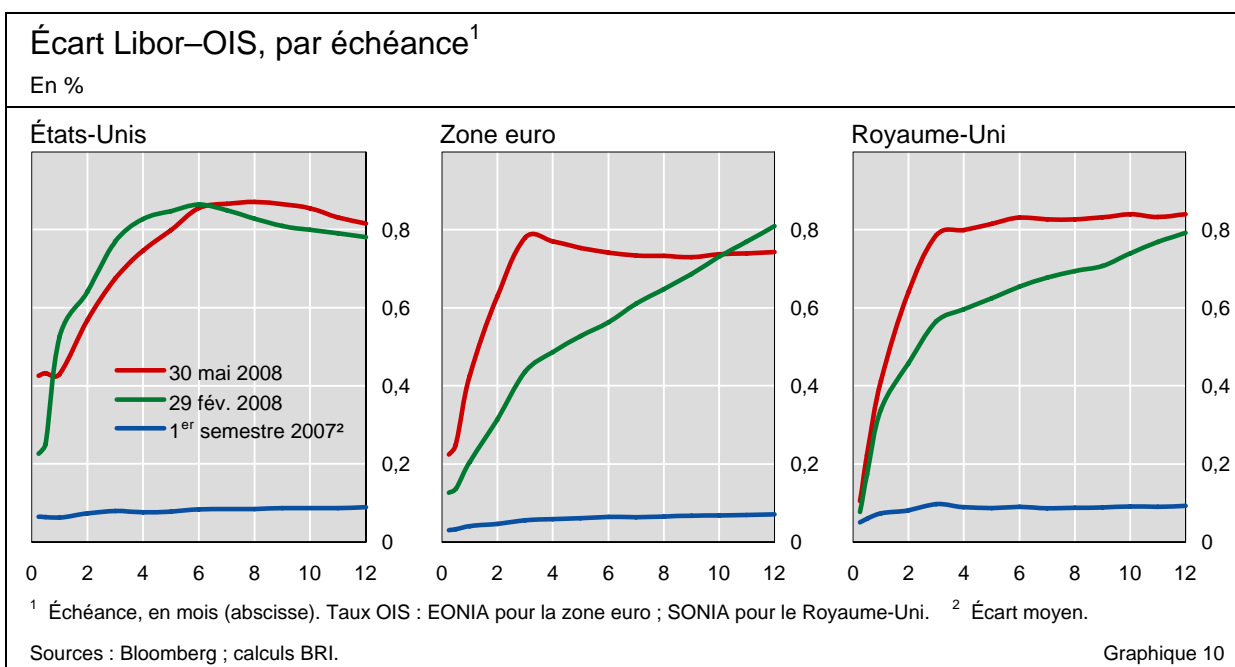
l'obligataire. La montée des anticipations d'inflation, conjuguée à l'augmentation du rendement des valeurs du Trésor américain et à la relative résilience des marchés au début des récentes turbulences, peut avoir contribué aux résultats quelque peu plus modestes des obligations des économies émergentes par rapport aux autres actifs depuis mi-mars.

Les tensions sur l'interbancaire demeurent élevées

Tensions persistantes sur l'interbancaire...

Entre mars et mai, par contraste avec l'évolution des autres marchés, l'interbancaire a continué de donner des signes évidents d'extrêmes tensions. Fin mai, en raison du risque de contrepartie et des préoccupations quant à la liquidité, l'écart entre Libor et taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS) était le plus souvent au moins aussi élevé qu'à fin février, pour la plupart des horizons et dans les trois principales économies (graphique 10). Cela a semblé signaler que, selon toute probabilité, il fallait s'attendre à ce que les tensions sur l'interbancaire restent fortes un bon moment encore.

