

Vue d'ensemble – Mesures sans précédent face à une crise financière mondiale

Les préoccupations quant à la stabilité financière ont, une fois encore, occupé le devant de la scène entre fin août et fin novembre. Après la faillite de Lehman Brothers, mi-septembre, les marchés financiers mondiaux ont été paralysés et la crise est entrée dans une nouvelle phase, plus aiguë. Alors que les investisseurs, notamment les fonds de placement monétaires, étaient contraints de passer en perte leurs placements liés à Lehman Brothers, les intervenants ont été davantage sensibles au risque de contrepartie, dans le contexte de sorties massives hors des fonds.

Le repli qui a suivi n'a épargné que les actifs les plus sûrs et a entraîné des dysfonctionnements au sein de composantes clés du système financier mondial. Avec le quasi-gel des marchés de la dette et monétaires et la chute des cours des actions, les banques et autres entreprises financières ont vu s'amenuiser leur accès au financement et fondre leurs fonds propres, la comptabilisation aux prix du marché faisant s'accumuler les pertes comptables. Les primes de risque ont atteint des records, les cours des actions ont connu des baisses historiques et la volatilité s'est intensifiée dans tous les segments, ce qui témoigne de tensions extrêmes sur les marchés financiers. Les rendements des obligations d'État ont diminué dans des conditions très volatiles, tandis que, de plus en plus, les craintes de récession et la recherche de placements refuges l'ont emporté sur l'anticipation du creusement des déficits budgétaires. Parallèlement, les courbes des rendements se sont pentifiées par une baisse dans le segment court, sous l'effet des réductions répétées des taux directeurs.

Les actifs des économies émergentes ont affiché une baisse généralisée, eux aussi, le très faible appétit pour le risque et les tensions qui en résultaient, dans les pays industrialisés, s'étendant aux marchés financiers du monde émergent. Devant l'effondrement de la confiance envers la viabilité de composantes clés du système bancaire international, les autorités de plusieurs pays ont lancé une vague d'initiatives sans précédent, afin de stopper la chute des prix des actifs et de contenir les risques systémiques.

Sur la période analysée, on peut distinguer quatre phases plus ou moins claires dans l'évolution des marchés financiers. La première, qui s'achève avec la faillite de Lehman Brothers, mi-septembre, est marquée par la prise de contrôle, par les autorités américaines, des deux agences fédérales de crédit hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac). La deuxième couvre les implications immédiates de la faillite de Lehman Brothers et la crise de

confiance généralisée qu'elle a suscitée. La troisième, qui démarre fin septembre, est caractérisée par une rapide succession d'interventions des autorités, de portée de plus en plus large, les solutions au cas par cas faisant place à une approche plus internationale, plus ciblée sur l'ensemble du système. La quatrième et dernière phase, à partir de mi-octobre, fait apparaître une évolution des prix, des cours et des primes de plus en plus subordonnée aux craintes de récession, les marchés restant confrontés aux incertitudes entourant le grand nombre d'initiatives récemment annoncées.

Fannie Mae et Freddie Mac sous contrôle de l'État

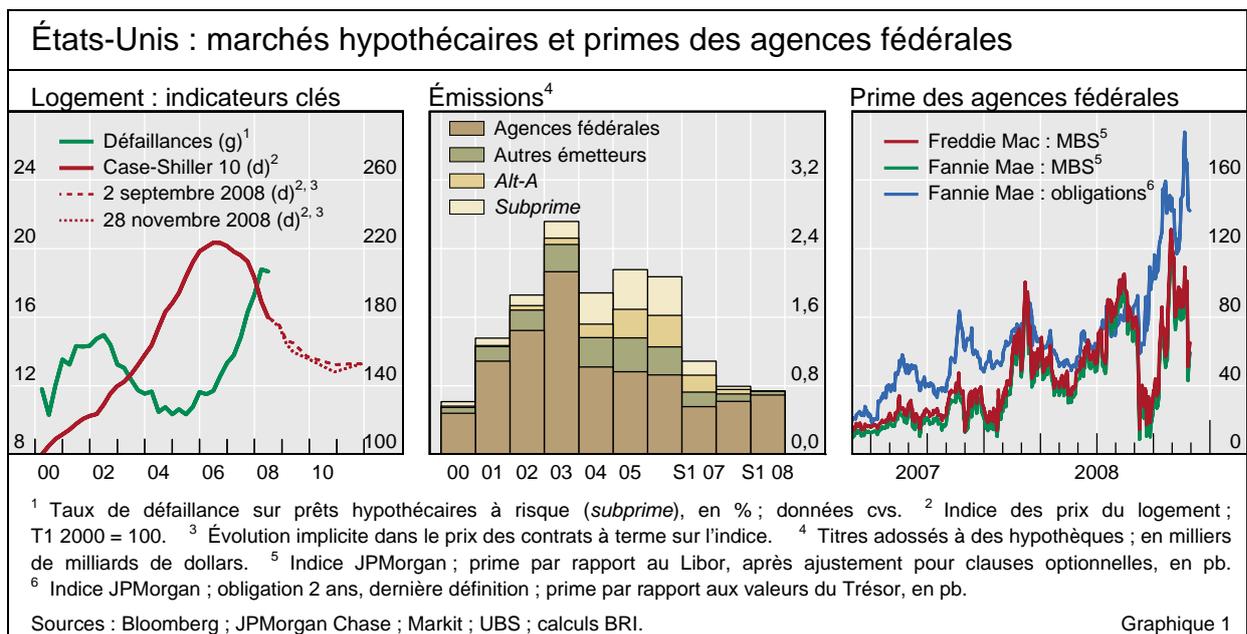
Les marchés financiers ont entamé septembre dans le contexte d'anticipations croissantes d'une détérioration conjoncturelle généralisée. Les prix des actifs financiers avaient commencé à s'orienter à la baisse pendant l'été, quand les opérateurs ont pris en compte les perspectives de résultats médiocres, d'augmentation des défauts et, partant, de pertes au sein du secteur financier. Comme la stabilisation espérée des prix du logement n'était pas attendue de sitôt et que l'activité sur les marchés de la titrisation se ressentait des lourdes pertes résultant de la crise des crédits hypothécaires à risque (graphique 1, cadres de gauche et du milieu), les anticipations de pertes ont également continué de s'alourdir pour les agences fédérales de crédit hypothécaire aux États-Unis – Fannie Mae et Freddie Mac.

Tentant de soutenir le marché du logement américain, où les seuls prêts hypothécaires encore consentis dépendaient de la titrisation des créances de ces agences, le dimanche 7 septembre, l'État américain les a simplement rachetées (voir la Chronologie). La décision, largement anticipée, rendait explicites les garanties publiques jusque-là implicites octroyées aux agences ; elle a, dans une large mesure, levé les risques de crédit des détenteurs de titres de premier rang et subordonnés émis par elles. Les primes sur MBS (*mortgage-backed securities* – titres adossés à des hypothèques) et sur les

Les marchés du logement continuent de se dégrader...

...mettant sous pression Fannie et Freddie...

...dont les autorités prennent finalement le contrôle



Chronologie des événements marquants de la période	
7 septembre	Les deux agences fédérales de financement de crédits hypothécaires aux États-Unis, Fannie Mae et Freddie Mac, sont mises sous tutelle.
15 septembre	Lehman Brothers Holdings Inc. demande à bénéficier de la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.
16 septembre	Reserve Primary Fund, fonds monétaire américain (plus de \$50 milliards d'actifs), enregistre une chute de sa valeur liquidative, déclenchant un mouvement de retraits massifs, qui s'est étendu au marché monétaire et à celui du crédit à court terme ; le gouvernement américain organise le sauvetage de l'assureur AIG.
18 septembre	La banque britannique HBOS annonce sa fusion avec son concurrent Lloyds TSB ; pour faire face à la pénurie de liquidités en dollars, plusieurs banques centrales prennent une nouvelle série de mesures concertées, portant sur des lignes de swaps, nouvelles ou revues à la hausse, pour un montant 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 placements dans les fonds monétaires ; la SEC interdit les ventes 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 fragilisés du bilan des banques.
29 septembre	La banque britannique Bradford & Bingley, spécialisée dans les crédits hypothécaires, est nationalisée ; Fortis, groupe belge de bancassurance, bénéficie d'une injection de fonds propres de \$16 milliards (€11,2 milliards) ; le groupe allemand, Hypo Real Estate, spécialisé dans le crédit immobilier et le financement des collectivités locales se voit accorder une ligne de crédit avec la garantie de l'État (portée à \$70 milliards – soit €50 milliards – par la suite) ; en difficulté, la banque Wachovia fait l'objet d'un rachat ; le plan TARP est rejeté par la Chambre des représentants.
30 septembre	Le groupe financier Dexia reçoit \$9 milliards (€6,4 milliards) de fonds propres ; 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 font de même, prenant des mesures analogues ou étendant les systèmes de garantie déjà en place.
3 octobre	Le Congrès américain adopte le plan TARP remanié.
7 octobre	La Réserve fédérale annonce qu'elle met en place une nouvelle facilité, la Commercial Paper Funding Facility, destinée à financer l'achat de papier commercial à 3 mois adossé ou non à des actifs.
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 injections de capitaux dans des groupes bancaires britanniques et garantie de l'État pour les nouvelles émissions de dette senior des banques non assortie de sûretés.
13 octobre	De grandes banques centrales annoncent conjointement des mesures de soutien à la liquidité dans le marché à court terme en dollars, grâce à des accords de swap sans montant limite ; les gouvernements des pays de la zone euro s'engagent à procéder à des opérations de recapitalisation des banques en difficulté et à apporter leur garantie pour les nouvelles émissions de dette des banques.
14 octobre	Le gouvernement américain annonce qu'il a décidé de consacrer à la recapitalisation d'établissements bancaires jusqu'à \$250 milliards des crédits votés dans le cadre du plan TARP ; neuf grandes banques des États-Unis acceptent des capitaux publics.
21 octobre	La Réserve fédérale annonce la création d'une nouvelle facilité, la Money Market Investor Funding Facility, grâce à laquelle sera financé le rachat, à des fonds monétaires, de titres de dette à court terme.
28 octobre	La Hongrie obtient un prêt de \$25 milliards auprès du FMI et d'autres institutions multilatérales, visant à contrer 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.
12 novembre	Le Trésor américain annonce que les fonds initialement prévus dans le cadre du plan TARP pour le rachat d'actifs fragilisés seront réaffectés au soutien du crédit à la consommation.
23 novembre	Le gouvernement américain décide d'accorder sa garantie, à hauteur de \$306 milliards, pour des prêts et titres figurant au bilan de la banque Citigroup et d'injecter \$20 milliards dans le capital de cet établissement en contrepartie de \$27 milliards d'actions préférentielles.
25 novembre	La Réserve fédérale annonce l'ouverture de deux nouveaux programmes : \$200 milliards pour accorder des crédits contre titres adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ; jusqu'à \$500 milliards pour l'achat d'obligations et de titres hypothécaires émis par Fannie Mae, Freddie Mac et les Federal Home Loan Banks.
Sources : Banque d'Angleterre ; Conseil de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; <i>Financial Times</i> ; <i>The Wall Street Journal</i> . Tableau 1	

