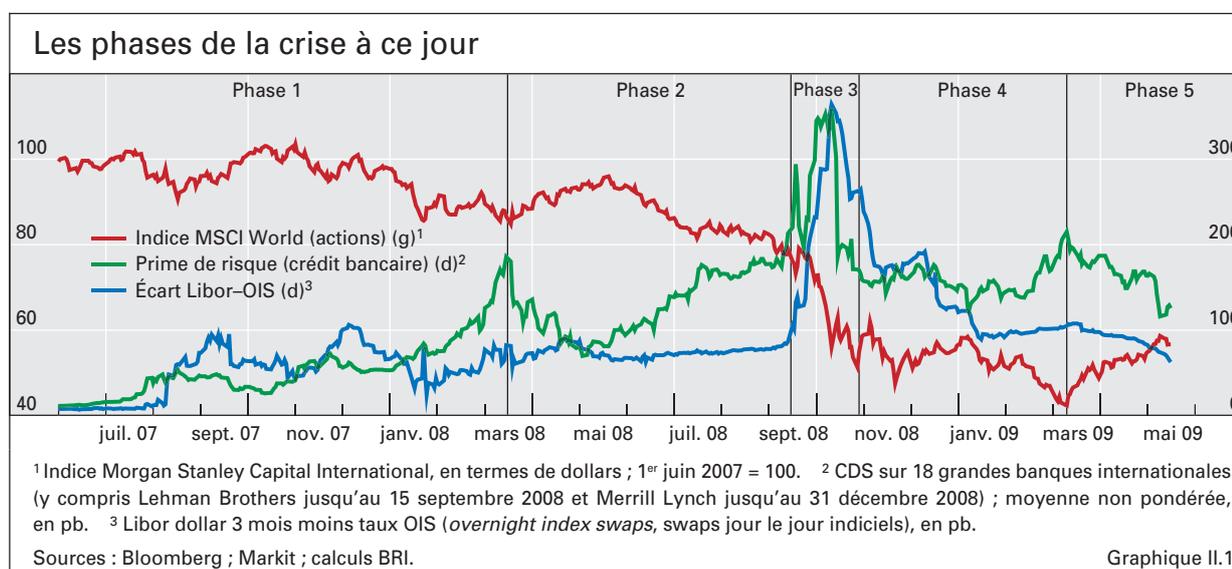


## II. La crise financière mondiale

Depuis la publication du *78<sup>e</sup> Rapport annuel* (juin 2008), la crise financière mondiale est entrée dans sa deuxième année et s'est transformée en une perte de confiance généralisée à l'ensemble du système financier. Son éclatement en 2007 fait suite à une longue période de taux d'intérêt réels inhabituellement bas, de conditions de crédit généreuses, de faible volatilité des marchés et de hausse globale des prix des actifs – sources de vulnérabilités importantes mais latentes. Lorsque celles-ci se sont matérialisées, après des dépréciations d'actifs en série, les principaux marchés financiers ont été en proie à des dysfonctionnements et la solvabilité de pans entiers du système bancaire international a été mise en doute. Les pouvoirs publics ont réagi par des interventions successives d'une ampleur sans précédent. Cependant, malgré l'efficacité de ces mesures destinées à enrayer la crise financière, les conditions de marché sont demeurées fragiles, laissant penser que le processus de normalisation était incertain et sans doute de longue durée.

Jusqu'à présent, la crise a connu cinq phases plus ou moins distinctes et d'intensité variable. Elle a commencé avec les perturbations liées aux emprunts hypothécaires à risque (*subprime*), de juin 2007 à mi-mars 2008 (graphique II.1). À la suite de cette première phase, au cours de laquelle il était essentiellement question de liquidité en termes de ressources, les pertes bancaires et les dépréciations se sont poursuivies alors que la détérioration de la conjoncture se traduisait peu à peu par de nouvelles baisses du prix des actifs. Durant la deuxième phase (de mars à mi-septembre 2008), les problèmes de financement ont ainsi fait place à des préoccupations au sujet



de la solvabilité, et donc du risque de faillites bancaires caractérisées. L'une d'elles, la chute de Lehman Brothers le 15 septembre, a déclenché la troisième phase, la plus aiguë, sous la forme d'une perte de confiance généralisée qui n'a pris fin qu'après de multiples interventions de la part des autorités, d'une ampleur inégalée. Pendant la quatrième phase (de fin octobre 2008 à mi-mars 2009), les marchés ont dû faire face à des perspectives de croissance mondiale de plus en plus sombres, en même temps qu'à des incertitudes quant aux effets des interventions publiques sur les marchés et l'économie. La cinquième phase (depuis mi-mars 2009) a vu apparaître des signes du retour d'un certain optimisme sur les marchés, malgré des nouvelles macroéconomiques et financières qui demeurent largement négatives. Une véritable normalisation, autrement dit la fin de la crise, semble toutefois encore loin d'être achevée.

## Les débuts

### *Première phase : prélude (jusqu'à mi-mars 2008)*

Pendant la première phase de la crise, les préoccupations suscitées par les pertes sur prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis n'ont cessé de s'amplifier, donnant lieu à des tensions financières généralisées. En somme, ce qui paraissait être au départ un problème limité à un petit compartiment du système financier américain (graphique II.2) a pris rapidement des proportions plus importantes, du fait des liens complexes unissant les marchés du crédit (graphique II.3) et du refinancement (graphique II.4), soumettant l'ensemble du secteur financier à des tensions croissantes (tableau II.1)<sup>1</sup>.

Les pertes sur les *subprime* ont fini par engendrer des tensions financières généralisées...

À partir de juin 2007, les pertes sur les *subprime* ont mis à jour d'importantes vulnérabilités, en raison notamment de la multiplication des financements à effet de levier et des structures hors bilan, de sorte que des actifs supposés à faible risque – nombre d'entre eux liés à des expositions sur le marché hypothécaire américain – étaient adossés en réalité à des ressources à court terme périodiquement renouvelées. L'accumulation de pertes sur les actifs sous-jacents a remis en cause le modèle de refinancement à court terme sur lequel reposaient ces positions, déclenchant un processus de réintermédiation forcée. Le 9 août 2007, les perturbations se sont propagées aux marchés interbancaires, débouchant sur une plus vaste crise financière. La chute du prix de marché des actifs financiers s'est amplifiée les mois suivants, provoquant des pressions sur les bilans bancaires et se matérialisant mi-mars 2008 par une grave pénurie de liquidité chez Bear Stearns. Les événements se sont alors précipités, JPMorgan Chase rachetant avec l'aide du gouvernement la banque d'investissement en difficulté.

...qui ont abouti au rachat de Bear Stearns...

Bien qu'une faillite pure et simple ait pu être évitée, la première phase a sensiblement affaibli le système financier. L'exposition excessive au risque de crédit pesait sur les marchés, tandis que les banques peinaient à reconstituer

...et ont sérieusement affaibli le système financier

<sup>1</sup> Pour un compte rendu détaillé de l'évolution des marchés financiers pendant les débuts de la crise, voir chapitre VI du 78<sup>e</sup> Rapport annuel BRI, juin 2008.

## Chronologie des principaux événements<sup>①</sup>

<b>2007</b>	
9 août	Les problèmes sur les marchés du crédit hypothécaire et de la dette se propagent aux marchés interbancaires et monétaires lorsque les émetteurs de papier commercial adossé à des actifs rencontrent des difficultés à se refinancer, et de gros fonds de placement gèlent leurs remboursements, invoquant leur incapacité à valoriser leurs actifs.
12 décembre	Les banques centrales de cinq grandes zones monétaires annoncent une action concertée, incluant la mise en place de lignes de swap en dollars et destinée à apaiser les tensions sur les marchés des financements à court terme.
<b>2008</b>	
16 mars	JPMorgan Chase accepte de racheter Bear Stearns dans le cadre d'une opération facilitée par les autorités américaines.
4 juin	Moody's et Standard & Poor's déclassent les rehausseurs de crédit MBIA et Ambac, ravivant les craintes de voir la valeur des titres assurés par ces sociétés se déprécier.
13 juillet	Les autorités américaines annoncent des mesures de soutien en faveur des deux agences fédérales de financement hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac) comprenant des souscriptions à des augmentations de capital.
15 juillet	L'autorité américaine des marchés financiers (SEC) prend une ordonnance restreignant la vente à découvert sans emprunt de titres.
7 septembre	Mise sous tutelle gouvernementale de Fannie Mae et Freddie Mac.
15 septembre	Lehman Brothers Holdings Inc. se place sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.
16 septembre	Reserve Primary, un important fonds de placement monétaire américain, annonce que la valeur de son actif net est inférieure à son passif, déclenchant une vague de retraits massifs ; le gouvernement américain monte un plan de sauvetage en faveur de l'assureur AIG (au cours des prochains mois, il sera contraint de le renforcer et de le réaménager plusieurs fois).
18 septembre	Pour faire face à la pénurie de liquidité en dollars, plusieurs banques centrales prennent des mesures concertées créant des lignes de swap, ou relevant le plafond de celles existantes, pour un total de \$160 milliards ; les autorités britanniques interdisent la vente à découvert d'actions du secteur financier.
19 septembre	Le Trésor américain annonce une garantie temporaire des investissements dans les fonds de placement monétaires ; la SEC interdit la vente à découvert d'actions du secteur financier ; le Trésor américain esquisse les premiers éléments d'un plan de \$700 milliards, baptisé TARP ( <i>Troubled Asset Relief Program</i> ), qui vise à retirer les actifs douteux du bilan des banques.
25 septembre	Les autorités américaines prennent le contrôle de Washington Mutual, première institution d'épargne du pays, dont les actifs se chiffrent à quelque \$300 milliards.
29 septembre	Bradford & Bingley, établissement spécialisé dans les crédits hypothécaires, est nationalisée ; Fortis, groupe belge de bancassurance, bénéficie d'une injection de capital apportée par trois gouvernements européens ; le groupe allemand Hypo Real Estate, spécialisé dans le crédit immobilier commercial, reçoit une ligne de crédit sous l'égide de l'État ; en difficulté, la banque Wachovia fait l'objet d'un rachat ; le projet TARP est rejeté par la Chambre des représentants.
30 septembre	Le groupe financier Dexia reçoit une injection publique de capital ; le gouvernement irlandais annonce qu'il garantit tous les dépôts, ainsi que les obligations sécurisées, la dette senior et la dette subordonnée de six banques irlandaises ; au cours des semaines suivantes, d'autres gouvernements prennent des mesures analogues.
3 octobre	Le Congrès des États-Unis adopte le plan TARP remanié.
8 octobre	De grandes banques centrales opèrent une réduction concertée de leurs taux directeurs ; les autorités britanniques annoncent un ensemble de mesures de soutien, comprenant des injections de fonds propre dans des groupes bancaires britanniques.
13 octobre	De grandes banques centrales annoncent conjointement la fourniture illimitée de financements en dollars, en vue d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires ; les gouvernements des pays de la zone euro s'engagent à procéder à des opérations de recapitalisation en faveur de l'ensemble de leurs systèmes bancaires respectifs ; selon certaines informations, le Trésor américain envisage de prendre \$125 milliards de participations dans neuf grandes banques.