Après un début d'année relativement calme, les tensions sur l'interbancaire ont semblé s'apaiser quelque peu jusqu'à début mars, et l'écart Libor-OIS a donné des signes de stabilisation. Néanmoins, tandis que les turbulences financières s'intensifiaient brusquement la deuxième semaine de mars, suite à la multiplication des appels de marge et au rapide dénouement des opérations (se reporter à la section sur le marché de la dette *supra*), les tensions sur l'interbancaire se sont rapidement accentuées. Des rumeurs se propageant sur l'imminence de problèmes de liquidité d'une ou de plusieurs grandes banques d'investissement, les établissements sont devenus plus réticents à se prêter des fonds. Dans le même temps, leur demande de fonds augmentait fortement, car ils ne voulaient pas donner l'impression d'être à court de liquidité.



Injections de liquidités par les banques centrales au cours de la période examinée	
7 mars	La Réserve fédérale accroît le volume de fonds disponibles au titre de son dispositif temporaire d'adjudication (TAF, <i>Term Auction Facility</i>), à \$100 milliards, et allonge la durée de ses prises de pension, la portant à un mois maximum.
11 mars	La Réserve fédérale lance sa facilité de prêt de titres à terme (TSLF, <i>Term Securities Lending Facility</i>), qui permet aux intermédiaires spécialisés d'emprunter jusqu'à \$200 milliards de valeurs du Trésor en contrepartie d'une sûreté. Les accords de swap en dollars qui existent entre la Réserve fédérale, d'une part, et la BCE et la BNS, d'autre part, sont portés à \$36 milliards, contre \$24 milliards auparavant.
16 mars	La Réserve fédérale lance une nouvelle ligne de crédit (PDCF, <i>Primary Dealer Credit Facility</i>) qui procure aux intermédiaires spécialisés des financements au jour le jour en échange d'une sûreté. Elle réduit, en outre, l'écart entre le taux de l'escompte et le taux des fonds fédéraux, le ramenant de 50 à 25 pb, et allonge la durée maximale, la portant de 30 à 90 jours.
28 mars	La BCE annonce que la durée de ses opérations de refinancement des prêts à plus long terme serait portée de trois mois au maximum à six mois au maximum.
21 mars	La Banque d'Angleterre instaure un dispositif appelé <i>Special Liquidity Scheme</i> , dans le cadre duquel les banques peuvent échanger des actifs illiquides contre des bons du Trésor britannique.
2 mai	La Réserve fédérale accroît le volume de fonds disponibles au titre de son dispositif TAF, pour le porter à \$150 milliards, et annonce l'élargissement de la gamme des sûretés éligibles pour les adjudications TSLF. Les accords de swap en dollars avec la BCE et la BNS sont encore renforcés : ils passent de \$36 milliards à \$62 milliards.
Source : communiqués de presse des banques centrales.	
Tableau 1	

Le quasi-effondrement de Bear Stearns et son rachat ultérieur, entre le 14 et le 18 mars, ont souligné les risques auxquels sont exposées les banques en pareilles circonstances. D'une part, l'intervention de la Réserve fédérale pour faciliter le rachat de Bear Stearns par JPMorgan a été généralement interprétée par les investisseurs comme signalant que les défaillances de grandes banques ne seraient pas tolérées, ce qui a contribué à rétablir l'ordre sur les autres marchés. D'autre part, la vitesse à laquelle Bear Stearns s'est vue privée de l'accès à la liquidité a souligné la vulnérabilité des autres banques à cet égard, ce qui a maintenu l'écart Libor-OIS à un niveau élevé, même lorsque les primes des CDS pour les banques et les intermédiaires financiers ont chuté.

Sur toute la période, les banques centrales ont poursuivi, et même intensifié, leurs efforts visant à apaiser les tensions sur l'interbancaire. Parmi les mesures prises ont figuré l'augmentation du volume des lignes de crédit, l'allongement des échéances et l'élargissement de la gamme des sûretés éligibles (tableau 1). Cela étant, toutes ces initiatives ont semblé avoir un effet limité sur les taux. Cela peut s'expliquer, dans une certaine mesure, par le fait que, si les sommes engagées dans de telles lignes de crédit étaient importantes en termes absolus, elles étaient encore bien loin des besoins en liquidités tels qu'évalués par les banques, dans le contexte de la forte contraction des ressources habituelles. Par le passé, les fonds de placement monétaire représentaient une importante source de financement à court terme. Or, ils ont enregistré des entrées non négligeables depuis l'amorce des turbulences financières (graphique 11, cadre de gauche), signe d'une réduction perceptible du goût des investisseurs pour le risque. Toutefois, cette perte du

...malgré le rachat de Bear Stearns...