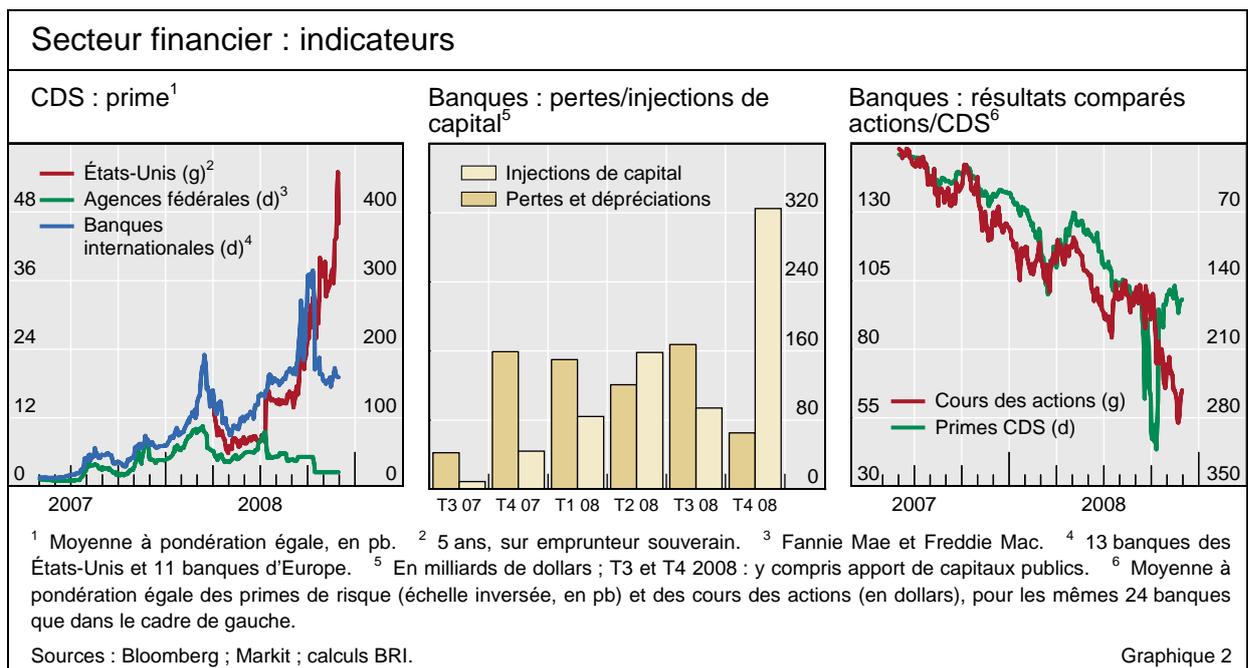
instruments de dette des agences fédérales (graphique 1, cadre de droite) se sont immédiatement réduites. En revanche, la valeur de leurs actions, déjà bien entamée, s'est trouvée pratiquement annulée, en raison de la participation prioritaire prise par l'État, ce qui a entraîné des pertes pour les porteurs, notamment les banques régionales américaines.

L'accalmie qui a suivi ces mesures n'a pas duré, cependant. Des anticipations de nouvelles dépréciations et pertes ont continué de peser sur d'autres segments du secteur financier. Tandis que les perspectives macroéconomiques s'assombrissaient, les pertes mondiales effectives liées à la crise du crédit qui, fin août 2008, se chiffraient à quelque \$510 milliards ont continué d'augmenter (graphique 2, cadre du milieu). Quand l'attention s'est détournée des agences de crédit hypothécaire américaines, les prix des actifs financiers et les primes de risque ont de nouveau souffert. La faiblesse de ces deux marchés (graphique 2, cadres de gauche et de droite) a, qui plus est, accru les difficultés rencontrées par les établissements touchés pour reconstituer leur base de fonds propres et couvrir leurs besoins de financement. Les tensions se sont accentuées surtout pour les intervenants tributaires essentiellement des financements sur les marchés de gros et possédant des actifs douteux, dont les grandes banques d'investissement non adossées à un groupe.

Lehman Brothers a, en particulier, connu des difficultés croissantes. Quand, le 9 septembre, un important investisseur asiatique a renoncé à apporter des capitaux fort attendus, les cours des actions déjà déprimés de la société ont encore baissé. Le lendemain, Lehman Brothers publiait des résultats médiocres pour le troisième trimestre 2008. Malgré l'annonce simultanée de la cession projetée de pans de l'entreprise, afin de lever des fonds, la direction de Lehman a vite paru ne pas être en mesure de lever les ressources requises de toute urgence, ce qui a amené les marchés à anticiper une action des autorités, le week-end suivant, pour tenter d'arriver à une solution.

L'accalmie est de courte durée...

...Lehman Brothers étant, à son tour, en difficulté



La faillite de Lehman Brothers déclenche une crise de confiance

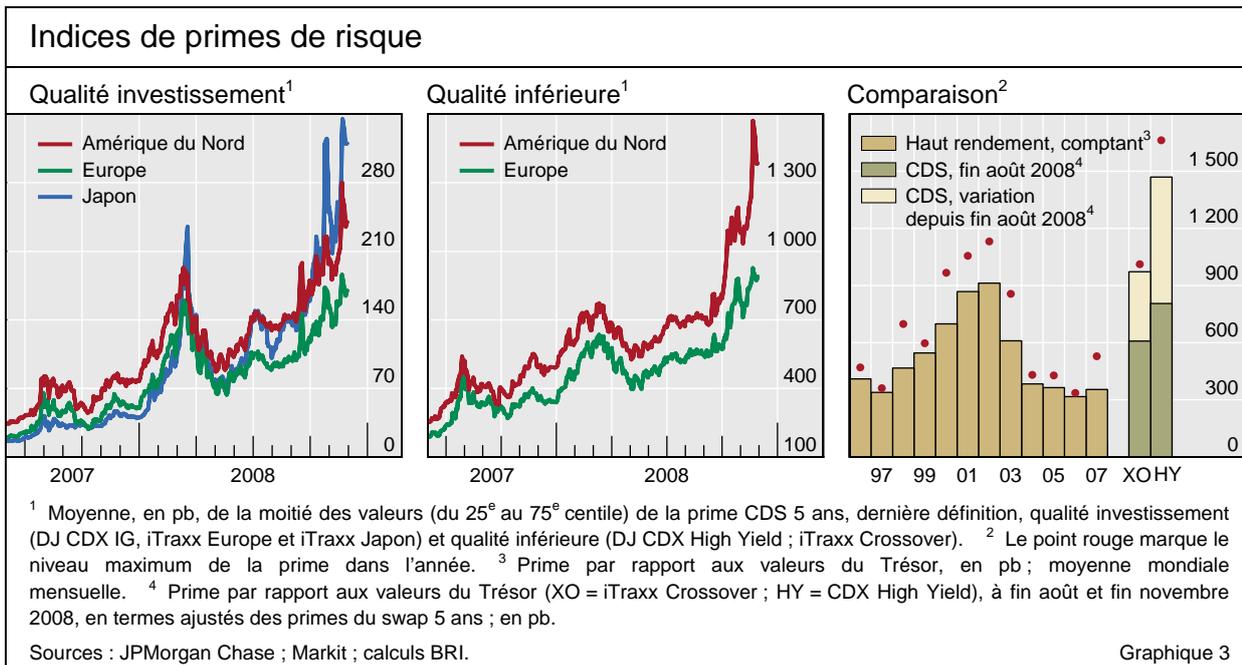
Dans cet environnement d'inquiétude quant à la viabilité de Lehman Brothers, la crise du crédit est entrée dans une phase entièrement nouvelle. L'attention s'est tournée vers la capacité des principaux établissements financiers à préserver leur solvabilité face à l'accumulation des pertes. L'élément déclencheur est intervenu le lundi 15 septembre. Ce jour-là, Lehman Brothers Holdings Inc., après une tentative infructueuse des autorités américaines, pendant le week-end, d'organiser un rachat par un établissement financier, a demandé à bénéficier de la loi sur les faillites, marquant ainsi un des plus grands incidents de crédit de l'histoire.

La faillite de Lehman...

...fait s'envoler le risque de contrepartie...

L'effervescence sur les marchés financiers s'est intensifiée et s'est rapidement propagée des marchés du crédit et monétaire au système financier mondial tout entier (encadré 1). Aux États-Unis, compte tenu de la perception d'une intensification du risque de contrepartie, la prime CDX IG (indice de CDS – *credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de catégorie investissement a fait un bond de 42 pb, le seul 15 septembre, et celle des obligations à haut rendement s'est accrue de 118 pb. Dans les autres grandes économies, les primes de risque ont inscrit des hausses comparables (graphique 3, cadres de gauche et du milieu) et ont continué d'évoluer en parallèle avec les marchés américains le reste de la période. En conséquence, à son pic, la prime CDS à haut rendement a inscrit un record, de quelque 500 pb supérieur au niveau le plus élevé atteint au plus fort de la crise des télécoms (septembre 2002), sur le marché au comptant (graphique 3, cadre de droite). Le jour de la faillite de Lehman, les cours des actions ont perdu environ 4 % aux États-Unis et en Europe et à peu près autant ailleurs (graphique 4, cadre de gauche). Les rendements des obligations d'État à long terme ont diminué eux aussi (graphique 5, cadre de gauche) et les opérations de portage (*carry trade*) sur les changes ont commencé à s'inverser, tandis que la crise de confiance grandissante amplifiait l'engouement pour les valeurs refuges. La volatilité a

...les difficultés se propageant rapidement d'un marché à l'autre



Encadré 1 – Trois conséquences de la faillite de Lehman Brothers sur les marchés

Ingo Fender, Allen Frankel et Jacob Gyntelberg

Le 15 septembre, Lehman Brothers Holdings Inc., qui accusait plus de \$600 milliards de dettes bancaires et obligataires consolidées, a demandé à bénéficier du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites ; quelques jours plus tard, Barclays rachetait sa filiale américaine de négoce et courtage. Le dépôt de bilan de Lehman Brothers a marqué la première faillite d'une grande banque d'investissement depuis l'effondrement de Drexel Burnham Lambert en février 1990. Il fait suite à des problèmes imputables à de grosses pertes et de dépréciations résultant d'expositions envers des actifs douteux, amplifiés par la crainte que de futures pertes annihilent les efforts engagés par la société pour reconstituer sa base de fonds propres (graphique A, cadre du milieu). Sa faillite a donc relancé le débat sur la stratégie à fort effet de levier des banques d'investissement, qui les a rendues dépendantes à l'égard des financements sur les marchés de gros, débat engagé lors de la quasi-faillite de Bear Stearns, début 2008. Quand Lehman Brothers n'a plus paru viable (graphique A, cadre de gauche), l'accès aux marchés de gros lui a été fermé ; le dépôt de bilan était inévitable[®].