28 octobre	La Hongrie obtient auprès du FMI et d'autres institutions multilatérales un plan de sortie de \$25 milliards visant à endiguer les sorties croissantes de capitaux et les tensions sur les changes qui en résultent.
29 octobre	Pour lutter contre la pénurie prolongée de liquidités en dollars dans le monde, la Réserve fédérale conclut des accords de swap avec les autorités monétaires de quatre pays : Brésil, Corée, Mexique et Singapour.
15 novembre	Les pays du G 20 s'engagent à conjuguer leurs efforts pour renforcer la coopération, relancer la croissance mondiale et réformer l'ensemble du système financier.
25 novembre	La Réserve fédérale annonce la création d'une facilité de \$200 milliards pour accorder des crédits contre titres adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ; en outre, elle alloue jusqu'à \$500 milliards à l'achat d'obligations et de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences américaines.
<b>2009</b>	
16 janvier	Les autorités irlandaises prennent le contrôle d'Anglo Irish Bank ; comme elles l'avaient fait pour Citigroup en novembre, les autorités américaines acceptent de venir en aide à Bank of America en prenant une participation sous la forme d'actions de préférence et en garantissant un ensemble d'actifs douteux.
19 janvier	Dans le cadre d'un plan de sauvetage élargi, les autorités britanniques renforcent leur participation dans Royal Bank of Scotland. Des mesures similaires sont prises les jours suivants par d'autres autorités nationales.
10 février	Les autorités américaines dévoilent un nouveau train de mesures pour soutenir le secteur financier incluant un programme d'investissement public-privé (PPIP) à hauteur de \$1 000 milliards, destiné au rachat d'actifs douteux.
10 février	Les ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale du G 7 réaffirment leur engagement à utiliser tout l'éventail des mesures à leur disposition pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier.
5 mars	La Banque d'Angleterre lance un programme de quelque \$100 milliards destiné à des achats fermes, sur une période de trois mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
18 mars	La Réserve fédérale annonce un plan visant à acquérir sur six mois jusqu'à \$300 milliards de titres du Trésor à long terme et relève le plafond de son programme de rachats de titres des agences américaines.
23 mars	Le Trésor américain donne de plus amples détails sur le PPIP proposé en février.
2 avril	Dans le communiqué publié à l'issue du sommet du G 20, les gouvernements s'engagent à restaurer la confiance et la croissance, notamment par des mesures visant à renforcer le système financier.
6 avril	Aux États-Unis, le Comité fédéral de l' <i>open market</i> (CFOM) autorise de nouvelles lignes temporaires de swap de devises avec la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse.
24 avril	La Réserve fédérale présente les résultats des tests de résistance menés pour évaluer la solidité financière des 19 principales institutions financières américaines, déclarant que la plupart des banques disposent aujourd'hui de fonds propres bien supérieurs aux niveaux requis.
7 mai	Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend la décision de principe autorisant l'Eurosystème à acheter des obligations sécurisées libellées en euros ; les autorités américaines publient les résultats de leurs tests de résistance : dix banques souffrent d'une insuffisance de fonds propres cumulés de \$75 milliards, qui doit être comblée essentiellement par des placements d'actions ordinaires.
<p>® Le chapitre VI du 78<sup>e</sup> Rapport annuel BRI, juin 2008, présente une chronologie plus complète des événements jusqu'en mars 2008.</p> <p>Sources : Banque d'Angleterre, Conseil de la Réserve fédérale, Bloomberg, <i>Financial Times</i>, <i>The Wall Street Journal</i>.</p>	

Tableau II.1

leurs fonds propres. Les niveaux élevés de volatilité témoignaient des incertitudes des investisseurs vis-à-vis des perspectives économiques et de leurs conséquences sur la valorisation des actifs (graphique II.5). De leur côté, les primes sur CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut)

dépassaient largement leur moyenne historique (graphique II.6, cadre du milieu) et les cours des actions s'inscrivaient bien en-deçà de leur sommet d'octobre 2007 (graphique II.7, cadre de gauche). Parallèlement, les rendements obligataires (graphique II.8) et les taux directeurs (graphique II.9) dans les grandes économies continuaient à refléter des situations conjoncturelles différentes. Ils traduisaient également le sentiment que les conséquences économiques de la crise seraient essentiellement limitées aux États-Unis. Dans un premier temps, la vigueur de la croissance intérieure de nombreuses économies émergentes (ÉcÉm) au premier semestre 2008 a conféré une certaine crédibilité à ce point de vue.

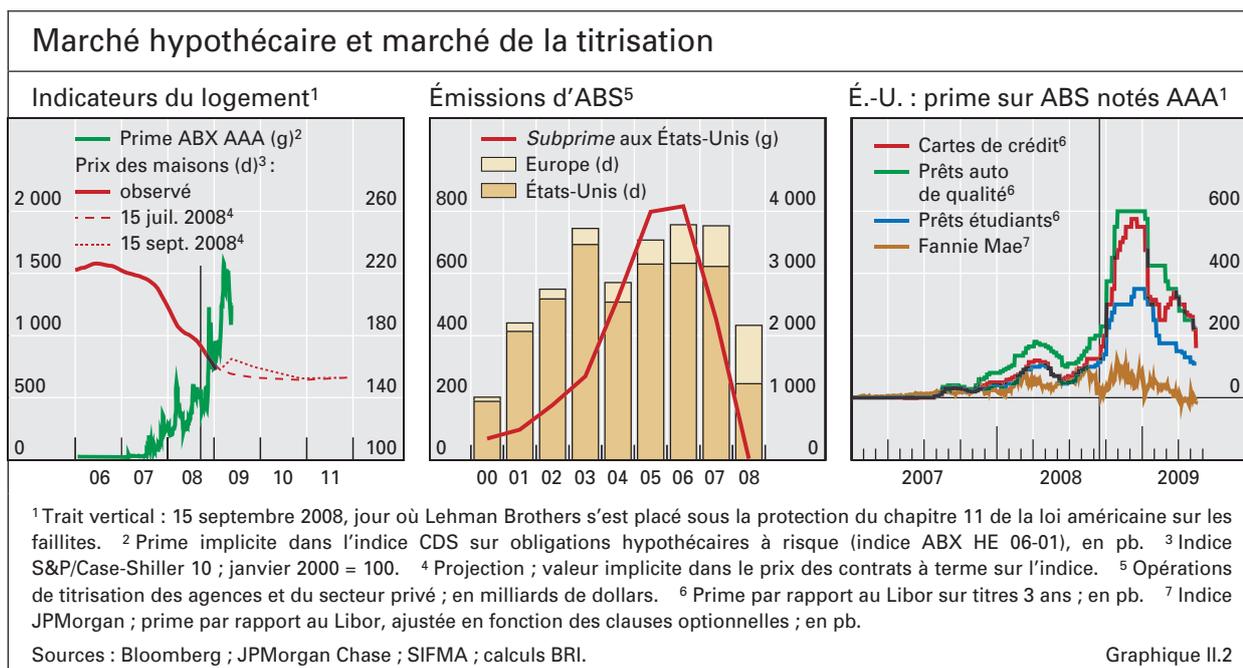
*Deuxième phase : événements ayant conduit à la faillite de Lehman Brothers (mi-mars à mi-septembre 2008)*

Avec la détérioration des perspectives économiques...

Pendant la deuxième phase de la crise, la reprise de Bear Stearns, le 16 mars, a été suivie d'un bref répit, puis de nouvelles pressions se sont exercées sur les prix des actifs financiers. Au cours de cette période, les investisseurs se sont particulièrement attachés aux signes indiquant que l'accentuation de la récession aux États-Unis avait gagné les autres grandes économies, entraînant un ralentissement général de l'activité. En conséquence, les perspectives en matière de bénéfices, de taux de défaut et de pertes du secteur financier ont mis une nouvelle fois les bilans des banques sous pression et suscité des inquiétudes quant à la capacité de celles-ci de mettre en œuvre leurs plans de recapitalisation. L'attention s'est alors détournée de plus en plus des questions de refinancement bancaire pour se concentrer sur la solvabilité, faisant ainsi peser des contraintes supplémentaires sur les établissements déjà lourdement endettés et fortement exposés à des actifs dépréciés.

...et les tensions sur l'interbancaire...

Même si le sauvetage de Bear Stearns a marqué le début d'une période de relative stabilité et de remontée du prix des actifs financiers, les marchés interbancaires ne se sont pas redressés. Les écarts entre taux interbancaires



des prêts à terme et taux des OIS (*overnight index swaps*, swaps jour le jour indiciels) se sont maintenus à des niveaux bien supérieurs à ceux observés avant août 2007 (graphique II.1 ; graphique II.4, cadre de gauche). Les banques ont semblé par conséquent hésiter à s'engager dans des activités de prêt impliquant d'autres établissements, la prime correspondante traduisant à la fois une préférence accrue pour la liquidité et des préoccupations liées au risque de contrepartie. Ces inquiétudes ont persisté malgré les mesures sans précédent adoptées par les banques centrales pour assurer le fonctionnement du marché monétaire et se substituer aux financements des marchés de capitaux. Ces mesures comprenaient notamment des lignes de swap temporaires de dollars avec la Réserve fédérale (voir chapitre VI à ce sujet ainsi que pour les autres ripostes des autorités à la crise).

De vives préoccupations concernant les fonds propres des banques sont réapparues en juin, après la publication de mauvaises nouvelles sur le secteur en difficulté des rehausseurs de crédit<sup>2</sup>. Moody's et Standard & Poor's avaient abaissé, plus tôt dans le mois, la notation de deux grands noms, MBIA et Ambac. Ces décisions ont été suivies d'une série d'autres déclassements au cours des semaines suivantes. La crainte de pertes de valorisation sur les titres garantis par ces établissements s'est ajoutée à des informations faisant état de mauvais résultats enregistrés par les banques d'investissement. En conséquence, les cours sur l'ensemble des marchés de la dette et des actions ont commencé à reculer à partir de la mi-juin (graphiques II.3 et II.7, cadres de gauche), particulièrement pour les actifs du secteur financier.

Les pressions les plus vives ont été exercées sur les deux grandes agences fédérales américaines de financement hypothécaire (*government-sponsored enterprise*, GSE) Fannie Mae et Freddie Mac. Dans le contexte de faiblesse accentuée des marchés immobiliers, la baisse des prix du logement aux États-Unis semblait devoir se poursuivre encore longtemps (graphique II.2, cadre de gauche). Sur la base de cette anticipation, et malgré les déclarations des autorités de tutelle assurant que la capitalisation des deux agences fédérales demeurerait satisfaisante, les primes de risque sur leurs titres de dette et sur les MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) bénéficiant de leur garantie étaient remontées à leurs niveaux de mars, au moment du rachat de Bear Stearns (graphique II.2, cadre de droite). Les cours de leurs actions ont alors chuté, entraînant une dépréciation de leur valeur de plus de 70 % par rapport à fin mai 2008. Comme la plupart des nouveaux prêts hypothécaires reposaient sur la garantie de ces organismes, l'État américain est intervenu le dimanche 13 juillet pour permettre au Trésor d'accroître une ligne de crédit existante et d'acheter des actions de ces agences.

Ces mesures en faveur des agences de financement hypothécaire américaines ont provisoirement soulagé les marchés financiers. Les primes de risque se sont resserrées et les cours des actions ont commencé à regagner une partie du terrain perdu. La mise en œuvre par la SEC (*Securities and*

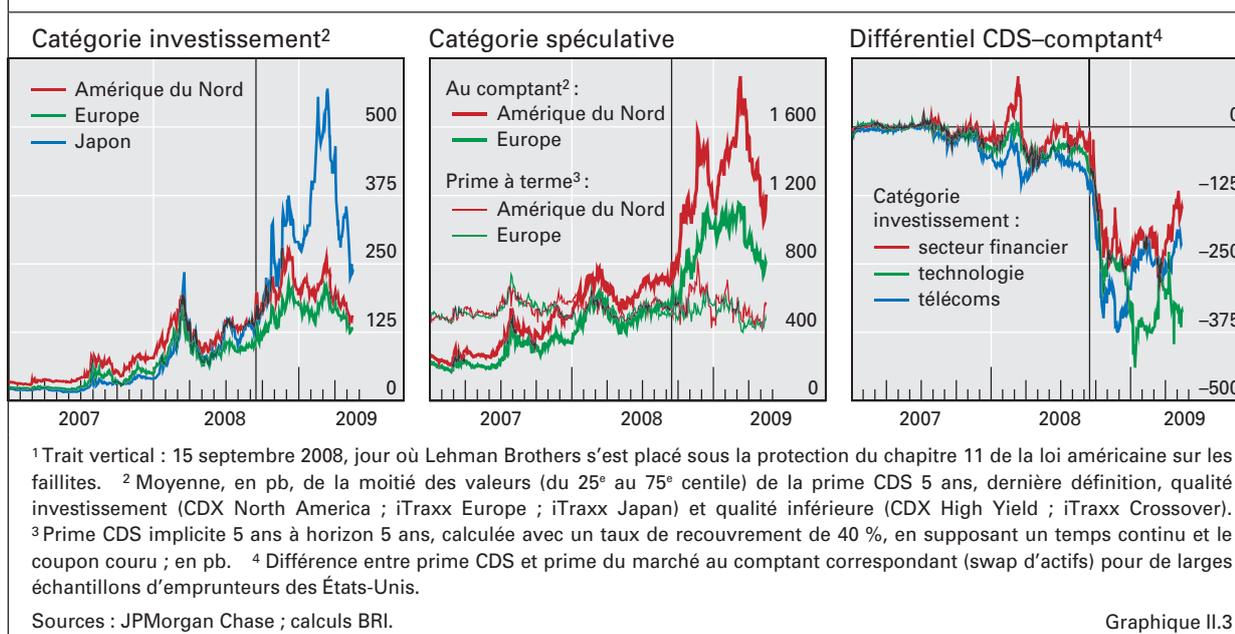
...les préoccupations concernant les fonds propres sont réapparues...