...et la poursuite des interventions des banques centrales...

goût du risque a aussi incité ces fonds à privilégier de plus en plus les bons du Trésor et autres valeurs refuges à court terme, privant dès lors les banques d'une source vitale de financement (graphique 11, cadre du milieu). Cette évolution laisse présumer que, pour évaluer combien de temps les tensions persisteront sur l'interbancaire, il importe peut-être de savoir, entre autres choses, combien de temps durera encore l'aversion au risque des gestionnaires de fonds spécialisés sur le marché monétaire et des investisseurs plus généralement.

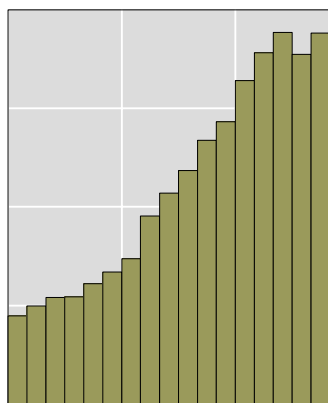
...tandis que les fonds monétaires se tournent vers des placements plus sûrs

Les difficultés rencontrées par les banques européennes dans leur financement en dollars ont continué d'ajouter aux tensions sur l'interbancaire. De fait, les résultats des adjudications à 28 jours en dollars de la BCE montrent que la demande dans ce segment a encore augmenté récemment. Lors de l'adjudication du 20 mai, la quantité (\$58,9 milliards) aussi bien que le nombre de soumissions (54) étaient les plus élevés depuis l'institution de ces adjudications en décembre 2007 (graphique 11, cadre de droite). Dans une certaine mesure, la persistance d'une forte demande de dollars s'explique par les besoins répétés de fonds interbancaires à court terme de la part des banques européennes pour financer leurs actifs non bancaires en dollars à plus long terme (voir l'étude de McGuire et von Peter dans le présent rapport).

Ajoutant aux tensions sur l'interbancaire, la fiabilité du mécanisme de fixage du Libor, en particulier sur le dollar, a été de plus en plus disputée par les intervenants. Des craintes ont été exprimées quant au fait que certaines banques du panel Libor avaient indiqué des taux inférieurs à leurs coûts de financement réels. Il semblerait que ces banques souhaitent, ce faisant, dissimuler leur véritable demande de fonds en dollars et paraître ainsi moins vulnérables.

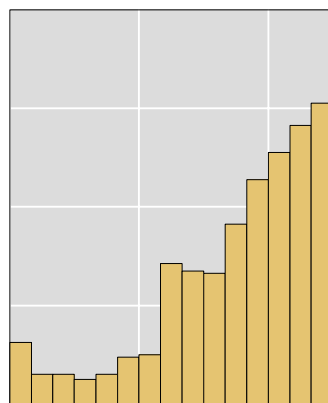
Fonds de placement monétaires (États-Unis) et adjudications en dollars de la BCE