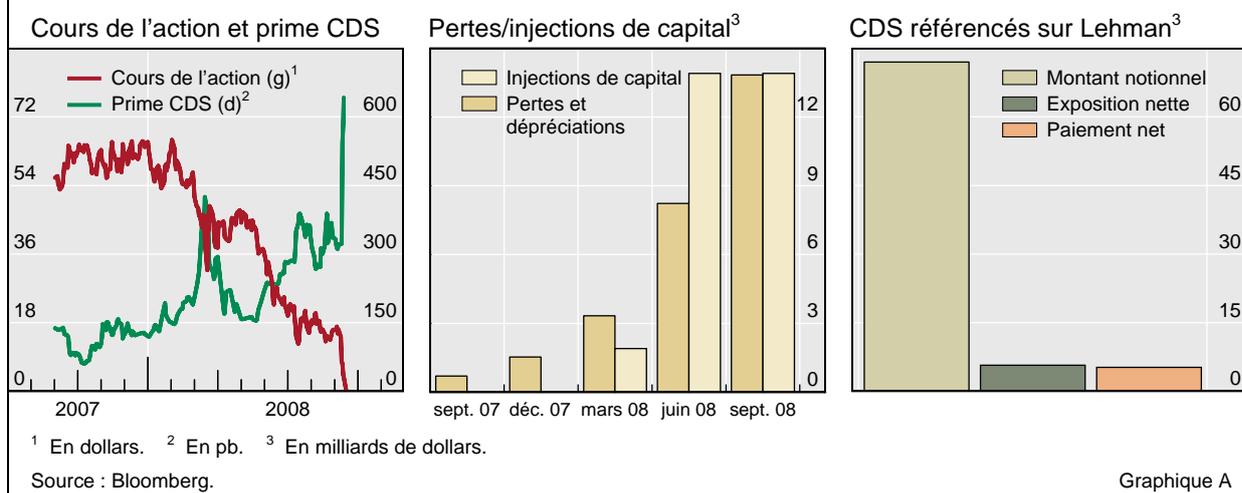
Un événement d'une telle ampleur soulève nécessairement une multitude de questions, compte tenu de la taille de la société et de son rôle central en qualité d'opérateur et de contrepartie sur divers marchés financiers. Le présent encadré examine la faillite de Lehman Brothers sous l'aspect de trois de ses conséquences de nature à causer des perturbations systémiques sur le plan de la liquidité de marché : 1) pour le marché des CDS ; 2) pour les fonds de placement monétaires, que leurs pertes correspondant à leurs créances sur Lehman Brothers ont amené à la liquidation ; 3) pour la clientèle de l'activité de courtage de la société.

1) Marché des CDS

Les éventuelles répercussions sur le marché des CDS, d'un volume de \$57 300 milliards[®], constituaient la grande interrogation dans les jours qui ont entouré le dépôt de bilan. Lehman Brothers tenait, en effet, un rôle central de contrepartie et de référence sur ce marché. On savait que le dépôt de bilan aurait deux effets immédiats : il déclencherait des clauses de défaut dans les CDS référencés sur la société ; il résilierait les contrats signés par elle en qualité de contrepartie. Sans aucun doute, la compensation, le règlement et le remplacement des positions respectives allaient faire naître des risques opérationnels. Surtout, on n'avait, au moment de la faillite, aucune information publique solide concernant le volume des CDS référencés sur Lehman Brothers, ni sur les montants nets requis pour les régler. L'absence de telles données a créé une grande incertitude quant à la capacité des marchés monétaires, déjà sous tension, de répondre aux besoins de liquidité anticipés.

Pour gérer cette situation et lever les incertitudes, plusieurs initiatives ont été prises. Premièrement, une séance de négoce exceptionnelle a été organisée le dimanche 14 septembre, 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. Deuxièmement, en application des procédures standards de l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association), une adjudication

Lehman Brothers : choix d'indicateurs



a eu lieu le 10 octobre entre opérateurs sur CDS pour déterminer le taux de recouvrement à utiliser dans le règlement des CDS référencés sur Lehman Brothers et fixer ainsi les montants nets à échanger entre les parties⁹. Troisièmement, le système postmarché DTCC (Depository Trust and Clearing Corp.) a publié le résultat de ses calculs : \$72 milliards pour l'encours de CDS référencés sur Lehman et une estimation de \$6 milliards pour le règlement net des paiements correspondants. Finalement, le 21 octobre, un total de \$5,2 milliards de paiements nets a été effectué sur ces contrats (graphique A, cadre de droite). Si ces volumes relativement faibles n'ont pas eu d'incidence notable sur les conditions de liquidité au moment du règlement, l'incertitude qui avait entouré ces créances n'a sans doute pas peu contribué à la volatilité sur les marchés monétaires après le dépôt de bilan. De fait, les tensions supplémentaires liées au risque de faillite d'AIG ont amené les pouvoirs publics à organiser le sauvetage de l'assureur.

2) Fonds de placement monétaires

Pour se financer, Lehman Brothers émettait surtout du papier commercial et d'autres types de dette à court terme. Les fonds monétaires étaient séduits par la bonne notation de ces titres et par leur rendement élevé par rapport aux titres d'État américains. Les investisseurs dans les fonds monétaires, eux, se sentaient protégés contre une perte en principal par les restrictions réglementaires imposées aux gestionnaires des fonds et par le fait que ces derniers n'avaient pas encouru de pertes dans le passé.

Après la faillite de Lehman, 25 conseillers des fonds monétaires ont pris des mesures pour protéger leurs investisseurs contre les pertes qui pouvaient en découler. L'un de ces fonds, néanmoins, Reserve Primary, a vu la valeur de son actif net tomber en deçà de \$1,00 par action (niveau où les investisseurs commencent à perdre de l'argent) . Il a dû être liquidé et son actif (flux de liquidités à échéance des titres en portefeuille ou produit de leur vente) a été réparti entre ses investisseurs.

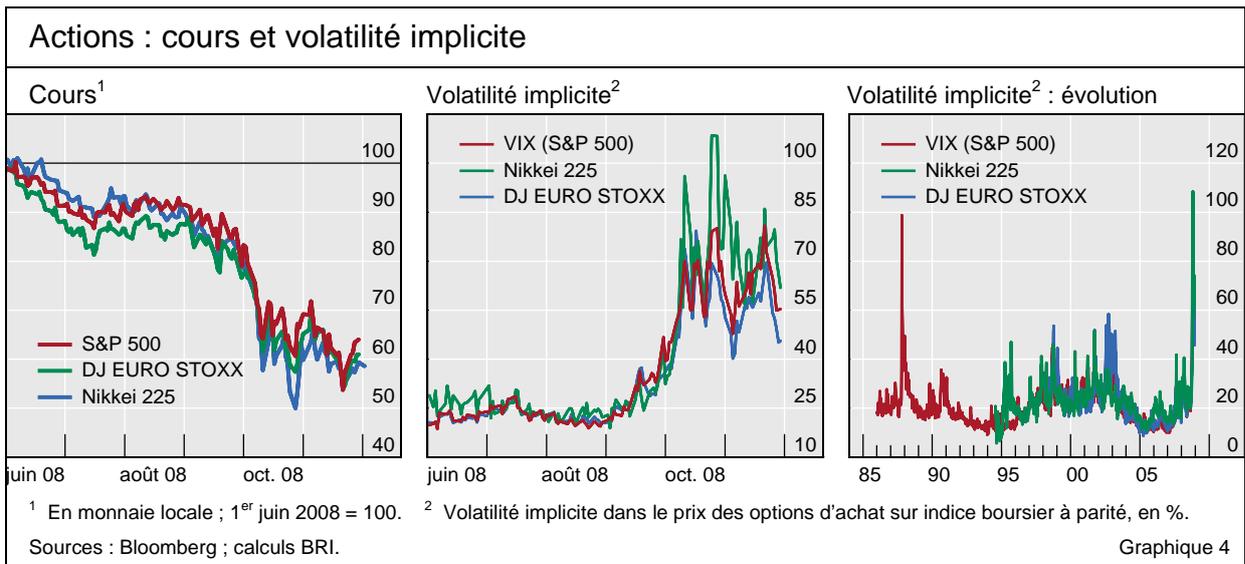
La liquidation de ce fonds a entraîné des rachats massifs de parts dans les autres fonds monétaires aux États-Unis, surtout les fonds réputés ayant investi dans le papier commercial. Pour mettre un terme à ces sorties massives, le Trésor américain a institué un programme temporaire d'assurance à l'intention de ces investisseurs, puis la Réserve fédérale a mis en place des facilités de soutien destinées à financer l'achat de papier commercial et de titres de dette à court terme émis par les fonds monétaires (encadré 2).

3) Services de courtage

Lehman Brothers menait des activités mondiales, mais la gestion de ses ressources financières était centralisée aux États-Unis. Malgré l'envergure planétaire de la banque d'investissement, des procédures de liquidation judiciaire ont été engagées séparément par les filiales, hors des États-Unis, et par la maison mère, à New York. De ce fait, il s'agit de la première faillite véritablement mondiale d'un grand groupe financier. La complexité de la structure de Lehman Brothers et le rachat de sa filiale américaine de négoce et courtage immédiatement après le dépôt de bilan ont soulevé des interrogations en raison du recours à des procédures juridiques différentes selon les pays, alors que la société était gérée et exploitée avec des lignes de produits mondiales. L'activité de courtage de Lehman Brothers illustre bien cette problématique.

De nombreux fonds alternatifs plaçaient leurs actifs auprès des unités de courtage de Lehman Brothers dans différentes juridictions. Ces actifs, fournis comme sûretés aux fins de financement, pouvaient ensuite être réutilisés par Lehman Brothers en nantissement de ses propres obligations. En raison de l'insolvabilité de Lehman Brothers, les clients de son activité de courtage ont, en grande partie, soudain perdu le contrôle (voire la propriété) de ces actifs pour la durée du processus judiciaire, se trouvant prisonniers de positions à valeur variable dont le contrôle dépendrait des procédures judiciaires et conventions contractuelles en cours dans diverses juridictions. Dans la mesure où, face à cette situation, les fonds alternatifs ont procédé à des corrections en volume et à des réallocations géographiques de leurs activités avec leurs courtiers, la réaffectation des fonds entre juridictions, conjuguée à la volonté de réduire le risque lié aux expositions à fort effet de levier, n'ont pas manqué de conduire à des ventes d'actifs, peut-être importantes, et à des retraits sur les divers comptes de courtiers – transactions qui, à leur tour, ont alimenté les pressions sur les marchés des financements et des cessions temporaires de titres après la faillite de Lehman.