...affectant particulièrement les agences de financement hypothécaire aux États-Unis

Ces mesures en faveur des agences de financement hypothécaire...

<sup>2</sup> Ces organismes fournissent des rehaussements de crédit sur les obligations et les instruments structurés, y compris des garanties sur les tranches supérieures de titres adossés à des hypothèques ou à d'autres actifs, ainsi que sur les obligations des collectivités territoriales. Dans ce contexte, la notation propre des rehausseurs de crédit a tendance à déterminer celle des instruments qu'ils garantissent.

## Principaux indicateurs de risque : catégories investissement et spéculative<sup>1</sup>



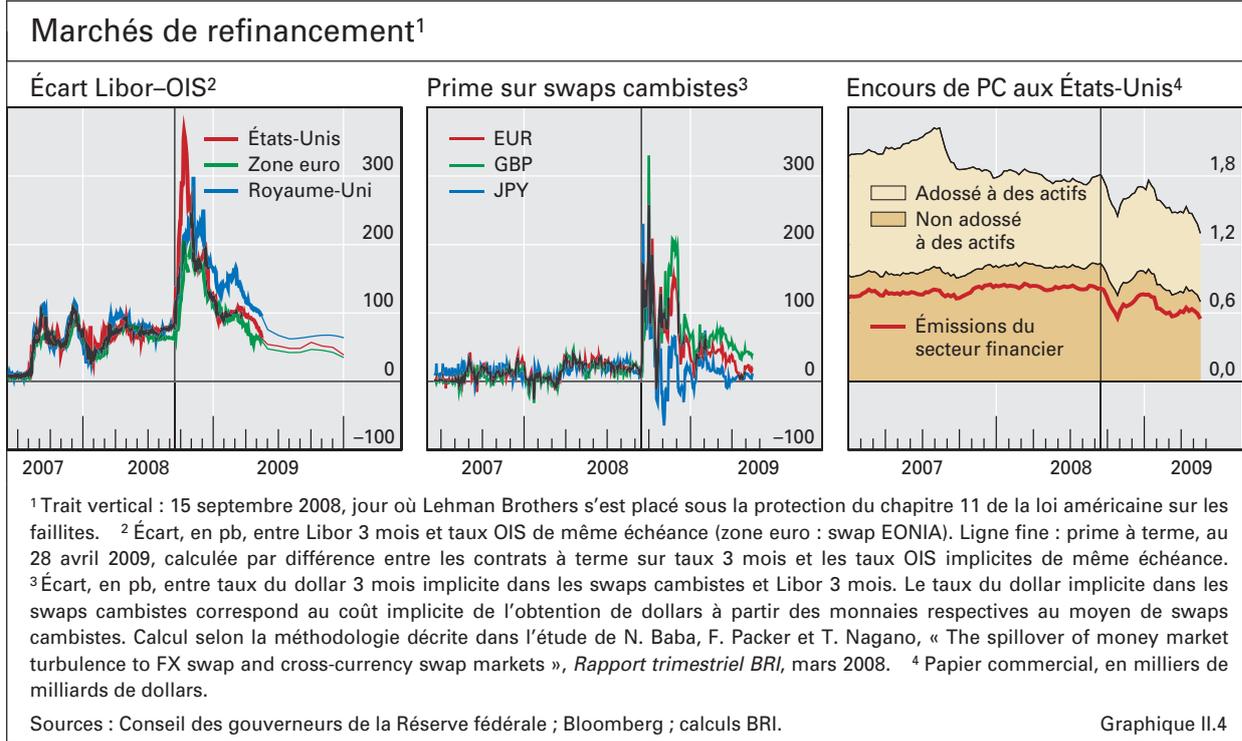
*Exchange Commission*, autorité américaine des marchés financiers) de nouvelles mesures d'urgence pour réduire les ventes à découvert des actions par les principales banques et sociétés de courtage a également contribué à réduire les tensions. Dès lors, et grâce à la baisse générale des primes de risque, la volatilité implicite de toutes les catégories d'actifs est retombée mais elle s'est maintenue à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés au début de la première phase de la crise, mi-2007 (graphique II.5).

Dans le même temps, les incertitudes concernant les besoins de refinancement des banques et le risque de contrepartie persistaient sur les marchés monétaires. Ainsi, les écarts Libor-OIS demeuraient élevés pour les principales devises, dont le dollar. Des tendances similaires sur les marchés des swaps cambistes reflétaient des tensions asymétriques sur les refinancements en dollars et dans d'autres monnaies. Ces tensions ont accru le coût des emprunts en dollars (graphique II.4)<sup>3</sup>. Les mesures prises par les autorités américaines, fin juillet, pour améliorer l'efficacité des facilités de liquidité introduites au moment de la reprise de Bear Stearns n'étaient pas parvenues à enrayer les tensions. Elles comprenaient notamment des prêts à plus long terme (84 jours) au titre du dispositif temporaire d'adjudication de la Fed (*Term Auction Facility*, TAF), avec un allongement correspondant des échéances des refinancements en dollars proposés par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque nationale suisse (BNS).

Les tensions persistaient également sur les marchés immobiliers, ravivant les préoccupations des investisseurs au sujet de la solidité financière des agences américaines de financement hypothécaire. Les cours des actions de

...ont été suivies par une mise sous tutelle

<sup>3</sup> Pour une analyse des effets de contagion entre marché monétaire et marché des swaps cambistes, voir N. Baba et F. Packer, « Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08 », *BIS Working Papers*, n° 267, décembre 2008.

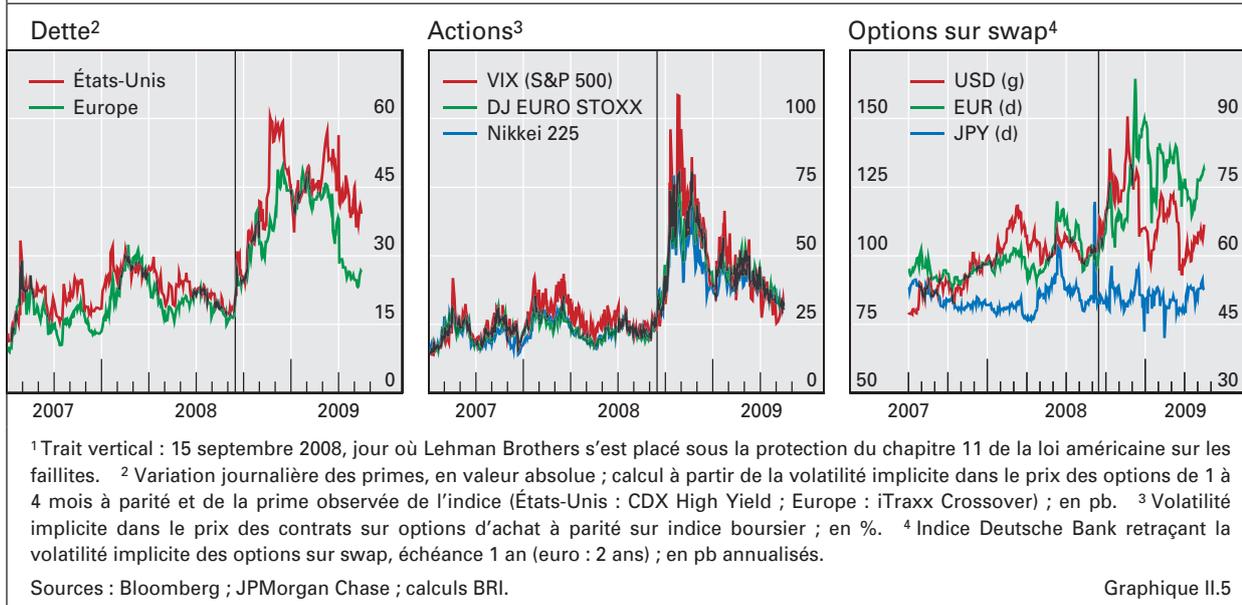


ces établissements se sont à nouveau inscrits en baisse et, après l'annonce par Fannie Mae et Freddie Mac, en août, de pertes trimestrielles plus importantes que prévu, ils sont tombés à des niveaux jamais observés depuis la fin des années 1980. La confiance dans la solvabilité à terme des deux organismes a disparu et, le dimanche 7 septembre, les autorités américaines en ont pris officiellement le contrôle. Cette mise sous tutelle a éliminé en grande partie le risque de crédit pour les détenteurs de titres de dette de premier rang et subordonnés émis par ces agences, mais elle a également fortement dilué le capital du fait de la nouvelle participation de l'État sous forme d'actions de préférence senior. Le recours à ce type d'intervention préfigurait les futurs plans de sauvetage des banques, mais a créé une incertitude en raison des conséquences possibles que ces mesures pourraient avoir sur les droits à remboursement des actionnaires et créanciers en fonction de leur rang de priorité respectif.

Si l'annonce de cette prise de contrôle a entraîné une baisse des primes sur MBS garantis par les agences américaines et autres instruments de dette, elle n'a pas dissipé les préoccupations plus générales pesant sur le secteur financier. Elle a rappelé, au contraire, que des pertes supplémentaires allaient s'ajouter aux quelque \$500 milliards de dépréciations d'actifs accumulées jusqu'à fin août 2008. Elle a également suggéré que les efforts mis en œuvre par les banques centrales pour se substituer aux financements de marché avaient atteint leurs limites, d'autant que les investisseurs se concentraient de plus en plus sur les questions de solvabilité. Aussi, lorsque l'attention de ces derniers s'est détournée des agences américaines de financement hypothécaire pour revenir sur les bilans bancaires, les cours des actions financières et les primes de risque ont été à nouveau mises sous pression. Tout cela n'a fait qu'aggraver les problèmes rencontrés par les banques pour reconstituer leurs

Les tensions d'ordre plus général ne se sont pas dissipées...

## Mesures de la volatilité implicite<sup>1</sup>



fonds propres et satisfaire leurs besoins de refinancement sur des marchés n'acceptant que des garanties d'excellente qualité, d'où une généralisation des tensions. Des signes de différenciation sont néanmoins apparus entre banques selon leurs modèles de fonctionnement et les conséquences de ces derniers en termes d'expositions aux actifs dépréciés, de refinancements et de recours à l'effet de levier. Dans un tel contexte, les grandes banques d'investissement ont été les plus éprouvées (graphique II.10).

...les grandes banques d'investissement...