Total de l'actif net¹



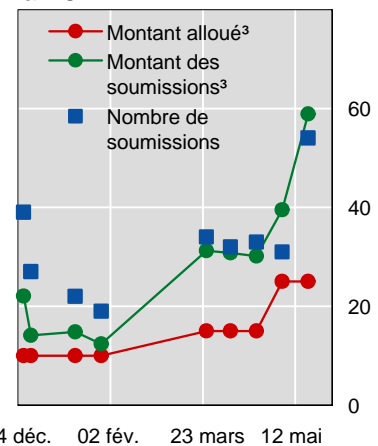
Jan. 07 Juil. 07 Jan. 08

Part des actifs sans risque²



Jan. 07 Juil. 07 Jan. 08

Adjudications en dollars de la BCE



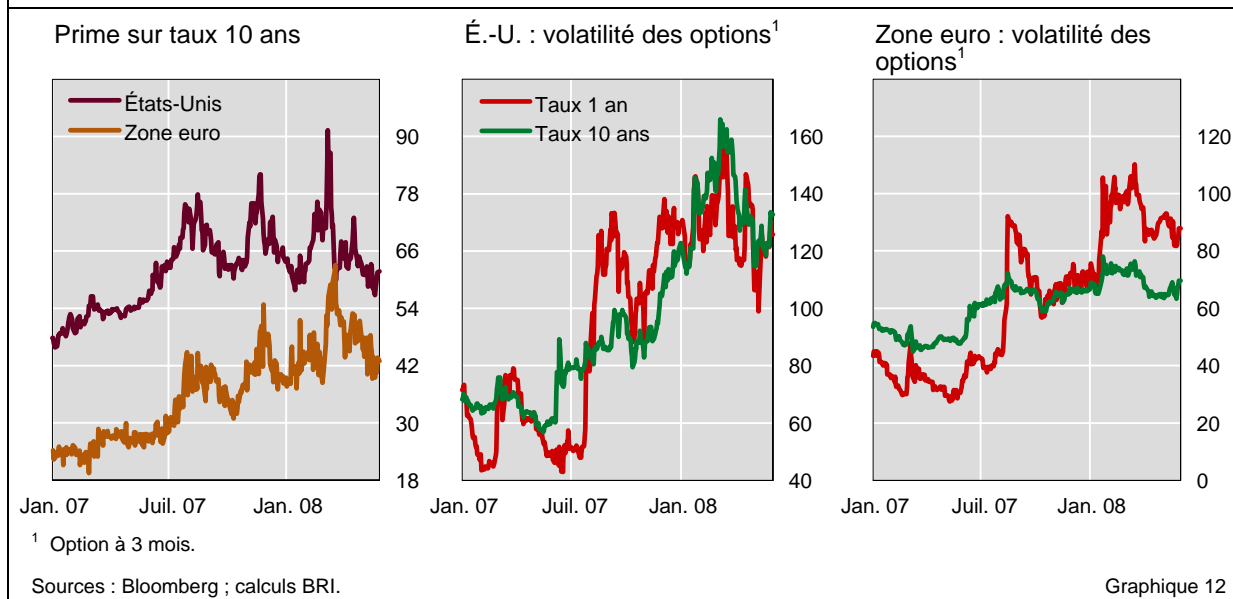
¹ En milliers de milliards de dollars. ² Part des fonds imposables investie en titres du Trésor, en titres parapublics et sous forme de prises en pension ; en % du total de l'actif ; sur la base des données disponibles à fin mars 2008. ³ En milliards de dollars.

Sources : BCE ; Investment Company Institute.

Graphique 11

Swaps : taux des contrats et volatilité des options

En pb



Suite à l'intérêt porté par les médias à cette question et à l'ouverture d'une enquête par l'association britannique des banquiers mi-avril, les taux du Libor dollar ont brusquement augmenté de 15–40 pb.

Outre les marchés monétaires interbancaires, il semble que certains autres segments aient, eux aussi, donné une image de fragilité persistante. Les primes des swaps, par exemple, bien qu'ayant diminué par rapport à leurs sommets antérieurs, sont restées plus élevées qu'avant l'amorce des turbulences (graphique 12, cadre de gauche), dénotant peut-être ainsi les tensions qui perdurent sur l'interbancaire. De la même manière, fin mai, la volatilité implicite dans les options ne s'est que modestement repliée par rapport à ses sommets, signe d'une incertitude persistante quant aux futurs mouvements des taux d'intérêt à court terme comme à long terme (graphique 12, cadres du milieu et de droite).