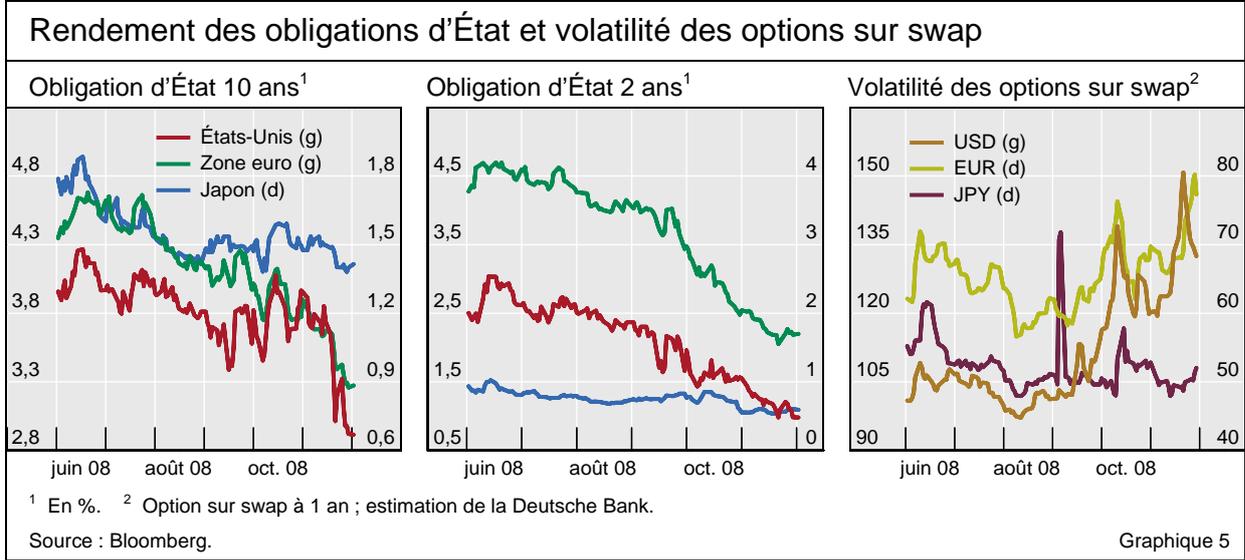
⁹ C. Borio, « Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options », *BIS Working Papers*, n° 158, juillet 2004, présente une étude de désengagements massifs de ce type sur le marché des titres. ¹⁰ La taille du marché des CDS est généralement mesurée en termes de montants notionnels, mais les coûts de remplacement sont mieux représentés par les valeurs de marché brutes (estimées, mi-2008, à 5,5 % de la taille du marché notionnel). ¹¹ Le processus d'adjudication, défini par le protocole de l'ISDA relatif aux CDS de Lehman Brothers (2008), a fixé la valeur de recouvrement pour les obligations de Lehman Brothers à 8,625 %, sur la base des cotations soumises par 14 opérateurs. Comme les obligations de Lehman se négociaient de moins en moins cher depuis le dépôt de bilan, le prix d'adjudication n'a été que légèrement inférieur aux cours des obligations juste avant l'adjudication, ce qui a limité le « risque de décalage ».



inscrit un pic sur l'ensemble des marchés (graphiques 4 et 5, cadres de droite) et a redoublé les semaines suivantes, alors que les investisseurs se défaisaient de tous leurs actifs, à l'exception des plus sûrs.

Les préoccupations liées à la faillite de Lehman étaient initialement axées sur le rôle majeur que jouait cette société comme courtier et contrepartie sur le marché des CDS. Au premier semestre 2008, des annulations sans précédent (par compensation de positions opposées) avaient réduit l'encours des opérations existantes de CDS de \$17 400 milliards (pour de plus amples précisions sur les volumes de CDS, voir la partie « Principales tendances »). En outre, des contreparties clés sur le marché des CDS ont pu réduire leurs expositions envers Lehman grâce à une séance de négoce tenue exceptionnellement le dimanche 14 septembre, la veille du dépôt de bilan. Les inquiétudes nées des expositions aux CDS se sont, pourtant, encore intensifiées quand, tard dans la journée du 15 septembre, AIG, grand assureur américain ayant d'importantes positions sur CDS, a été déclassé par les principales agences de notation. Qui plus est, ces déclassements ont déclenché des appels de marge par les contreparties de l'unité produits

Les préoccupations se portent d'abord sur les CDS...



financiers d'AIG et une annulation anticipée de contrats supplémentaires. La plupart des grands indices CDS se sont tendus en séance, le 16 septembre, dépassant leurs hauts niveaux de mars, et ne se sont repliés que lorsque les opérateurs ont pu estimer que l'assureur serait aidé d'une manière ou d'une autre. Le soutien de l'État s'est matérialisé dans la journée, avec la décision d'accorder un prêt de \$85 milliards, aux termes de la section 13(3) du *Federal Reserve Act* (qui autorise l'octroi de prêts à des établissements non bancaires dans des « circonstances inhabituelles et impérieuses »), pour éviter la faillite désordonnée d'AIG et ses répercussions possibles sur des marchés déjà fragiles. Le prêt sera ultérieurement restructuré et complété par des facilités additionnelles totalisant \$67,5 milliards, l'État américain recevant, en échange, une participation de 79,9 %¹ dans la société.

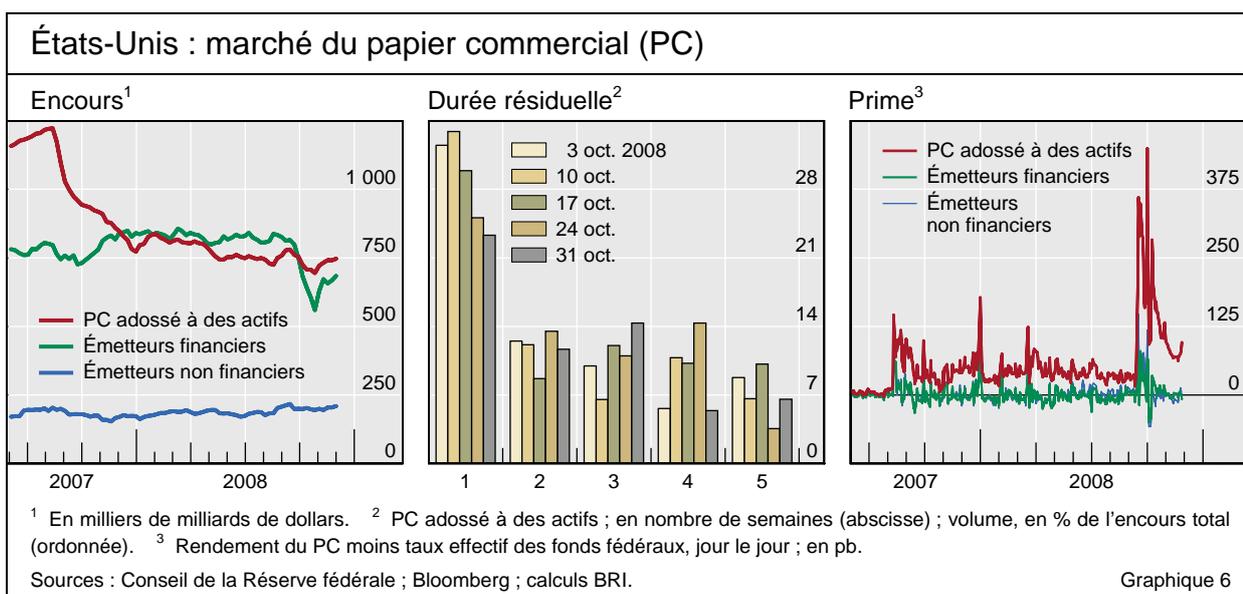
...mais se recentrent rapidement sur la dette classique...

Les préoccupations immédiates concernant les marchés des CDS ayant été apaisées, les expositions classiques aux titres de dette de Lehman se sont révélées encore plus importantes. La nature systémique de ces expositions est véritablement apparue dès le lendemain du dépôt de bilan. C'est à ce moment que Reserve Primary, un fonds de placement monétaire américain de premier plan, a passé en pertes \$785 millions d'obligations à court et moyen terme émises par Lehman, devenant ainsi le premier fonds de placement monétaire en 14 ans à faire état de moins d'un dollar d'actifs nets pour chaque dollar investi (« *break the buck* »). Il s'est ensuivi un mouvement sans précédent de sortie hors des fonds monétaires aux États-Unis. Rien qu'entre le 10 et le 24 septembre, les investisseurs se sont désengagés pour un montant de \$184 milliards, forçant les gestionnaires de fonds à liquider des actifs sur des marchés pratiquement illiquides. Les marchés du crédit à court terme et l'interbancaire ont été paralysés.

...puis gagnent le marché monétaire...

...et celui du papier commercial

Le marché du papier commercial, sur lequel les fonds du marché monétaire sont normalement les plus importants participants, a été parmi les

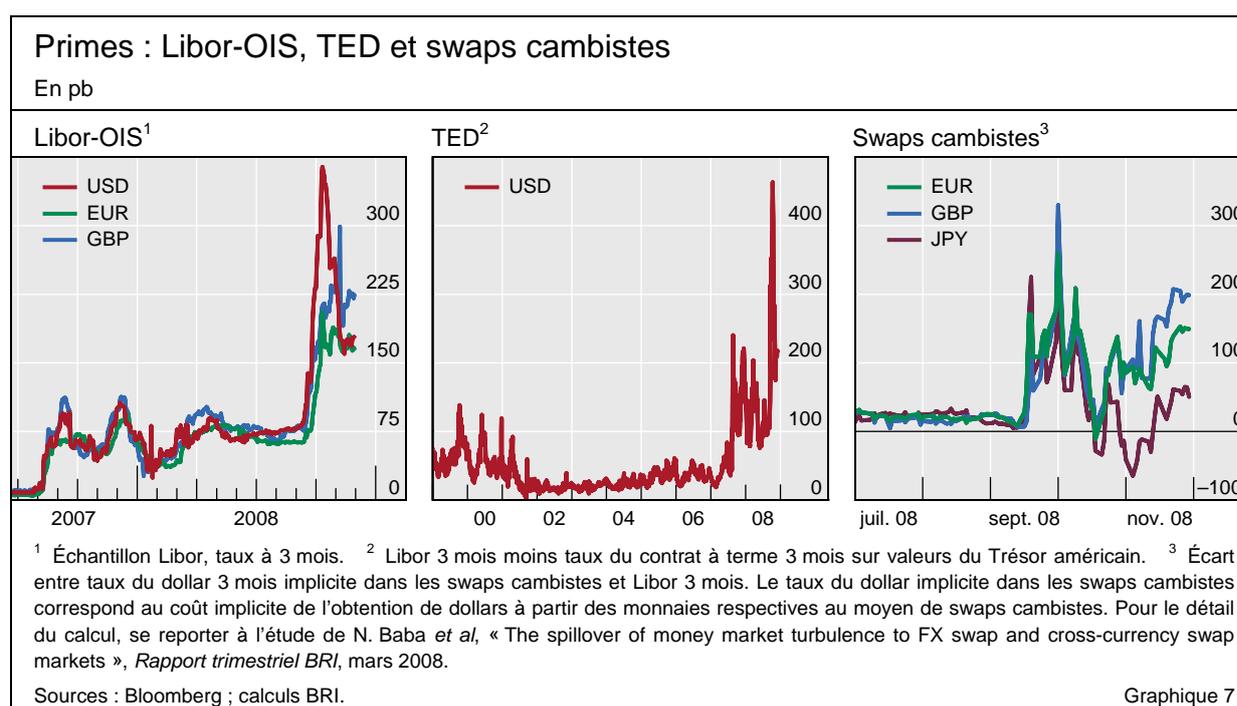


¹ Cette part reste juste en deçà du seuil de 80 % à partir duquel les dettes de la société devraient être consolidées dans les comptes de l'État fédéral.

premiers à être mis à mal par la vague de rachats et de réallocations de portefeuille. Le marché du papier commercial, même adossé à des actifs, a été durement touché (graphique 6, cadre de gauche), alors qu'il avait été peu affecté au début de la crise du crédit, à l'été 2007. Les émissions non adossées des établissements financiers ont connu les plus importantes sorties de fonds, ajoutant aux difficultés déjà sérieuses des marchés de financement des banques. Les durées d'emprunt ont diminué et les taux ont fait un bond. Aux États-Unis, l'encours, qui totalisait environ \$1 760 milliards le 10 septembre, a chuté de plus de \$325 milliards (graphique 6, cadres du milieu et de droite). Les volumes n'allaient commencer à remonter que fin octobre, après l'annonce, puis la mise en œuvre, par la Réserve fédérale, d'une nouvelle facilité pour le rachat de papier commercial, adossé ou non à des actifs.