Début septembre, les difficultés de Lehman Brothers se sont nettement amplifiées, une injection de capitaux fort attendue n'ayant pas eu lieu. La prime sur les CDS référencés sur cet établissement a bondi de près de 200 pb, à environ 500 pb, amenant l'agent de compensation à requérir des pouvoirs supplémentaires pour saisir les actifs nantis et les créanciers à court terme à réduire leurs lignes de crédit. Déjà déprimée, l'action de la société a perdu 45 % le mardi 9 septembre et a encore baissé le lendemain, en raison de la publication de mauvais résultats pour le troisième trimestre 2008. Malgré l'annonce simultanée de projets de cession de certaines activités, la société a vite paru dans l'incapacité de lever en urgence les ressources nécessaires, ce qui a conduit les marchés à anticiper une action des autorités semblable à la reprise de Bear Stearns pour le week-end suivant (13-14 septembre).

...et Lehman Brothers, en particulier, se trouvant confrontées aux problèmes les plus sérieux

## La crise de confiance

*Troisième phase : perte de confiance au niveau mondial (15 septembre à fin octobre 2008)*

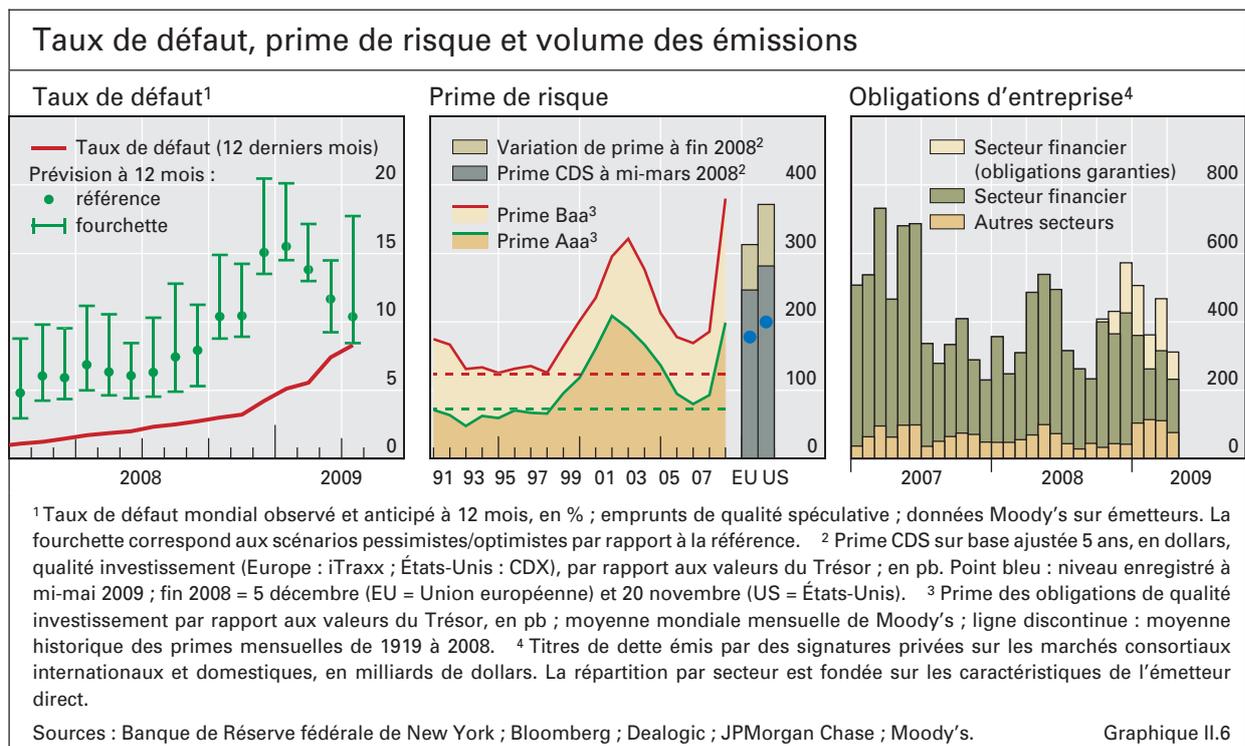
La faillite de Lehman Brothers...

Le basculement s'est opéré le lundi 15 septembre, lorsque Lehman Brothers Holdings Inc. a demandé à bénéficier de la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. Ce que beaucoup avaient espéré être une simple année de perturbations gérables s'est alors transformé en une véritable crise

mondiale. Brusquement, sur des marchés ayant perdu leurs repères, un nombre croissant d'établissements financiers s'est trouvé confronté au risque de défaut. La crise de confiance qui en a résulté s'est rapidement propagée à travers les marchés et les pays, montrant clairement que les interventions publiques devaient évoluer vers des actions de plus grande envergure, passant notamment par la recapitalisation des systèmes bancaires, et qu'elles ne pouvaient plus se limiter à des mesures de soutien de la liquidité. Simultanément, alors que les exportations des États s'effondraient et que les conditions de financement se resserraient, le caractère mondial de la crise est apparu de plus en plus évident, tout comme la nécessité d'une réaction à l'échelle internationale.

S'agissant du dépôt de bilan de Lehman Brothers, les préoccupations s'étaient concentrées sur le rôle de la société en tant que courtier et entité de référence (source du risque de défaut contre lequel les acheteurs de protection cherchent à se prémunir) sur le marché des CDS. En fait, les expositions liées aux encours de titres de dette de Lehman Brothers se sont révélées plus critiques. Trois événements ont contribué à protéger les acteurs du marché des CDS de cette faillite. Tout d'abord, une séance exceptionnelle de négociation a été organisée le dimanche 14 septembre, à la veille du dépôt de bilan, afin de permettre aux principaux opérateurs sur CDS de réduire par compensation leurs positions sur la contrepartie Lehman Brothers et de rééquilibrer leurs comptes en remplaçant les contrats résiliés. Ensuite, AIG, un grand assureur connu pour détenir plus de \$440 milliards de positions notionnelles sur CDS (souvent des transactions de type rehaussement de crédit impliquant des banques clientes) a bénéficié le 16 septembre d'un plan de soutien de l'État. Ce plan, qui sera restructuré et complété à plusieurs reprises au cours des mois suivants, a permis d'éviter la faillite brutale d'AIG ainsi qu'une répercussion des

...a provoqué une explosion du risque de contrepartie...



## Les fonds de placement monétaires attisent l'instabilité au lendemain de la faillite de Lehman Brothers

La perte de confiance dans les fonds de placement monétaires en dollars a amplifié les tensions financières résultant de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. L'analyse qui suit explique pourquoi la vague de retraits massifs subie par ces fonds a coïncidé avec le repli des marchés interbancaires mondiaux.

### L'enchaînement des faits avant les retraits

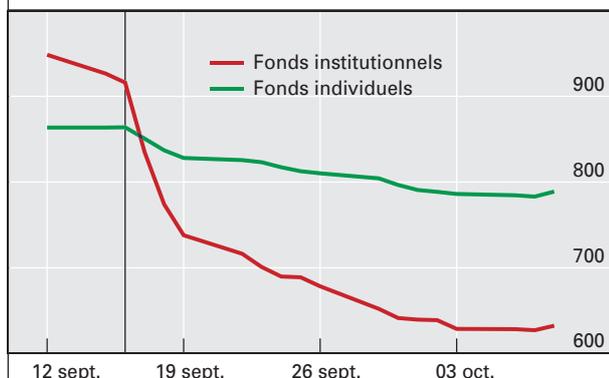
Comme l'explique plus en détail le chapitre III, les besoins globaux de financement en dollars du secteur bancaire hors États-Unis constituaient une source de fragilité pour le système financier mondial à l'approche de la crise. Les banques européennes, en particulier, avaient, au long de la dernière décennie, sensiblement renforcé leurs actifs en dollars, qui dépassaient \$8 000 milliards mi-2007. En outre, ces actifs excédaient de plus de \$800 milliards leurs passifs estimés dans la même devise, ce qui implique qu'ils se refinançaient en d'autres monnaies, d'où une forte dépendance à l'égard d'instruments comme les swaps cambistes. Les banques ont également emprunté directement sur d'autres marchés interbancaires ou ont eu recours à d'autres ressources à court terme non bancaires, tels que les fonds de placement monétaires<sup>①</sup>.

En août 2007, lorsque les ressources bancaires en dollars ont commencé à s'assécher, les banques européennes ont de plus en plus recouru aux swaps cambistes contre monnaies européennes, poussant le coût de financement correspondant bien au-delà du Libor américain, déjà élevé (graphique II.4, cadre du milieu). En raison de ces tensions sur l'interbancaire, il devenait crucial pour les grandes banques non américaines de conserver un accès aux autres sources de financement en dollars, en particulier la plus importante : les fonds de placement monétaires. La plupart des fonds qui achètent surtout du papier privé (les *prime funds*) sont très tournés vers l'international : à mi-2008, les données sur les actifs des 15 plus grands fonds, qui totalisaient plus de 40 % des actifs des *prime funds*, montrent qu'ils avaient investi la moitié de leurs portefeuilles auprès des banques non américaines (dont environ 85 % auprès des banques européennes). Selon les estimations, les placements des fonds américains auprès des banques non américaines ont atteint quelque \$1 000 milliards mi-2008 (sur un total de plus de \$2 000 milliards d'actifs), soit plus de 15 % du total estimé des passifs en dollars des banques européennes vis-à-vis du secteur non bancaire.

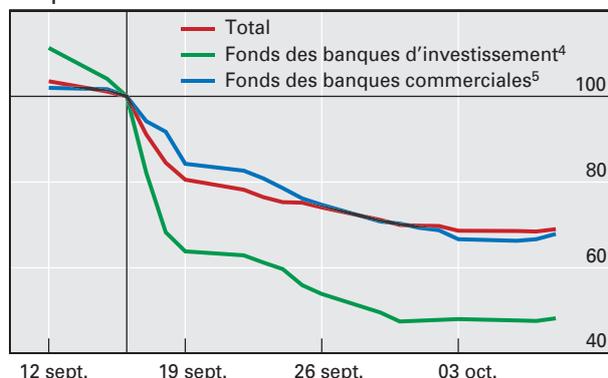
Jusqu'en septembre 2008, les financements en dollars étaient faciles à obtenir. Il semble que les fonds de placement monétaires américains aient renforcé leurs expositions directes sur les banques non américaines juste avant la faillite de Lehman Brothers. Les actifs de ces fonds ont fortement augmenté, les investisseurs se dégageant de placements à court terme moins sûrs. Les banques non américaines en ont bénéficié, les gestionnaires des principaux fonds délaissant le papier commercial pour se reporter

## Fonds monétaires *prime funds* aux États-Unis : actifs<sup>1</sup>

Par structure des fonds<sup>2</sup>



Par profil des fonds institutionnels<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Trait vertical : 16 septembre 2008, lendemain du jour où Lehman Brothers s'est placé sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites et jour où Reserve Management Co a annoncé que la valeur de son produit phare et de son fonds caribéen était tombée au-dessous du nominal. <sup>2</sup> En milliards de dollars. <sup>3</sup> 16 septembre 2008 = 100. <sup>4</sup> Goldman Sachs, Merrill Lynch et Morgan Stanley. <sup>5</sup> Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) et Wells Fargo.

Sources : Crane Data ; calculs BRI.

Graphique II.A

sur les certificats de dépôt afin de réduire le niveau de risque de leurs portefeuilles. Ce report semblait indiquer que ces derniers ont joué un rôle accru dans le financement en blanc des banques non américaines, qui émettaient la plus grande partie des titres détenus par ces fonds. Ce report signifiait également que tout retrait massif affectant les fonds de placement monétaires en dollars se traduirait par des difficultés de refinancement pour les banques européennes.

#### *La fuite hors des fonds de placement monétaires américains*

Le 16 septembre, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, Reserve Management Co (qui gérait la famille de fonds ayant connu la plus forte croissance des actifs au cours des années précédentes) a annoncé que, du fait de pertes sur les titres Lehman Brothers, la valeur de l'actif net de deux de ses fonds était tombée au-dessous du nominal, à 97 % pour son produit phare Reserve Primary et à 91 % pour son fonds caribéen. La décote enregistrée par Reserve Primary était sans précédent pour un fonds de premier plan et le deuxième exemple seulement pour un fonds de placement monétaire. Il s'en est suivi une vague de retraits, large bien que différenciée, semblable à une panique bancaire. Le 15 septembre, Reserve Primary recevait \$25 milliards de demandes de rachat, auxquelles se sont ajoutés \$35 milliards au 19 septembre, soit un montant de \$60 milliards sur un encours total de \$62 milliards. Bien que la valeur de son actif net soit restée supérieure aux montants investis, le fonds US Government Fund de Reserve Management Co a, quant à lui, dû honorer quelque \$6 milliards de demandes de remboursement, sur un encours total de \$10 milliards. D'autres fonds importants ont souffert de même, cependant que les titres d'État enregistraient un afflux de capitaux<sup>Ⓞ</sup>.

Les investisseurs institutionnels ont liquidé leurs positions beaucoup plus rapidement que les particuliers. Au cours des deux jours qui ont suivi le 16 septembre, les premiers ont retiré \$142 milliards de 102 grands fonds institutionnels, soit 16 % des actifs sous gestion de ces derniers (graphique II.A, cadre de gauche). Dans le même temps, ils ont souscrit pour \$54 milliards à des fonds de placement en titres d'État, un pourcentage d'augmentation similaire. Les particuliers se sont dégagés des fonds pour un montant plus modeste de \$27 milliards (soit 3 % du total des actifs) et ont acheté \$34 milliards nets de titres d'État.

Les grands fonds institutionnels gérés par les banques d'investissement encore actives et les petits gestionnaires indépendants qui suscitaient l'inquiétude des investisseurs ont subi les retraits les plus importants. Au cours de ces deux journées, les demandes de rachat auprès des plus grands fonds gérés par les trois principales banques d'investissement restantes représentaient de 20 % à 38 % des actifs sous gestion, soit bien au-delà de la moyenne de 16 %. À l'inverse, les principaux fonds gérés par les filiales de sept grandes banques ont honoré dans la même période des demandes de rachats comprises entre 2 % et 17 % de leurs actifs sous gestion (graphique II.A, cadre de droite).

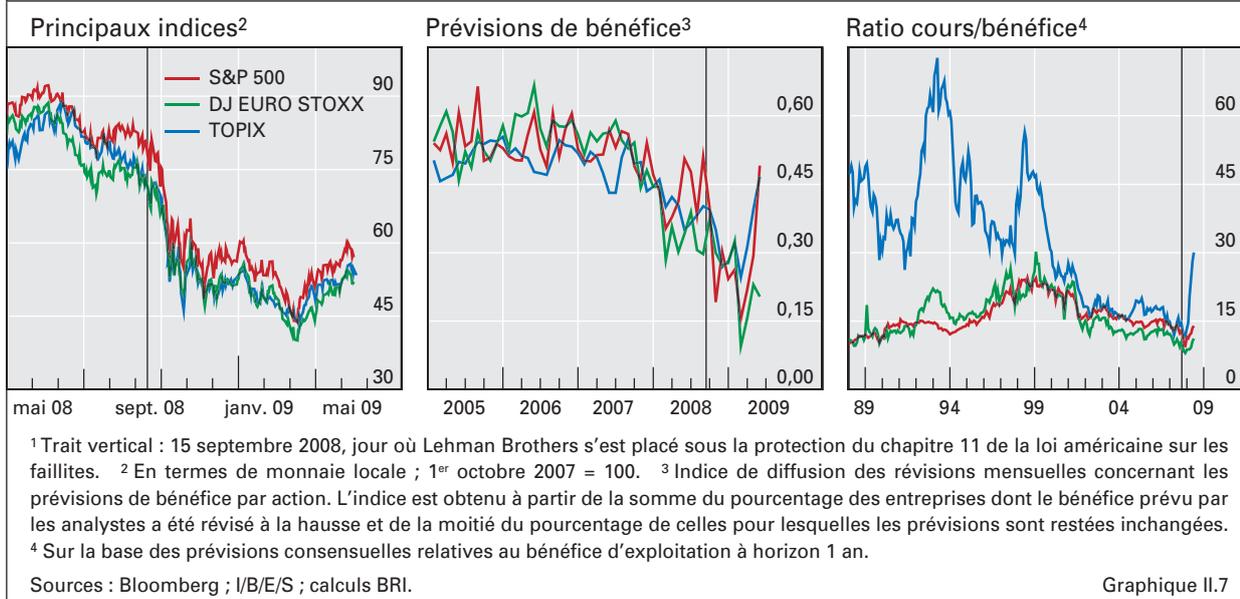
La fuite vers la sécurité, matérialisée par le report sur les titres d'État et par des réallocations de portefeuille, a ravivé la demande de valeurs du Trésor, de titres des agences fédérales et de prises en pension, au détriment du papier commercial et des certificats de dépôt bancaires. Les titres en pension détenus par les fonds les plus importants (11 % de leurs portefeuilles) ne suffisaient même pas à satisfaire les demandes de retrait des deux premières journées. La liquidation des pensions a allongé les échéances moyennes et conduit les fonds à ne réinvestir qu'à très court terme.

La vague de retraits hors des fonds de placement monétaires a donc menacé d'entraîner des dégagements massifs sur le marché du papier commercial, puis sur celui des certificats de dépôt et, par conséquent, sur les titres émis par les banques non américaines. Elle a déstabilisé les marchés mondiaux du refinancement bancaire, déjà en proie à de vives tensions. Les actions entreprises par les autorités pour mettre un terme à ces retraits, et la substitution des financements publics aux financements privés, sont évoquées au chapitre VI.

<sup>Ⓞ</sup> P. McGuire et G. von Peter, « The US dollar shortage in global banking », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009. <sup>Ⓞ</sup> N. Baba, R. McCauley et S. Ramaswamy, « US dollar money market funds and non-US banks », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009.

risques relatifs aux CDS sur les bilans des clients, dans un environnement déjà fragilisé. Enfin, les expositions aux CDS référencés sur Lehman Brothers se sont avérées plus faibles que prévu, se soldant finalement par un règlement net relativement modeste d'environ \$5,2 milliards effectué sans aucun problème fin octobre. En conséquence, l'infrastructure du marché des CDS a plutôt bien résisté. Cependant, durant les quelques jours qui ont immédiatement précédé

## Marchés d'actions : indicateurs<sup>1</sup>



le dépôt de bilan, l'opacité du marché s'est ajoutée aux incertitudes entourant l'action des pouvoirs publics, amplifiant les tensions sur les marchés des refinancements<sup>4</sup>. Ceux-ci ont alors été éprouvés par les pertes subies sur les positions prises par certains fonds de placement monétaires liées aux obligations à court et moyen terme émises par Lehman Brothers.

Le caractère systémique des expositions de ces établissements est véritablement apparu lorsque Reserve Primary, un des principaux fonds américain, a passé en pertes plus de \$780 millions de titres de dette de Lehman Brothers (encadré), devenant ainsi le premier grand fonds de placement monétaire à faire état d'un actif net inférieur à un dollar pour chaque dollar investi. Cet événement a déclenché une vague sans précédent de retraits sur cette catégorie de fonds (de type « panique bancaire ») – contraignant les gestionnaires à liquider des actifs sur des marchés pratiquement illiquides. Bien qu'inégales d'un fonds à l'autre, les tensions se sont rapidement propagées aux marchés du papier commercial et des certificats de dépôt, sur lesquels les fonds de placement monétaires jouent un rôle majeur. Les émissions de titres monétaires sans garanties ont enregistré les plus grosses sorties : l'encours total du papier commercial aux États-Unis a chuté de plus de \$325 milliards entre le 10 septembre, où il totalisait environ \$1 760 milliards, et le 22 octobre (graphique II.4, cadre de droite). Les banques étrangères ainsi que les établissements américains ne disposant pas de leur propre base de dépôts de détail ont ainsi perdu l'accès à une source importante de financement au moment où ils avaient besoin de soutenir (ou d'intégrer à leur bilan) les fonds de placement monétaires dont ils étaient les promoteurs. En conséquence, la demande de fonds interbancaires en dollars s'est envolée, causant la paralysie des marchés monétaires et du crédit à court terme.

...les retraits sur les fonds de placement monétaires effectués par les investisseurs...

<sup>4</sup> Pour plus de détails, voir *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2008, pp. 6–7.

Les perturbations se sont très vite étendues à l'ensemble du système financier mondial. En raison de la rétention de liquidité pratiquée par les banques, l'écart Libor–OIS dollars est passé d'environ 80 pb début septembre, niveau déjà élevé, à près de 250 pb en fin de mois. D'autres marchés, tels que ceux de l'euro et de la livre sterling, ont subi des turbulences semblables. Les swaps cambistes ont été particulièrement affectés, car la majoration des primes de risque sur le secteur financier et l'augmentation de la demande mondiale de liquidités en dollars ont fait monter le coût implicite des financements en dollars à des sommets historiques par rapport au Libor (graphique II.4). La viabilité même de certains participants majeurs a été brusquement remise en question et la perception du risque de contrepartie s'est exacerbée. L'indice de référence américain sur contrats CDS a bondi, sur la seule journée du 15 septembre, de 42 pb pour la qualité investissement et de 118 pb pour la catégorie haut rendement (graphique II.3). Dans les autres grandes économies, les primes de risque ont enregistré des hausses comparables, évoluant en parallèle avec les marchés américains. Les cours des actions ont cédé quelque 4 % aux États-Unis et en Europe le jour de la faillite de Lehman Brothers et poursuivi leur baisse jusqu'au 17 septembre (graphique II.7).

...se propageant rapidement à tout le système financier

Dans ce contexte de tensions systémiques extrêmes, les autorités ont redoublé d'initiatives. Le 18 septembre, la banque britannique HBOS a été contrainte, à l'initiative des pouvoirs publics, de fusionner avec l'une de ses concurrentes. Dans le même temps, afin d'atténuer les pressions sur les valeurs boursières du secteur financier, les autorités gouvernementales britanniques ont suspendu les ventes à découvert, une mesure que les États-Unis adopteront le lendemain. De leur côté, les grandes banques centrales ont réagi par une nouvelle vague d'actions concertées pour remédier à la pénurie de financements à court terme en dollars. Le 19 septembre, le Trésor américain annonçait l'octroi d'une garantie temporaire aux investisseurs en fonds de placement monétaires afin d'endiguer les retraits. Les sorties se sont alors ralenties, le total des actifs finissant même par remonter à un niveau antérieur à celui du 15 septembre.

Malgré une première série de mesures des autorités...

Après la réaction initiale à la faillite de Lehman Brothers, les marchés se sont redressés mais les pressions sur les banques et autres entreprises financières ne se sont pas atténuées. Grâce aux premiers détails d'un plan de \$700 milliards mis au point par le gouvernement américain pour retirer les actifs dépréciés du bilan des établissements financiers, les primes de risque sont redescendues, pour un temps, des sommets atteints en cours de semaine. Les marchés des actions se sont également repris, aidés en partie par la nouvelle interdiction des ventes à découvert. Le 19 septembre, l'indice S&P 500 faisait un bond de 4 %, plusieurs actions bancaires très en vue se revalorisant encore davantage, et les bourses européennes gagnaient plus de 8 %. Toutefois, dans le but de mettre fin aux transferts à des tiers de positions de contreparties et de fonds de clientèle, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont obtenu des autorités américaines, le dimanche 21 septembre, l'autorisation de se transformer en holdings bancaires. La semaine suivante, les autorités prenaient le contrôle de la caisse d'épargne américaine Washington Mutual.

...les pressions sur le secteur financier n'ont pas diminué...