Confrontés à la demande croissante de liquidité après la contraction des fonds monétaires, les marchés interbancaires mondiaux ont été paralysés, réduisant l'accès des banques aux financements à court terme. Les marchés monétaires, sous pression depuis plus d'un an, et incapables de se reprendre, malgré des injections massives de liquidité par les banques centrales, se sont trouvés devant des conditions encore brusquement dégradées, à partir de mi-septembre, quand la faillite de Lehman a entraîné une véritable défiance envers la situation financière des contreparties du marché monétaire. En raison de la rétention de la liquidité pratiquée par les banques, les taux interbancaires ont atteint des sommets historiques. Aux États-Unis, l'écart entre Libor et taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS), qui reflète à la fois les risques de contrepartie et de liquidité, est passé de près de 80 pb à 232 pb entre début et fin septembre. L'écart entre les bons du Trésor et les dépôts à terme en eurodollars (TED) a suivi une évolution comparable (graphique 7, cadres de gauche et du milieu). Si les mouvements sur d'autres marchés,

Les marchés monétaires mondiaux sont paralysés...



comme ceux de l'euro et du sterling, étaient relativement moins brutaux, des signes de turbulences majeures étaient néanmoins bien présents (graphique 7, cadre de gauche). Dans le même temps, la majoration des primes de risque du secteur financier et l'explosion de la demande mondiale de liquidité en dollars ont également été observées sur les marchés connexes : les swaps cambistes ont présenté des écarts historiquement élevés pour diverses paires de monnaies de grands pays industrialisés et émergents contre dollar (graphique 7, cadre de droite).

...contraignant les autorités à décider une première série d'initiatives

Face aux nombreux dysfonctionnements sur les marchés de financements de gros, les autorités ont accéléré le nombre et l'ampleur de leurs initiatives. Le 18 septembre, dans un environnement de tensions grandissantes, la banque britannique HBOS a été contrainte, sous l'incitation des pouvoirs publics, à fusionner avec une de ses concurrentes. Le même jour, soucieuse d'atténuer les difficultés du secteur financier, l'autorité de contrôle britannique (Financial Services Authority) a suspendu les ventes à découvert d'actions du secteur financier et, le lendemain, son homologue américaine en a fait autant. Les grandes banques centrales, de leur côté, ont réagi en prenant une nouvelle série de mesures coordonnées visant à remédier à l'assèchement des financements à court terme en dollars. En particulier, elles ont signé des facilités, nouvelles ou sensiblement élargies, pour la cession temporaire d'échange de devises (accords de swap), pour un montant de \$180 milliards (les encadrés 2 et 3 détaillent les initiatives de sauvetage des banques lancées par les pouvoirs publics et les mesures visant à réduire les pénuries de liquidité en devises ; l'encadré 4 décrit l'effet de ces initiatives sur le bilan des banques centrales). À ces mesures a succédé l'annonce, le 19 septembre, que le Trésor américain accorderait une garantie temporaire aux investisseurs dans les fonds monétaires, afin de stopper les sorties hors de ces fonds. Celles-ci ont effectivement ralenti ; le total des actifs est même graduellement remonté aux niveaux d'avant la faillite de Lehman, pour atteindre \$3 600 milliards, début novembre.

Si les marchés ont commencé à donner des signes de redressement, la pression pesant sur les banques et les autres entreprises financières n'a pas diminué. Les mesures prises jusqu'alors par les autorités et les premiers détails d'une proposition américaine de \$700 milliards visant à sortir les actifs douteux du bilan des établissements financiers ont aidé les primes à quitter temporairement les sommets inscrits immédiatement après la faillite de Lehman. Les marchés d'actions se sont remis, eux aussi, grâce, en partie, à la nouvelle interdiction de positions courtes. Le 19 septembre, le S&P 500 a fait un bond de 4 %, plusieurs actions bancaires très en vue se revalorisant encore davantage, et les marchés européens ont gagné plus de 8 %. De la même manière, on semblait percevoir, à certains signes, que les perturbations observées sur les marchés des financements ne persisteraient pas : les instruments à terme en dollars ont commencé à signaler une baisse notable de l'écart Libor-OIS 3 mois sur les mois suivants. Néanmoins, le dimanche 21 septembre, avec le gel durable des crédits et, par conséquent, les préoccupations quant au risque de contrepartie, les banques d'investissement

Encadré 2 – Sauvetage des banques par les pouvoirs publics

Dietrich Domanski et Srichander Ramaswamy

Après avoir apporté des solutions au cas par cas pour renforcer les bilans des banques, les pouvoirs publics ont adopté une approche de caractère plus systémique. Jusqu'en septembre, ils ont procédé à des injections de capitaux pour éviter la faillite et faciliter les fusions. Cette stratégie reposait essentiellement sur l'hypothèse selon laquelle, en parallèle, le soutien massif des banques centrales sous forme d'apports de liquidité finirait par encourager les banques commerciales à se prêter mutuellement. Cette attitude n'étant pas parvenue à empêcher une érosion rapide de la confiance, les pouvoirs publics ont annoncé, fin septembre et début octobre, dans pratiquement toutes les économies avancées, des plans de plus grande ampleur pour stabiliser les systèmes bancaires.

Ces plans visaient à restaurer la confiance de deux façons : d'une part, en assurant le financement des banques par des garanties explicites sur les dépôts des particuliers et sur les autres passifs des banques ; d'autre part, en réduisant l'endettement des banques par le rachat d'actifs compromis ou par des injections de capitaux (tableau).

L'effet d'annonce a été très net, en faisant baisser les primes CDS et en stabilisant les conditions de financement sur les marchés. Cependant, les plans sont modifiés à mesure que la crise évolue et, dans de nombreux cas, leurs détails doivent encore être précisés. En conséquence, l'impact de ces mesures sur la concurrence et sur le mécanisme d'incitations dans le secteur financier reste incertain. L'avenir dira si elles suffiront à relancer l'intermédiation financière dans l'ensemble de l'économie.

Composantes des plans de sauvetage publics annoncés en septembre et octobre

- *Protection accrue pour les petits déposants* – Protéger les dépôts bancaires des particuliers a été largement utilisé pour assurer aux banques un accès continu au financement par les dépôts. Les montants couverts par ces dispositifs ont beaucoup varié selon les pays, certains allant jusqu'à accorder une protection totale.
- *Garantie de la dette* – Pour remédier au tarissement des financements sur le marché de gros, les pouvoirs publics ont été nombreux à annoncer qu'ils garantissaient la dette bancaire. La gamme des passifs couverts et le coût de la garantie varient beaucoup d'un pays à l'autre (commissions fixes/rémunération liée aux primes CDS des banques).
- *Injection de capitaux* – Le principal soutien direct aux bilans bancaires a été apporté sous forme d'injections de capitaux, avec, là encore, des écarts notables entre pays s'agissant des instruments et des conditions dont ils sont assortis. Les dividendes à verser sur les actions privilégiées, par exemple, vont de 5 % à 12,5 %. En outre, certains pays imposent des restrictions sur la rémunération des cadres et/ou les dividendes servis aux actions ordinaires.
- *Achat d'actifs* – Si plusieurs programmes prévoient de sortir des bilans les actifs compromis, cette mesure n'a pas encore été appliquée à grande échelle. En effet, la fixation du prix auquel le gouvernement achète ces actifs pose problème. Pour assurer un réel soutien des bilans bancaires, le prix d'achat devrait être proche du pair – ce qui pourrait être assimilé à une recapitalisation déguisée. En outre, pour produire un effet puissant et immédiat sur la confiance des opérateurs, il faudrait racheter tous les instruments de dette compromis, ce qui exigerait des programmes de grande ampleur.

Effets secondaires des interventions publiques

- *Incidence sur les marchés de la dette en général* – Les garanties de l'État influent sur le prix relatif du crédit. En élargissant la couverture de la garantie des emprunts, on risque, toutes choses égales par ailleurs, d'accroître le coût d'emprunt relatif des instruments facilement substituables à la dette bancaire. La hausse des primes sur les emprunts des agences fédérales américaines, début octobre, pourrait s'expliquer de cette façon. En outre, la mise en œuvre simultanée de plusieurs mesures de soutien public peut, pour diverses formes de passifs bancaires, compliquer l'évaluation et la tarification du risque de crédit relatif. En procédant à des injections de capitaux, l'État prend normalement une participation de rang inférieur dans la structure de capital. Cela peut être interprété comme l'octroi d'une garantie d'État implicite sur l'encours total de la dette. Si, à court terme, le bénéfice apporté par cette garantie, sur le plan de la stabilisation, est de nature à compenser largement le coût associé à une telle distorsion du marché, il importe de définir clairement une stratégie de sortie pour limiter ses effets indésirables, à moyen terme, sur les marchés de la dette.

- *Aspects internationaux* – Les plans de sauvetage suivent des principes communs, mais leur conception et leur mise en application divergent considérablement d'un pays à l'autre. Premièrement, des différences dans la portée et la tarification des dispositifs de garantie publique applicables aux émissions de dette risquent de placer les banques de certaines juridictions en position défavorable sur les marchés de financement de gros, étant donné que les coûts de financement sont fonction de cette tarification et de la solvabilité du pays fournissant la garantie. À l'extrême, le risque de crédit inhérent à la dette bancaire pourrait être confondu avec le risque-pays. Deuxièmement, les dépôts de la petite clientèle auprès de banques sous contrôle étranger posent également problème, car, bien souvent, le traitement des déposants étrangers en cas de défaillance de l'établissement n'est pas clair. Troisièmement, l'instrument choisi pour l'injection de capitaux et les conditions auxquelles elle est consentie peuvent aussi affecter la position concurrentielle des banques sur les marchés mondiaux : d'une part, le coût réel des capitaux publics varie ; d'autre part, les conditions auxquelles sont accordées les injections de liquidité peuvent avoir une incidence sur l'accès au capital-investissement.

Plans de sauvetage des banques dans les économies développées¹

Composantes Pays	Garantie accrue pour les petits déposants	Garantie de la dette ²		Injection de capitaux ³	Achat d'actifs
		à l'émission	sur l'encours		
Allemagne	✓	✓		✓	✓
Australie	✓	✓	✓		✓
Autriche	✓	✓		✓	
Belgique	✓	✓			
Canada		✓			✓
Danemark	✓	✓	✓		
Espagne	✓	✓		✓	✓
États-Unis	✓	✓		✓	✓
Finlande	✓				
France		✓		✓	
Grèce	✓	✓		✓	
Irlande	✓	✓	✓		
Italie		✓		✓	
Norvège					✓
Nouvelle-Zélande	✓				
Pays-Bas	✓	✓		✓	
Portugal	✓	✓			
Royaume-Uni	✓	✓		✓	
Suède	✓	✓		✓	
Suisse				✓	✓

¹ Informations à mi-novembre 2008. ² Garantie (variable selon les pays) sur : obligations, prêts interbancaires et autres passifs (hors petite clientèle). ³ Uniquement programmes annoncés (exclut les opérations *ad hoc*).

Source : BRI.

Goldman Sachs et Morgan Stanley ont obtenu l'autorisation des autorités américaines de se convertir en holdings. La décision visait à mettre un terme aux transferts à des tiers de positions de contreparties et de fonds de clientèle ; les primes des CDS référencés sur les deux sociétés ont alors fortement diminué.