...nécessitant des mesures de soutien dans de plus en plus de pays

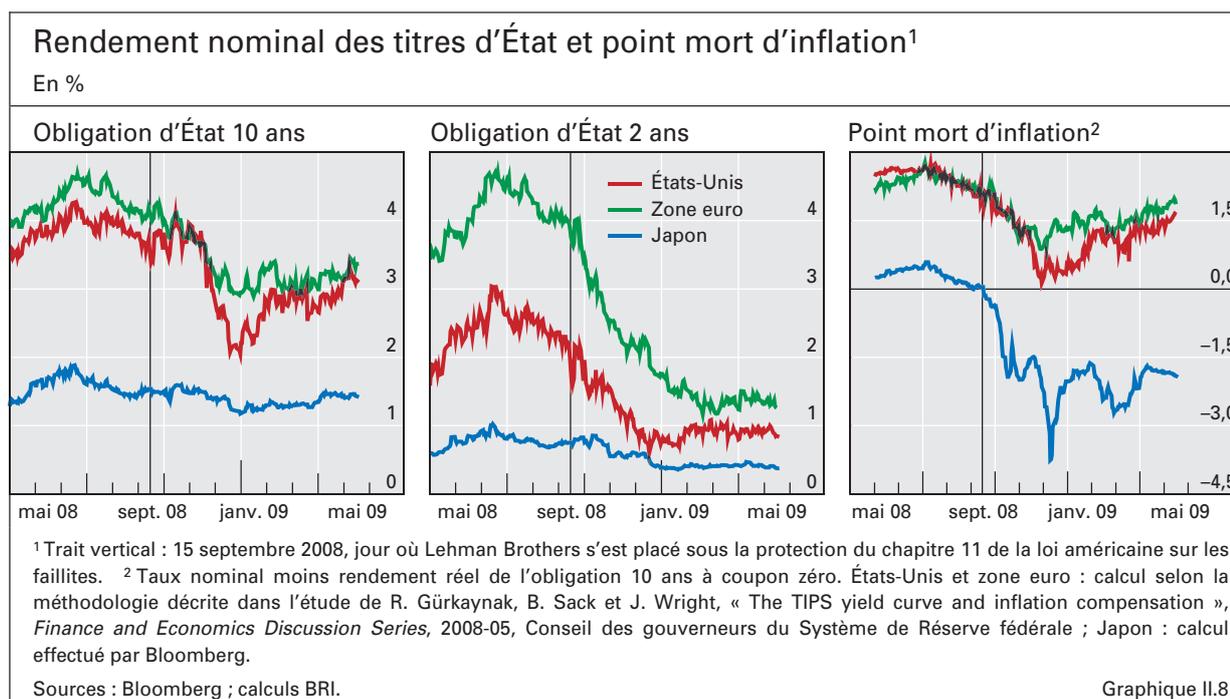
Les événements survenus le lundi 29 septembre ont fourni la preuve même de la profondeur et de l'ampleur de la crise. Ce jour-là, en effet, les autorités de plusieurs pays européens ont dû intervenir pour contrer les menaces pesant sur la stabilité de certains établissements au sein de leurs systèmes bancaires respectifs. À l'issue de négociations tenues pendant le week-end, le Royaume-Uni a décidé de nationaliser l'établissement hypothécaire Bradford & Bingley, tandis que la société de bancassurance Fortis bénéficiait d'une injection de fonds propres apportés par trois États européens. Le même jour, Hypo Real Estate, une société allemande spécialisée dans le crédit immobilier commercial obtenait, avec l'aide des autorités, une ligne de crédit complétée par la suite par d'autres mesures de soutien.

Perte de confiance dans la stabilité des banques...

Malgré ces initiatives, le système bancaire n'inspirait plus confiance et sa stabilité était mise en doute. Les marchés financiers attendaient une approche globale des autorités. Ce même 29 septembre, lorsque la Chambre américaine des représentants a rejeté le premier plan de sauvetage du secteur financier domestique proposé par le Trésor (une version révisée sera votée à la fin de cette semaine-là), la réaction du marché ne s'est pas fait attendre : le S&P 500 s'est inscrit en recul de 8,8 %, sous l'effet, cette fois encore, des valeurs financières, tandis que d'autres indices affichaient des baisses comparables, portant les pertes cumulées à environ 30 % fin octobre. Les marchés de la dette ont également été soumis à des tensions extrêmes, les primes sur les principaux indices CDS dépassant les sommets atteints juste après la faillite de Lehman Brothers. Les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté (graphique II.8) et la volatilité a atteint des niveaux records pour toutes les catégories d'actifs (graphique II.5), alors que l'aggravation de la crise provoquait une fuite généralisée vers la qualité.

...à l'échelle mondiale...

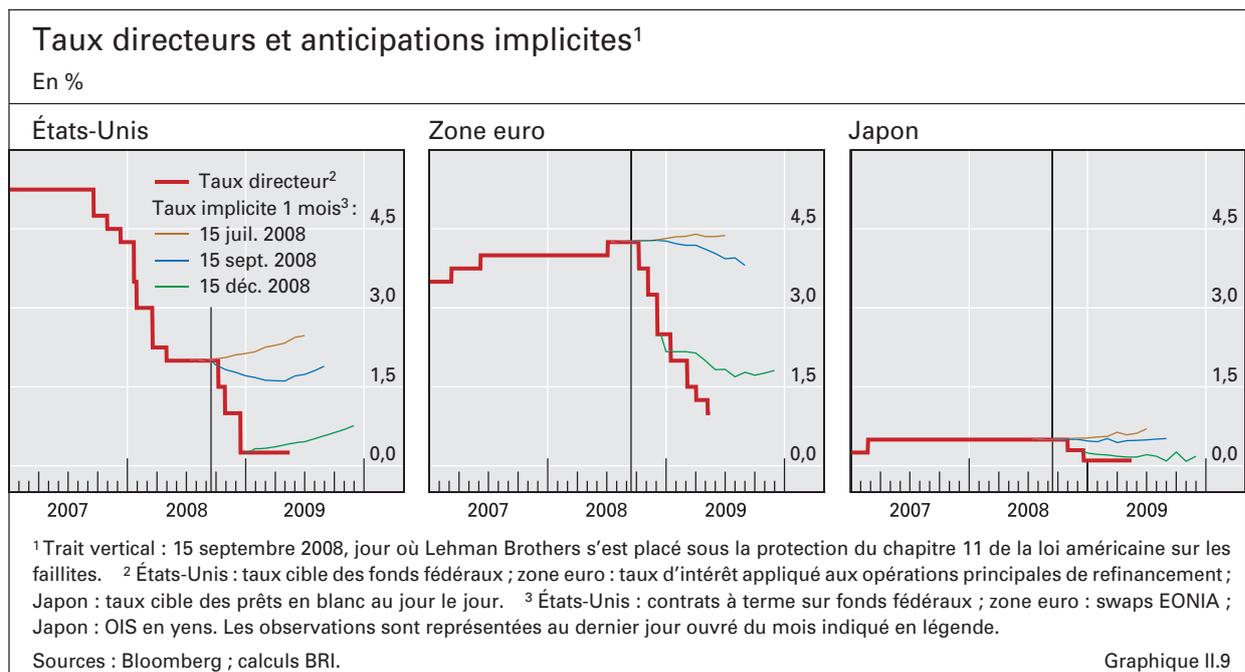
Les Écém ont été de plus en plus aspirées dans la tourmente, malgré des expositions directes connues pour être modestes à l'égard des actifs



dépréciés. Les performances de leurs marchés boursiers, mesurées par l'indice MSCI, qui avaient dépassé celles des pays industriels entre août 2007 (début de la crise) et mai 2008, ont régressé de quelque 28 % en monnaie locale entre la mi-mai et la veille de la faillite de Lehman Brothers (contre un repli de 12 % environ pour le S&P 500). Jusque-là, les pertes avaient essentiellement résulté des effets de la crise sur la demande d'exportations, tant directement qu'à travers l'incidence de la baisse de la demande sur les prix des produits de base (chapitre V). À la suite de la faillite de Lehman Brothers, la contraction de la valeur des actifs de l'ensemble des ÉcÉm s'est accentuée : les craintes concernant la stabilité des systèmes bancaires des grandes économies ont suscité des préoccupations quant à l'effondrement de la croissance mondiale, au recul des cours des produits de base et à la disponibilité des sources de financement externes. En conséquence, les primes des signatures souveraines se sont considérablement élargies et les actions, qui ont suivi la chute de celles des pays industriels, se sont affaiblies nettement plus que lors des précédentes périodes de turbulence (graphique II.11).

Alors que les tensions avaient été particulièrement vives pour les pays considérés par les investisseurs comme les plus vulnérables, des liquidations systématiques commencèrent à apparaître en octobre. Des préoccupations liées à l'accès aux financements étrangers se sont fait sentir dès le début du mois, lorsque l'effondrement quasi simultané de trois banques islandaises a conduit les investisseurs internationaux à réévaluer leurs expositions envers les pays présentant un déficit important des paiements courants et des besoins de financement correspondants, notamment ceux d'Europe centrale et orientale (chapitre V). Ces dernières années, une part notable des entrées de capitaux sur les marchés dotés d'un système bancaire à dominante étrangère (ouvrant l'accès à d'importantes réserves de dépôts en devises) avait pris la forme de prêts en devises aux entreprises et aux ménages.

...avec les actifs des ÉcÉm entraînés...



...dans une chute de plus en plus généralisée

Compte tenu des événements, les bailleurs de fonds se sont montrés plus réticents à renouveler les prêts existants ou à en accorder de nouveaux. En outre, alors que des dysfonctionnements commençaient à affecter des pans entiers du système financier mondial, la chute des prix des actifs financiers dans les pays industriels s'est traduite de plus en plus par d'importantes sorties de capitaux hors des ÉcÉm de la part des banques et des fonds d'investissement. Les pressions sur les prix des actifs se sont accentuées et la volatilité s'est faite plus vive, ce qui a amplifié les dégagements, malgré les efforts de banques centrales des ÉcÉm pour accroître leurs opérations de prêt en monnaie nationale et en devises et, dans plusieurs pays, malgré l'annonce de garanties totales ou partielles sur les dépôts bancaires. En définitive, l'indice MSCI marchés émergents a perdu environ 40 % par rapport à son niveau juste avant la faillite de Lehman Brothers, pour retrouver des niveaux remontant à octobre 2004.

Crise de confiance jugulée...

Cette profusion sans précédent d'initiatives publiques a pris de plus en plus la forme d'une approche concertée, de sorte que, à la mi-octobre 2008, des signes montrant que la crise de confiance avait enfin été jugulée sont apparus sur les marchés. Le 8 octobre, les autorités du Royaume-Uni ont adopté une gamme complète de mesures visant à recapitaliser les banques britanniques. Cette décision a été suivie par la toute première série de réductions coordonnées des taux directeurs de six grandes banques centrales, parmi lesquelles la BCE, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale. Les efforts engagés pour mettre en œuvre d'autres actions de grande envergure se sont poursuivis la semaine suivante : le 13 octobre, par exemple, la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales ont augmenté leurs lignes de swap pour faire face à toute demande de financements en dollars ; le même jour, les pays membres de la zone euro annonçaient conjointement l'octroi de garanties et des injections de liquidité destinés à stabiliser le secteur bancaire. Le 14 octobre, le Trésor américain déclarait à son tour qu'il utiliserait \$250 milliards sur les \$700 milliards du plan de sauvetage déjà voté pour recapitaliser les principales banques. Des volumes importants de dette de premier rang émise par des institutions financières étant devenus de fait des titres quasi souverains, les investisseurs ont baissé les primes de risque du secteur financier, qui ont ainsi quitté les sommets atteints précédemment au cours de la période examinée (graphique II.10, cadre de gauche).

...grâce aux actions coordonnées des autorités...