Encadré 3 – Banques centrales : mesures prises pour faciliter le financement des banques en devises

Corrinne Ho et François-Louis Michaud

Ce qui était, à l'origine, un problème de financement en dollars pour les banques européennes a pris une tournure plus générale en septembre 2008. Avec la paralysie des marchés monétaires dans la seconde moitié de septembre et au début d'octobre, il est devenu extrêmement difficile pour les établissements hors des États-Unis d'obtenir des financements en dollars, même contre sûretés. La pénurie a gagné les banques des économies émergentes, relativement épargnées jusqu'alors. Elle s'est étendue à d'autres devises, certains établissements dont le bilan comportait des passifs en euros et en francs suisses rencontrant des difficultés de financement semblables.

Dans ce contexte, les banques centrales sont intervenues pour faciliter le refinancement de leurs contreparties en devises. Elles peuvent en effet se procurer des devises de trois sources principales : en mobilisant leurs réserves de change, en empruntant la devise requise sur le marché, ou en l'empruntant auprès d'une autre banque centrale (en général l'institut d'émission)^①. Si, par le passé, l'une ou l'autre de ces méthodes ont été utilisées, la première et la troisième ont été les plus usitées, cette fois^②. Emprunter à une autre banque centrale dans le cadre d'un accord de swap ou de nantissement, en particulier, est préférable lorsqu'une banque centrale ne souhaite pas entamer ses réserves, quand celles-ci ne sont pas abondantes, ou lorsque la vente d'actifs en devises peu liquides risque de renforcer une dynamique de baisse des prix dans le marché. De surcroît, comme l'ont montré les événements récents, le désir d'afficher une approche concertée est un argument de taille pour recourir à un accord entre banques centrales au lieu (ou en sus) de mobiliser des réserves de change.

Accords de swap ou de prise en pension entre banques centrales

Les dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (ou swaps) entre banques centrales^③ – notamment avec la Réserve fédérale (Fed) – ont retenu l'attention, non seulement en raison du fait que la crise s'est développée à partir des marchés en dollars, mais aussi parce que le nombre et le volume de ces lignes de swaps se sont accrus durant l'année (tableau). De décembre 2007 à mi-septembre 2008, seules la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque nationale suisse (BNS) ont eu recours à de tels swaps avec la Fed pour pouvoir mener des appels d'offres en dollars simultanément lors de ceux de la Fed au travers de sa *Term Auction Facility*. Les montants de ces deux lignes ont été progressivement revus à la hausse de façon à pouvoir intensifier la fourniture de dollars. Avec l'aggravation et l'extension de la pénurie de dollars, mi-septembre, les accords de swap avec la Fed se sont multipliés, passant de 2 à 14 fin octobre, couvrant un large nombre de fuseaux horaires et impliquant les 5 continents, au lieu de un à l'origine. Les volumes ont également augmenté. Les plafonds initialement fixés par la Fed pour ses accords avec la BNS, la BCE, la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon (BoJ) ont été supprimés mi-octobre, de façon à permettre à ces banques centrales de mener des adjudications en dollars sur appels d'offres à taux fixe et de servir intégralement la demande. Les modes de distribution de ces dollars se sont diversifiés du point de vue de l'échéance (complétant les opérations traditionnelles à 1 ou 3 mois par des opérations plus courtes, à une semaine, voire, pendant un temps, au jour le jour^④) et du support (des swaps cambistes s'ajoutant aux pensions et prêts contre sûretés).

Au plan régional, des accords de swap ont aussi été conclus pour la fourniture d'euros et de francs suisses. En mai 2008, les banques centrales de Suède, de Norvège et du Danemark ont annoncé un accord avec la Banque centrale d'Islande permettant à cette dernière de fournir des euros contre des couronnes islandaises. En octobre, la BCE et la BNS ont convenu de faciliter la distribution de liquidité en francs suisses dans la zone euro, en particulier aux petites banques n'ayant pas directement accès aux opérations de marché de la BNS. Le même mois, la BCE a convenu de fournir des euros à la Banque nationale du Danemark, pour l'aider à améliorer la liquidité sur le marché à court terme de l'euro, et (via un accord de prise en pension, dans ce cas) à la Banque centrale de Hongrie. En novembre, la BNS et la BCE ont conclu chacune un accord avec la Banque nationale de Pologne pour leurs monnaies respectives.

Plusieurs de ces accords n'ont pas donné lieu à tirage depuis leur annonce ; on peut donc penser qu'il s'agit de mesures de précaution permettant de disposer de procédures activables en situation d'urgence plutôt que de la nécessité d'apporter un soutien financier en devise immédiat.

Mobilisation des réserves de change

Certaines banques centrales n'en ont pas moins mobilisé leurs réserves de change pour faire face à la pénurie de devises. Depuis mi-septembre 2008, début de la phase aiguë des turbulences financières, les principales économies émergentes ont, pour la plupart, procédé à des **ventes fermes** des actifs de réserve pour pouvoir répondre à une demande domestique de financement en devises, mais aussi pour contrer des tensions sur les changes^①. En outre, plusieurs banques centrales (du Brésil et des Philippines, par exemple) se sont employées à offrir une partie de leurs réserves à leurs contreparties par le biais de **mises en pension**. En complément, il a aussi été fait usage de **swaps cambistes**. Certaines banques centrales (telle celle d'Australie) recourent habituellement à cet instrument pour la

① Dans certains cas, un tel emprunt peut être associé à une aide des institutions financières internationales, et notamment du FMI. ② Pour accroître le volume de devises disponibles dans le système financier sans apporter directement les devises, les banques centrales peuvent aussi, par exemple, modifier le régime de réserves obligatoires. ③ Les accords de swap ne constituent pas une nouveauté, mais, par le passé, ils ont surtout été utilisés pour alimenter des interventions de change plutôt que pour aider le secteur financier à se procurer des devises. ④ Les adjudications journalières de dollars sur appels d'offres servies par la BCE, la BNS et la BoE entre mi-septembre et mi-novembre (mi-octobre pour la BCE) visaient expressément à atténuer la pénurie de dollars en début de journée sur les places européennes. ⑤ Le tarissement des sources habituelles de devises (emprunts et swaps cambistes) a contraint de nombreuses entreprises à se tourner vers le marché au comptant pour se procurer des dollars, ce qui a fortement déprécié la monnaie locale.

Accords entre banques centrales¹

Banque centrale émettrice/partenaire	1 ^{re} annonce	Maximum	Tirage	Instruments ²
Réserve fédérale – USD				
Banque nationale suisse	12.12.07	–	Oui	1M, 3M, 1S
Banque centrale européenne	12.12.07	–	Oui	1M, 3M, 1S ; swaps cambistes
Banque d'Angleterre	18.09.08	–	Oui	1M, 3M, 1S
Banque du Japon	18.09.08	–	Oui	1M, 3M
Banque du Canada	18.09.08	\$30 mrd		–
Banque de Réserve d'Australie	24.09.08	\$30 mrd	Oui	1M, 3M
Banque de Suède	24.09.08	\$30 mrd	Oui	1M, 3M
Banque nationale du Danemark	24.09.08	\$15 mrd	Oui	1M, 3M
Banque centrale de Norvège	24.09.08	\$15 mrd	Oui	1M, 3M
Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande	28.10.08	\$15 mrd		–
Banque centrale du Brésil	29.10.08	\$30 mrd		–
Banque du Mexique	29.10.08	\$30 mrd		–
Banque de Corée	29.10.08	\$30 mrd		–
Autorité monétaire de Singapour	29.10.08	\$30 mrd		–
Banque nationale suisse – CHF				
Banque centrale européenne	15.10.08	–	Oui	swaps cambistes ; 1S, 3M
Banque nationale de Pologne	07.11.08	–	Oui	swaps cambistes ; 1S, 3M
BCE – EUR				
Banque centrale de Hongrie	16.10.08	€5 mrd ³	–	swaps cambistes j/j ⁴
Banque nationale du Danemark	27.10.08	€12 mrd	Oui	1M, 3M ⁵
Banque nationale de Pologne	21.11.08	€10 mrd ³	–	–
Banques centrales nordiques – EUR				
Banque centrale d'Islande	16.05.08	€1.5 mrd	Oui	–

¹ Données au 21 novembre 2008 ; accords de swap, sauf indication contraire ; – = non précisé. ² Instruments utilisés par la banque centrale partenaire pour apporter la liquidité à ses contreparties. Pensions ou prêts contre sûretés, sauf indication contraire ; durée : 1M = un mois, 3M = trois mois, 1S = une semaine, j/j = jour le jour. Les banques centrales partenaires peuvent, en outre, disposer de facilités reposant sur la mobilisation des réserves de change. ³ Accord de pension. ⁴ Une facilité permanente a été annoncée, mais son utilisation est confidentielle. ⁵ Une opération à trois mois sur appel d'offres est prévue pour le 10 décembre 2008.

Sources : banques centrales respectives.

mise en œuvre de leur politique monétaire et ont pu facilement, de ce fait, l'utiliser à une nouvelle fin. Parfois (banques centrales de Corée et d'Indonésie, notamment), il a fallu en modifier les caractéristiques (nouvelles contreparties éligibles, extension de la durée, etc.) pour rendre l'instrument plus flexible et plus efficient dans cet emploi. En revanche, d'autres banques centrales (telles celles du Brésil, du Chili et de la Pologne) ont dû créer la facilité ou ont fait savoir (autorité monétaire de Hong-Kong RAS) qu'elles étaient prêtes à la mettre en œuvre au besoin. De plus, certaines banques centrales (ainsi, celle de Hongrie) se sont dites disposées à intervenir de chaque côté du swap, ce qui a contribué à atténuer les préoccupations liées au risque de crédit de contrepartie.

Action des autorités face à la crise de confiance mondiale

L'accumulation des difficultés du secteur financier a alors contraint les autorités d'un nombre croissant de pays à prendre des mesures décisives à l'appui d'établissements clés. Le 25 septembre, les autorités américaines ont racheté Washington Mutual, première institution d'épargne américaine, et vendu ses actifs bancaires à un établissement de plus grande taille. Dans les pays européens également, toute une série de mesures ont été rapidement mises en œuvre pour contrer les menaces sur la stabilité de plusieurs établissements. À l'issue de négociations tenues pendant le week-end, le Royaume-Uni a décidé, le lundi 29 septembre, de nationaliser la banque hypothécaire Bradford & Bingley, tandis que le groupe de bancassurance Fortis recevait des capitaux des États belge, luxembourgeois et néerlandais. Fortis a fini par voir ses activités néerlandaises nationalisées et la majeure partie du reste de ses actifs achetés par un de ses homologues français. Le 29 septembre également, la société allemande de financement immobilier commercial Hypo Real Estate a obtenu, avec l'aide des autorités, une ligne de crédit auprès d'un consortium d'établissements financiers.

Des mesures décisives sont prises...

Après ces mesures spectaculaires, qui ciblaient des établissements précis, les marchés financiers percevaient d'ores et déjà la nécessité d'adopter une approche globale. Ce même 29 septembre, la Chambre américaine des représentants a rejeté la première version du plan de sauvetage de \$700 milliards proposé par le Trésor en faveur du secteur financier américain (une version révisée fut votée à la fin de la semaine). La réaction à ce rejet a été immédiate sur les marchés d'actions aux États-Unis, qui ont chuté en l'espace de quelques minutes et continué de se replier jusqu'à la clôture de la séance. Le S&P 500 a inscrit un recul de 8,8 %, sous l'effet, cette fois encore, des valeurs financières ; d'autres indices ont diminué également, quoique moins fortement (graphique 4, cadre de gauche).

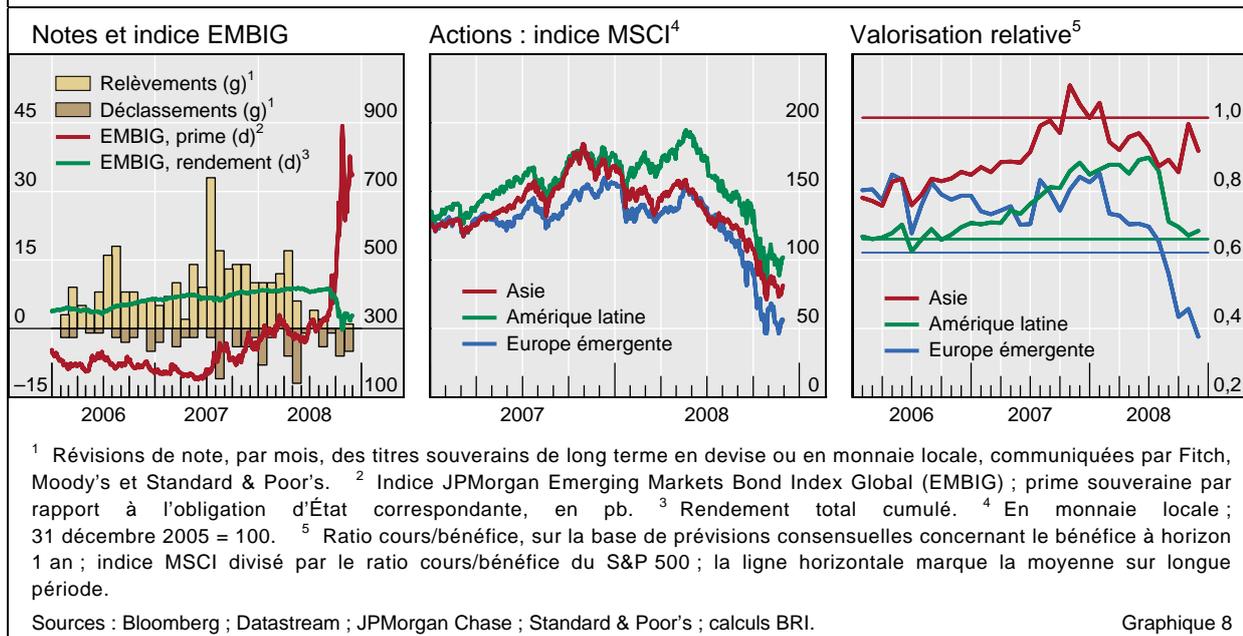
...mais les obstacles opposés à un ambitieux programme secouent les marchés

Les pertes se sont creusées les jours suivants, de nouvelles annonces décevantes sur la situation du secteur financier suscitant un infléchissement encore plus net de la confiance des investisseurs. Une injection de capitaux opérée par les États belge, français et luxembourgeois en faveur du groupe financier Dexia a été annoncée le 30 septembre. Puis ce fut en Irlande, et dans d'autres pays à la suite, l'octroi de garanties nouvelles ou supplémentaires sur les dépôts bancaires et créances du même type. Au Royaume-Uni, les autorités ont annoncé de vastes mesures tendant à recapitaliser les banques britanniques, fournir des liquidités à court terme et garantir la disponibilité de

Sauvetage de quelques banques...

...garanties plus importantes sur les dépôts...

Actifs des économies émergentes



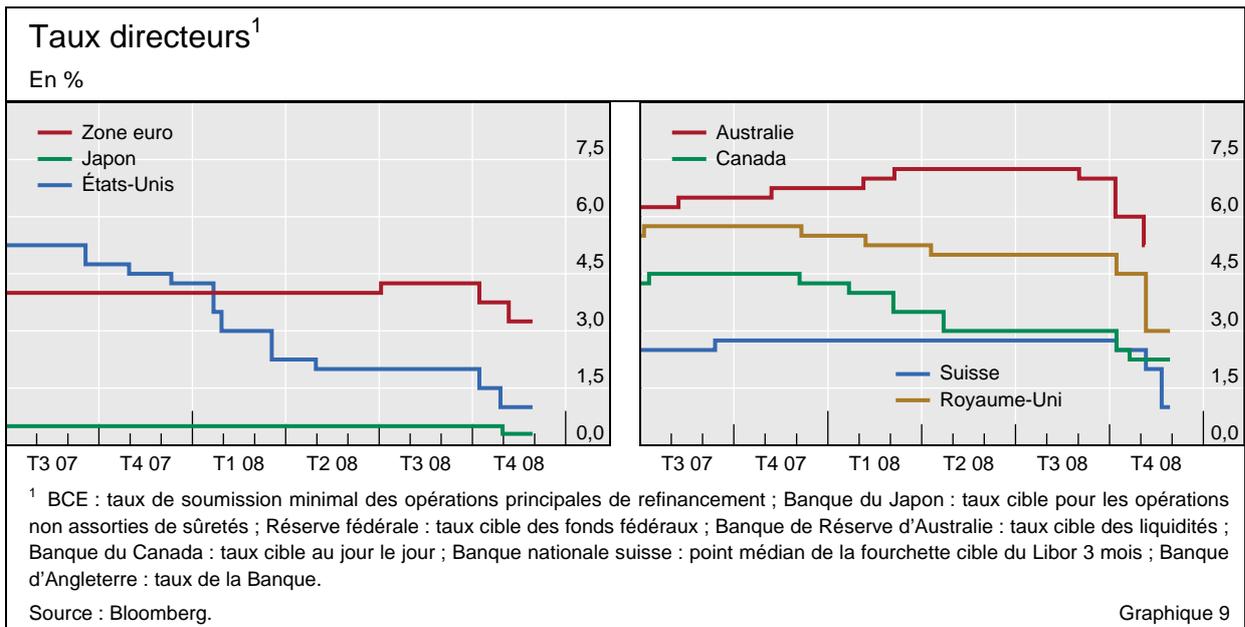
financements suffisants à moyen terme pour le système bancaire en donnant des garanties sur l'émission d'emprunts en blanc de premier rang. Pourtant, malgré l'accélération du rythme des interventions des autorités, les turbulences financières se sont poursuivies, les marchés de la dette et d'actions accusant de lourdes pertes jusque début octobre. Le caractère universel du repli ressort clairement des indices boursiers larges, qui ont accusé des pertes records fin septembre et début octobre : environ 25 % entre le 22 septembre et le 10 octobre pour le S&P 500 ; plus de 28 % pour le MSCI World. Les actions des économies émergentes ont inscrit des baisses comparables, perdant 24 % en termes de monnaie locale (graphique 8, cadre du milieu) ; les pressions à la vente ont été particulièrement intenses pour les pays caractérisés par d'importants déficits courants et une dépendance relativement grande du secteur privé à l'égard des emprunts en devises. Les marchés monétaires ont, eux aussi, continué de donner des signes de perturbation extrême, la prime Libor-OIS établissant, chaque jour, un nouveau record (graphique 7, cadre de gauche).

Dès lors, les initiatives dispersées des autorités nationales n'ont plus semblé suffire. Le 8 octobre, la première action internationale concertée visant à stopper l'aggravation de la crise de confiance a pris la forme d'un abaissement coordonné sans précédent du taux directeur (50 pb) par six grandes banques centrales, dont la Banque d'Angleterre, la BCE et la Réserve fédérale (graphique 9). Les indicateurs dérivés des contrats à terme montrent que cette initiative s'est immédiatement reflétée dans les anticipations de politique monétaire, en Europe surtout (graphique 10).

Les efforts engagés pour mettre en œuvre d'autres mesures coordonnées à l'échelle du système se sont poursuivis les jours suivants. Un exemple a été l'annonce concertée, le 13 octobre, par la Réserve fédérale, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse qu'elles fourniraient des liquidités

...réductions de
taux coordonnées à
l'échelle mondiale...

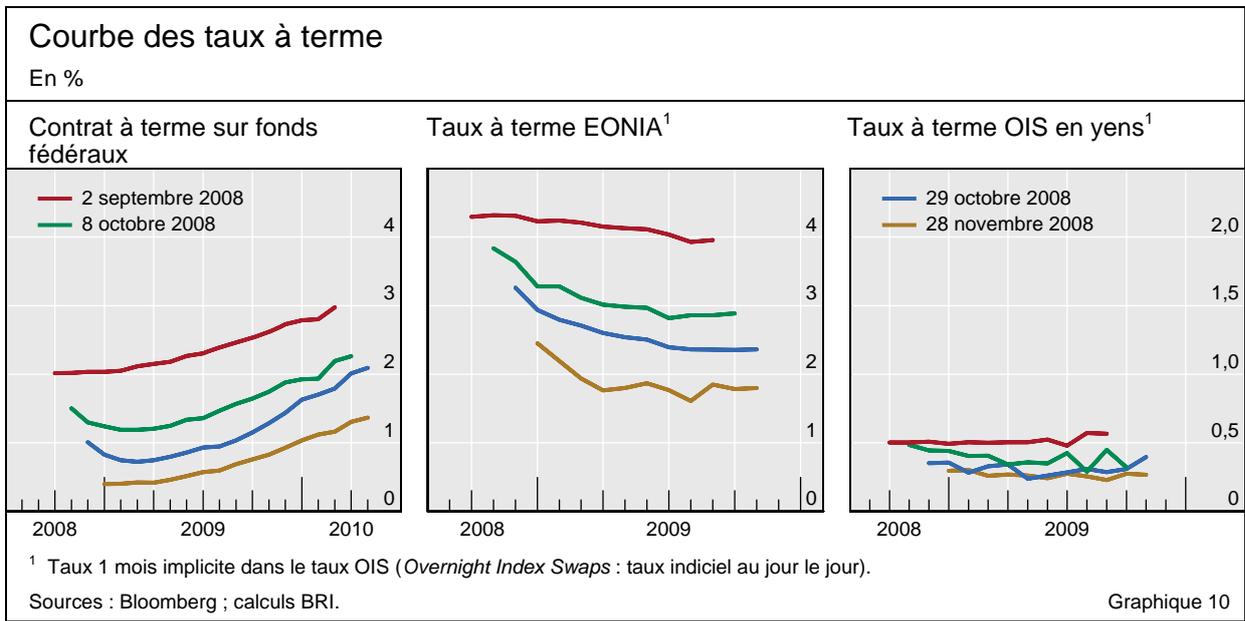
...et
recapitalisations du
système bancaire...



en dollars à taux fixe assorties d'échéances à 7, 24 et 84 jours, servies pour l'intégralité des soumissions, afin d'apaiser encore les tensions sur le marché monétaire. Parallèlement, les lignes des accords de swap entre la Réserve fédérale et les autres grandes banques centrales ont été accrues pour faire face à toute demande de financements en dollars. Le même jour, les pays membres de la zone euro ont fait des déclarations coordonnées, sans précédent, annonçant l'octroi de garanties et l'injection de capitaux destinés à relancer les prêts interbancaires et à renforcer les fonds propres des banques. À son tour, le Trésor américain a déclaré, le 14 octobre, qu'il utiliserait \$250 milliards du plan de sauvetage déjà voté pour recapitaliser les principales banques.