...et apparition de signes d'accalmie

Des signes d'accalmie étaient aussi observés sur d'autres marchés. Après avoir culminé à 364 pb le 10 octobre, l'écart Libor-OIS dollar 3 mois s'est réduit peu à peu, finissant au-dessous de 100 pb en janvier 2009 (graphique II.4, cadre de gauche). Les primes Libor-OIS euro et livre sterling ont suivi une évolution similaire indiquant que les marchés interbancaires commençaient à se stabiliser. Dans le même temps, les principaux indices boursiers paraissaient se redresser, temporairement tout au moins, après les plus bas atteints fin octobre. Une amélioration se dessinait également dans les ÉcÉm : certains pays étaient en effet parvenus à obtenir une aide du FMI et d'autres instances internationales, et la conclusion d'accords de swap en dollars entre la Réserve fédérale et les autorités monétaires de grandes ÉcÉm était annoncée le 29 octobre. Les prix des actifs demeuraient toutefois soumis à des

pressions liées à des faiblesses propres à chaque pays, contribuant aux mauvais résultats des indices obligataires et boursiers en Europe émergente (graphique Il.11, cadres de gauche et du milieu).

## Répercussions macroéconomiques et financières mondiales

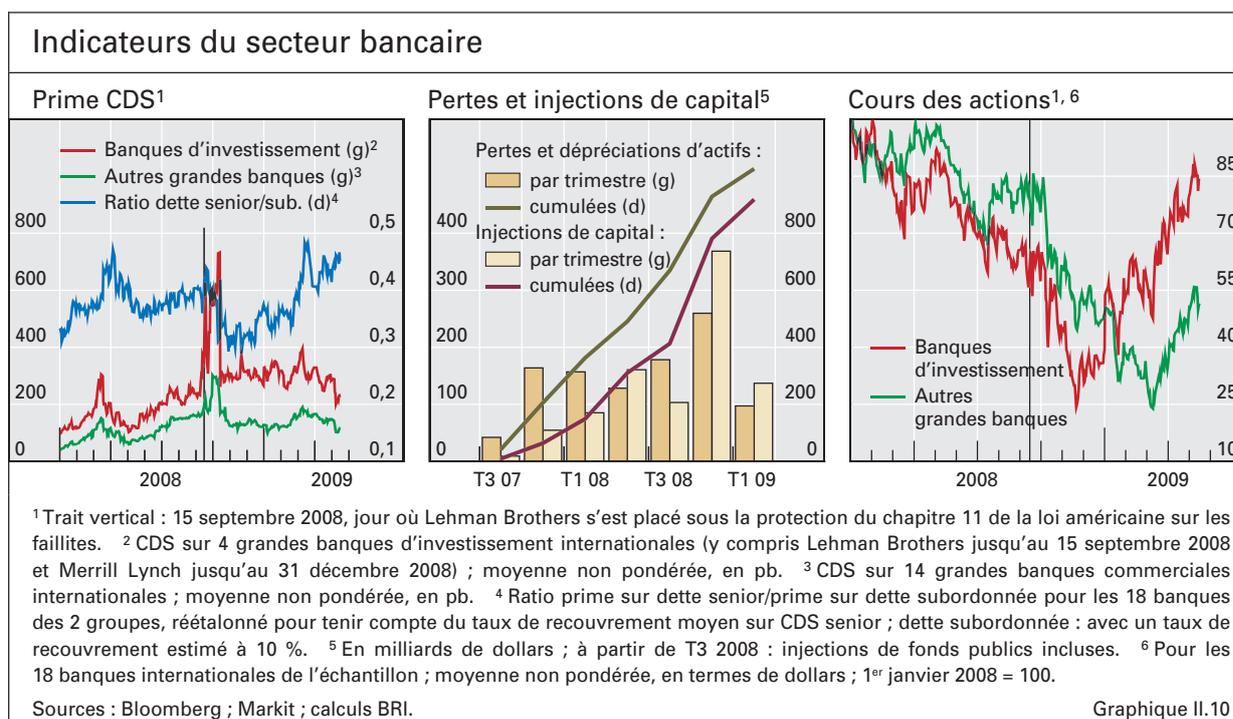
*Quatrième phase : les investisseurs focalisés sur le ralentissement de l'économie mondiale (fin octobre 2008 – mi-mars 2009)*

La phase suivante, qui débute fin octobre, s'est caractérisée par des incertitudes concernant à la fois la stabilité du secteur financier et la probabilité d'une récession mondiale aggravée. Malgré la fin de la crise de confiance généralisée, les autorités ont poursuivi leurs actions à l'échelle internationale pour soutenir le fonctionnement des marchés et atténuer le choc de la contraction soudaine de l'activité. Cependant, étant donné le manque de précisions de ces mesures, des interrogations subsistaient au sujet de leur conception, leur impact et leur cohérence. Aussi les marchés financiers ont-ils été perturbés par la publication de données macroéconomiques et de résultats de plus en plus défavorables, de brèves périodes d'optimisme survenant souvent après l'annonce de nouvelles interventions des pouvoirs publics.

Les craintes de récession au centre des préoccupations...

Les craintes de récession sont clairement apparues dans l'évolution des rendements des obligations d'État, qui ont maintenu leur tendance baissière en novembre et décembre. Aux États-Unis et dans la zone euro, les réductions des taux directeurs et la recherche de la sécurité ont fait chuter le rendement à 2 ans, ramené respectivement au-dessous de 1 % et 2 % mi-décembre (graphique Il.8, cadre du milieu). Le rendement des titres américains à 10 ans a atteint pour sa part un plus bas historique proche de 2,05 % le 30 décembre

...avec la baisse des rendements...



...l'ajustement des anticipations d'inflation...

(le record précédent, établi en 1941, avoisinait 2,10 %). Parallèlement, les anticipations sur l'évolution à très court terme des taux directeurs ont été révisées en baisse. Dans le même temps, la valeur des contrats à terme sur fonds fédéraux traduisait des attentes de taux bas et généralement stables aux États-Unis pour la majeure partie de 2009, en conformité avec les prévisions de croissance médiocre, voire négative, sur les trimestres à venir. Dans la zone euro, les prix des swaps de taux anticipaient un nouvel abaissement des taux de la BCE au cours des douze mois suivants, témoignant notamment du rythme relativement lent des ajustements effectués par cette institution depuis le début de la crise. Au Japon, où le taux directeur avait été réduit fin octobre, les taux à terme traduisaient des anticipations de *statu quo* pour une bonne partie de 2009. De même, le point mort d'inflation (c'est-à-dire la différence de rendement entre obligations nominales et indexées) était conforme aux anticipations de désinflation rapide, notamment sur les horizons courts. Simultanément, son évolution à long terme semblait répondre essentiellement à des facteurs techniques tels que le recours aux bons du Trésor (non indexés) comme valeurs refuges et la hausse de la prime de liquidité sur les obligations indexées. En raison de leur connotation pessimiste, ces facteurs ont limité l'utilité du point mort d'inflation sur horizon long comme indicateur des anticipations d'inflation (graphique II.8, cadre de droite)<sup>5</sup>.

Les marchés de la dette comme ceux des actions se sont quelque peu repris début 2009, les initiatives antérieures des autorités commençant à donner des résultats. Une amélioration était ainsi perceptible dans le secteur sinistré de la titrisation aux États-Unis, où les primes sur les obligations et les MBS des agences fédérales ainsi que celles sur les titres adossés à des prêts à la consommation se sont réduites sous l'effet de diverses mesures de soutien annoncées à la suite de la première initiative dans ce sens de la Réserve fédérale, le 25 novembre (graphique II.2, cadre de droite).

...et le recul des prix des actifs

Cependant, lorsque l'ampleur du ralentissement de l'économie mondiale est devenue pleinement évidente en janvier 2009, les prix des actifs financiers se sont remis à baisser. Alors que la publication des mauvais chiffres du quatrième trimestre confirmait la pire récession depuis des décennies (chapitre IV), les marchés ont à nouveau décliné. Les grands indices boursiers sont retombés en liaison avec les annonces de mauvais résultats, et ce jusqu'en mars où ils se sont retrouvés au-dessous de leurs minima de novembre (graphique II.7, cadres de gauche et du milieu) : le 9 mars, le S&P 500 chutait autour de 676 points, son plus bas niveau depuis octobre 1996. Les marchés obligataires ont également connu un nouvel accès de faiblesse, le ralentissement persistant de l'activité laissant présager une nouvelle dégradation de la qualité du crédit. Au Japon, l'élargissement particulièrement marqué des primes (graphique II.3, cadre de gauche) a été accentué par les effets de composition des index en termes de secteurs et de qualité du crédit ainsi que par le faible niveau de la liquidité de marché.

<sup>5</sup> Pour plus de détails, voir *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 18-19.

Les ÉcÉm ont été soumises à des pressions du même ordre. Les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre ont confirmé les effets de plus en plus néfastes de la crise financière sur les économies dont la croissance dépendait jusque-là des exportations, plus particulièrement en Asie. Ainsi, le PIB de la Corée a cédé plus de 3 % en glissement annuel et la Chine a annoncé un ralentissement supérieur à 4 points de pourcentage sur la même période, sous l'effet notamment de la baisse de la demande d'exportations (chapitre V). Reflétant les problèmes du secteur financier, l'effondrement des flux commerciaux a sans doute été aggravé par les préoccupations concernant le risque de contrepartie entre banques impliquées dans le financement du commerce et par les perturbations correspondantes dans les flux nets de crédits commerciaux entre pays exportateurs et importateurs. La chute des exportations a affecté, à son tour, les prix des actifs. Cependant, la situation a été plus nuancée selon les pays et les régions qu'au cours de la crise de confiance de septembre et début octobre 2008 (graphique II.11, cadres de gauche et du milieu). Cette différenciation a permis d'en atténuer certains effets sur les indices boursiers d'ensemble des marchés émergents, qui se sont généralement mieux comportés durant la quatrième phase de la crise que ceux des pays industrialisés. Par exemple, l'indice MSCI marchés émergents, en baisse pourtant depuis début janvier, n'est pas retombé à ses minima de fin octobre, les mauvais résultats des économies d'Europe émergente ayant été compensés par ceux d'autres régions (graphique II.11, cadre du milieu).

L'effondrement des exportations a pesé sur les actifs des ÉcÉm...

La persistance de difficultés dans le secteur financier a également contribué au nouvel accès de faiblesse des marchés des actions et des obligations dans les pays industrialisés. Début 2009, des signes montraient que le secteur n'avait pas durablement renoué avec la stabilité, malgré des injections d'un montant total de \$925 milliards de capitaux privés et publics depuis le troisième trimestre 2007 (graphique II.10, cadre du milieu). Les pertes d'une importante banque allemande ont dû être couvertes par un renflouement de l'État, le 8 janvier, et des initiatives semblables ont ensuite été prises dans plusieurs pays européens ainsi qu'aux États-Unis. Ce sont donc les primes de risque du secteur financier et les actions qui ont entraîné la détérioration des indices globaux enregistrée jusqu'en mars (graphique II.7).

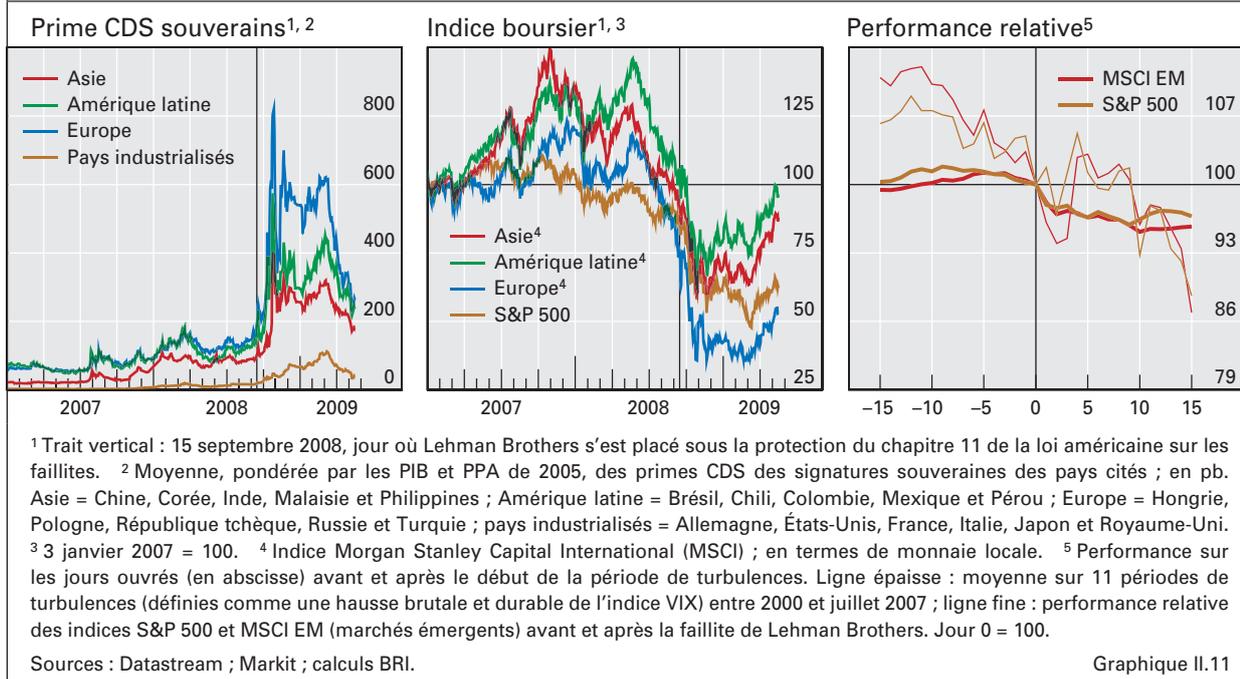
...et le secteur financier a connu un nouvel accès de faiblesse...

Dans le même temps, les garanties publiques existantes et les anticipations de nouvelles mesures de soutien ont généralement limité les fluctuations des primes de risque. Les garanties de l'État expliquent en partie l'augmentation des émissions de dette du secteur financier (graphique II.6, cadre de droite), mais l'anticipation du soutien des pouvoirs publics a cessé de se traduire par la réduction des primes de risque. Contrairement à ce qui s'était passé fin 2008, la portée de ces mesures et leur incidence éventuelle sur les portefeuilles de dette sont apparues de plus en plus incertaines aux yeux des investisseurs. Des incertitudes similaires ont également contribué par moments à d'importantes différences de tarification entre les instruments de fonds propres, signe que les taux de recouvrement anticipés avaient été modifiés par les

...dans un contexte d'incertitudes persistantes sur la portée...

...et les implications des mesures de soutien

## Économies émergentes : indicateurs



interventions publiques (graphique II.10, cadre de gauche). De fortes décotes sur les titres de dette subordonnée ont, à leur tour, incité de nombreuses banques à racheter ces titres et à renforcer leurs fonds propres en accroissant ainsi leurs réserves. Par ailleurs, les cours des actions des anciennes banques d'investissement ont dépassé ceux du secteur bancaire dans son ensemble, différence qui correspondait à l'amélioration des fonds propres et qui laissait penser que la détérioration de la situation économique avait contribué à recentrer les préoccupations relatives aux risques bancaires sur le portefeuille bancaire au lieu du portefeuille de négociation (graphique II.10, cadre de droite, et chapitre III).

Des indications selon lesquelles les programmes de sauvetage de grande envergure du secteur financier et les plans de relance de l'économie commençaient à peser sur les finances publiques ont contribué à accroître l'incertitude. Les primes des CDS sur émetteurs souverains des pays industrialisés, qui avaient commencé à s'accroître dès la mise en œuvre des premières mesures à l'été 2008, ont continué d'augmenter jusqu'en mars (graphique II.11, cadre de gauche). Cette hausse correspondait à un renforcement des engagements budgétaires, l'évolution des corrélations au sein du groupe des émetteurs souverains laissant d'ailleurs supposer l'existence d'un puissant dénominateur commun. En particulier, la corrélation entre les primes des CDS souverains et celles de la dette de premier rang du secteur financier s'est accrue par rapport à la période précédant la faillite de Lehman Brothers. Cette évolution accrédi- terait la thèse des investisseurs selon laquelle les autorités des principaux pays avaient repris à leur compte les risques d'une grande partie du secteur bancaire, sans nécessairement refléter les spécificités nationales de ces engagements. Des évolutions comparables ont été observées sur

Élargissement des primes des CDS sur émetteurs souverains...

...les investisseurs étant convaincus que les autorités avaient garanti les risques du secteur bancaire

les marchés des obligations d'État où l'ampleur des émissions à venir avait commencé à compenser les pressions à la baisse exercées sur les rendements par la recherche de valeurs refuges et les perspectives économiques (graphique II.8).

*Cinquième phase : premiers signes de stabilisation (à partir de mi-mars 2009)*

Les événements ont pris un tour différent à la mi-mars. La volatilité a diminué et les prix des actifs sont remontés, de nouvelles mesures plus déterminées amenant les marchés à un certain optimisme en dépit de perspectives macroéconomiques et financières toujours négatives dans l'ensemble. Dans le même temps, et malgré la confirmation d'une amélioration sur plusieurs marchés, des signes de dysfonctionnement et des distorsions correspondantes subsistaient, ce qui donnait à penser que les efforts conjugués des gouvernements et des banques centrales n'avaient pas encore pleinement restauré la confiance dans le système financier mondial. Le processus de normalisation serait vraisemblablement long et exposé à des risques importants.

Les événements ont pris un tour différent...

La hausse de la valeur des actifs a résulté pour beaucoup de l'effet de confiance produit par l'extension annoncée des types et quantités d'actifs que les grandes banques centrales étaient prêtes à acheter en prise ferme. Début mars, la Banque d'Angleterre a annoncé un plan de rachat d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État. Le 18 mars, la Réserve fédérale, à son tour, déclarait qu'elle allait acquérir jusqu'à \$300 milliards de titres à long terme du Trésor. Dans la perspective d'un surcroît de demande, le rendement 10 ans a cédé 47 pb, son recul le plus marqué sur un jour depuis plus de vingt ans. Les rendements à plus court terme se sont également repliés, tout comme ceux des obligations d'État japonaises après l'annonce le même jour d'une majoration de 29 % du montant annuel consacré aux achats fermes de tels titres. Dans la zone euro, la spéculation sur l'adoption de mesures semblables par la BCE a aussi influencé les rendements obligataires, malgré la marge procurée par le niveau des taux directeurs, qui restait supérieur à celui des autres grandes économies (graphique II.9). Même si ces baisses de rendements se sont ensuite rapidement inversées, tous ces achats ont compensé, du moins temporairement, les pressions résultant de l'offre croissante d'obligations d'État (graphique II.8). Des effets d'annonce analogues (chapitre VI) ont été observés sur les marchés des titres américains adossés à des crédits à la consommation, où le soutien apporté par les programmes publics avait contribué au resserrement des primes (graphique II.2, cadre de droite). Il en sera de même plus tard en Europe, à la suite de l'annonce début mai que la BCE allait commencer à acheter des obligations sécurisées libellées en euros (tableau II.1).

...quand de nouvelles mesures des autorités...

Les autres marchés d'actifs se sont également redressés, à partir de niveaux très bas il est vrai. Les achats d'obligations annoncés ont renforcé l'optimisme suscité plus tôt dans le mois par la publication, les 10 et 11 mars, de chiffres satisfaisants sur les grandes banques américaines. En conséquence, les marchés des actions et des obligations sont remontés, tirés une fois de plus par le secteur financier. Les deux marchés ont consolidé ces

...et une amélioration du secteur financier...

...ont soutenu les marchés

gains les semaines suivantes, grâce à la conjonction de trois facteurs : l'annonce de nouvelles mesures des autorités ; le sentiment des investisseurs convaincus que les initiatives lancées lors du sommet du G 20 à Londres contribueraient à stimuler l'économie mondiale ; les solides résultats de grandes banques et entreprises au premier trimestre. Également conforté par l'amélioration timide des principaux indicateurs macroéconomiques, le S&P 500 a augmenté de 29 % entre le 9 mars et fin avril, tandis que d'autres grands indices enregistraient des progressions analogues. Les actifs des ÉcÉm ont également gagné du terrain pendant cette période, sous l'effet de développements favorables sur des marchés clés, tels que la Chine, et du rebond des cours des actions en Europe émergente, où la performance des indices régionaux larges a dépassé celles des pays industrialisés (graphique II.11, cadre du milieu).

Cependant, des signes persistants de dysfonctionnement...

Toutefois, malgré ces évolutions positives, la persistance de risques au sein du secteur financier était soulignée par des signes toujours présents de dysfonctionnement des marchés. Si les injections répétées de liquidité par les banques centrales et l'octroi de garanties des autorités avaient contribué à apaiser l'interbancaire et à réduire la prime Libor-OIS, les niveaux de cette dernière sont restés nettement supérieurs à ceux enregistrés avant le début de la crise, en 2007, en raison notamment d'incertitudes tenaces concernant l'ampleur et l'efficacité des soutiens officiels (graphique II.4, cadre de gauche). De plus, les taux à terme ont montré que les investisseurs n'anticipaient qu'une amélioration limitée de cette prime jusqu'à fin 2009. Des préoccupations du même ordre ont pesé sur les marchés de la dette. Les écarts de prix entre contrats CDS et obligations correspondantes sur le marché au comptant, appelés différentiels CDS-comptant, étaient devenus exceptionnellement négatifs au lendemain de la faillite de Lehman Brothers. Les arbitrages, qui tendent normalement à réduire les écarts de prix, exigent des investisseurs un engagement en termes de financement et de fonds propres. L'importance des écarts démontrait donc la persistance de contraintes de bilan et le maintien de fortes primes de liquidité sur l'ensemble des marchés (graphique II.3, cadre de droite)<sup>6</sup>.

...suggèrent que le processus de normalisation est loin d'être achevé

À la mi-mai, les conditions de marché demeuraient fragiles, malgré de nouveaux gains sur diverses catégories d'actifs à la suite des tests de résistance mis en œuvre par les autorités américaines. Des interventions publiques sans précédent avaient permis d'enrayer la crise financière, mais le processus de normalisation était loin d'être achevé. En l'absence d'une stabilisation durable du secteur financier, une reprise soutenue demeurait improbable. Des interrogations subsistaient sur la capacité des mesures passées et futures à maintenir la tendance favorable des marchés (chapitre VI). Les réductions substantielles des taux directeurs et des rendements témoignaient de la détermination des autorités ainsi que de la

<sup>6</sup> Au nombre des facteurs influençant normalement le différentiel CDS-comptant figurent les contraintes de financement, le risque de contrepartie et les conditions relatives de liquidité. Voir J. De Wit, « Exploring the CDS-bond basis », *National Bank of Belgium Working Papers*, n° 104, novembre 2006.

détérioration de l'environnement macroéconomique (graphiques II.8 et II.9). La capitalisation des grands marchés boursiers était inférieure d'environ 45 % au niveau atteint en octobre 2007 et les valorisations, mesurées par les prévisions de ratios cours/bénéfice, avaient retrouvé leurs niveaux du début des années 1990 (graphique II.7, cadres de gauche et de droite). Les primes de risque, bien que sensiblement réduites par rapport à leurs maxima, étaient encore historiquement élevées, reflétant des anticipations de fortes hausses des taux de défaut et des pertes associées sur les portefeuilles d'obligations et de prêts (graphique II.6, cadres de gauche et du milieu ; chapitre III). La dégradation conjoncturelle de la qualité du crédit était donc appelée à se poursuivre, mais les primes CDS à terme suggéraient à moyen terme un retour des primes de risque à des niveaux plus normaux (graphique II.3, cadre du milieu).