Ces initiatives inédites prises dans l'ensemble des pays jusqu'à mi-octobre offrant de plus en plus l'image d'une approche commune, les marchés ont fini par réagir. Comme des volumes potentiellement importants de dette de

...empêchent l'effondrement total de la confiance



premier rang des établissements financiers étaient devenus de fait des titres quasi souverains, les primes du secteur financier sont redescendues de leurs sommets (graphique 2, cadre de gauche). Cette confiance retrouvée envers le système financier a contribué à faire baisser un temps les indices larges des primes de risque (graphique 3, cadres de gauche et du milieu), mais les marchés sont restés tendus, en raison de la poursuite des liquidations de portefeuille par des investisseurs à effet de levier victimes d'appels de marge et de rachats de parts.

Les signes de répit
sont passagers

Les signes d'une accalmie graduelle sont apparus sur d'autres marchés également. La prime Libor-OIS dollar 3 mois, qui a culminé à 364 pb, le 10 octobre, n'a cessé de baisser jusqu'en novembre, pour finir autour de 170 pb. Une évolution comparable a été observée pour la prime Libor-OIS euro et livre sterling, signe que les marchés interbancaires commençaient enfin à se stabiliser (graphique 7, cadre de gauche). Dans le même temps, les principaux marchés d'actions présentaient, du moins provisoirement, des signes de redressement (graphique 4, cadres de gauche et du milieu), le Dow Jones gagnant 11 % rien que le 13 octobre, sa plus forte hausse en pourcentage sur une séance depuis 1933. D'autres indices se sont également améliorés, tout comme les actions et obligations des économies émergentes (graphique 8, cadres de gauche et du milieu).

Parallèlement, les récentes initiatives commençaient à produire des effets secondaires imprévus sur les marchés. Après un repli initial, les primes de risque sur titres et MBS de Fannie Mae et Freddie Mac ont augmenté, dépassant même les pics inscrits avant le rachat de ces agences, début septembre (graphique 1, cadre de droite). Étant donné que la FDIC venait d'annoncer qu'elle garantissait certains emprunts émis sans sûretés avant le 30 juin 2009, les investisseurs tablaient sur l'apparition d'une nouvelle catégorie, potentiellement importante, de titres de dette bancaire notés AAA qui seraient en concurrence directe avec les titres d'agence. Des incertitudes quant à la nature exacte de la garantie de l'État sur les titres de plus longue durée des agences et la poursuite des rachats de parts des fonds de placement ont renforcé les tensions haussières sur les primes des agences. Des effets secondaires analogues sont clairement apparus sur les marchés des prêts contre sûretés, surtout pour les prises en pension (pour de plus amples précisions, voir l'étude de P. Hørdahl et M. King).

Le nombre et l'ampleur des plans de sauvetage des banques signifiaient, par ailleurs, que d'importants risques avaient été transférés aux budgets des États. Cela a été particulièrement visible pour les CDS référencés sur les émetteurs souverains intervenant dans le sauvetage de certains établissements ou dans les plans d'aide au secteur financier, aux États-Unis notamment. Si de tels CDS étaient peu négociés avant l'annonce des plans de sauvetage, leurs primes ont brusquement augmenté, en raison d'un surcroît de demande de protection, tandis que les primes correspondantes du secteur financier diminuaient (graphique 2, cadre de gauche).

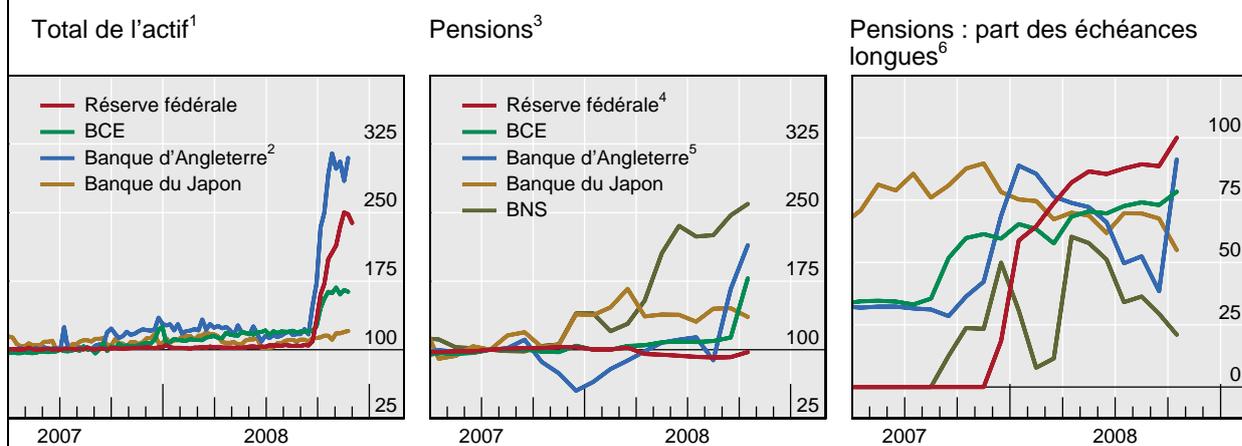
Encadré 4 – Évolution récente du bilan des grandes banques centrales

François-Louis Michaud et Gert Schnabel

Depuis août 2007, les banques centrales des principales économies avancées ont dû, pour faire face aux tensions sur les marchés monétaires et du crédit, prendre un certain nombre de mesures qui ont profondément modifié la taille, la composition et le profil de risque de leur bilan. Elles ont fourni davantage de fonds à terme à une gamme plus large d'établissements et en contrepartie de sûretés plus variées que par le passé. Certaines de ces banques centrales sont directement intervenues pour accorder des prêts à des banques en difficulté et ont parfois pris d'autres mesures exceptionnelles afin d'améliorer les conditions de financement sur les marchés du crédit. Le présent encadré analyse l'incidence de ces actions sur leur bilan.

Les turbulences financières ont été marquées par une première phase, jusqu'à mi-septembre 2008, au cours de laquelle l'action des banques centrales n'a guère modifié la taille de leur bilan. En revanche, la composition de leurs actifs a nettement changé, du fait d'injections de liquidité plus fréquentes et pour des durées plus longues (graphique A) et, dans certains cas, en contrepartie d'une gamme plus large de sûretés.

Banques centrales : actif et opérations d'open market



¹ Fin T2 2007 = 100 ; données hebdomadaires. ² Chiffres ajustés par la BRI pour tenir compte des opérations en cours de règlement (estimations) dans le cadre des apports illimités de dollars. ³ Pensions (plus, pour la Fed, opérations au titre de la *Term Auction Facility* – TAF), y compris apports de devises sur appel d'offres ; encours ; moyenne mensuelle, juin 2007 = 100. ⁴ Somme des éléments suivants (encours) : pensions, TAF et valeurs du Trésor américain détenues en portefeuille par la Fed. ⁵ La baisse observée entre août et décembre 2007 annule l'apport de réserves au marché via les prêts accordés pour Northern Rock. La remontée ultérieure annule la reprise de liquidité correspondant au remboursement, principalement par l'État, mais aussi par Northern Rock, des prêts de la Banque d'Angleterre. ⁶ Pensions (plus, pour la Fed, opérations au titre de la TAF), y compris apports de devises sur appel d'offres : part dans l'encours total, en %, des opérations d'une durée de 28 jours ou plus ; moyenne mensuelle.

Sources : banques centrales respectives.

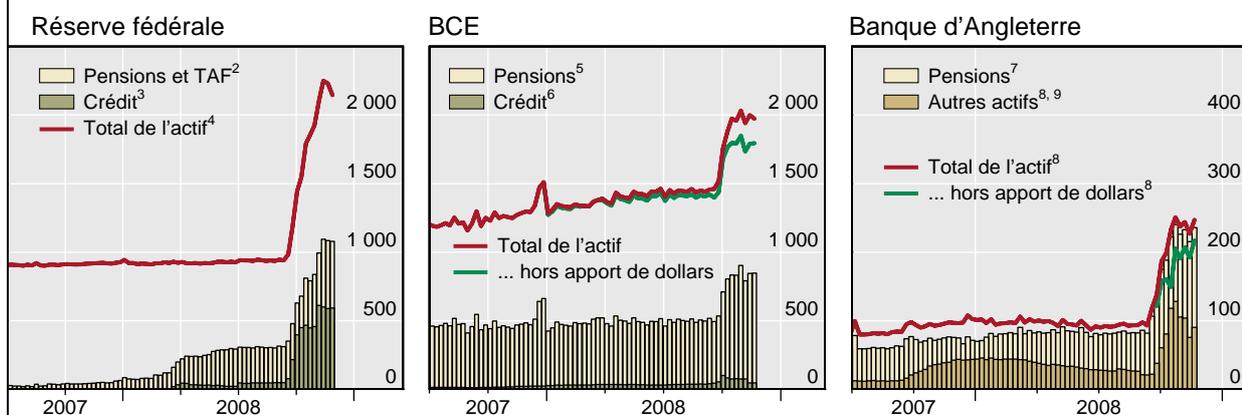
Graphique A

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a allongé la durée de ses opérations de refinancement. Elle en a aussi augmenté le volume, mais l'impact bilanciel a été compensé par une réduction simultanée de son portefeuille de valeurs du Trésor. En outre, celui-ci a été de plus en plus mobilisé pour des prêts de bons du Trésor aux *primary dealers* contre remise de titres très divers moins liquides, pour rendre leurs bilans plus liquides. La Banque d'Angleterre (BoE) a institué dans le même but un *Special Liquidity Scheme*, mesure qui n'a eu aucun impact net sur les réserves des banques ni sur la taille de son bilan. La Banque centrale européenne (BCE), la Banque nationale suisse (BNS) et la BoE ont progressivement substitué des opérations d'*open market* (OM) de long terme à leurs OM de court terme. La BCE et la BNS ont mis en place avec la Fed des accords d'échanges temporaires de devises (accords de swap) pour obtenir et distribuer des dollars contre euros aux banques d'Europe, mais les montants mobilisés ont été relativement limités. De plus, les banques commerciales n'ont pas fait grand usage des facilités permanentes d'emprunt offertes par les banques centrales.

Une seconde phase s'est ouverte après la faillite de Lehman Brothers. Plusieurs grandes banques centrales ont dû intensifier leur rôle d'intermédiation sur les marchés monétaires et leur bilan a, de ce fait, augmenté significativement : en quelques semaines, le bilan de la Fed et celui de

la BoE ont ainsi plus que doublé, tandis que celui de la BCE et de la BNS augmentait de plus de 30 %. Dans le cas de la Fed, cette hausse résultait de prêts directs aux banques et aux *primary dealers* par le biais des facilités permanentes habituelles et de nouvelles facilités, spécialement créées (tels les crédits indirects aux fonds monétaires et, pour l'acquisition de papier commercial, à des structures spécialisées) ainsi que des tirages des banques centrales partenaires dans le cadre des accords de swap. En Europe, les facilités permanentes de prêt des banques centrales ont été plus sollicitées, mais pas autant qu'aux États-Unis ; pour l'essentiel, l'expansion du bilan des banques centrales est due à un plus grand volume net de prises en pension (notamment à terme) en monnaie nationale et en dollars (graphique B). Les banques centrales ont également multiplié leurs financements sur appels d'offres à taux fixe, servis en intégralité. Le plafond des accords de swap avec la Fed et des opérations annexes de fourniture de liquidité en dollars a été largement relevé (puis supprimé). La BCE, la BNS et la BoE ont ainsi obtenu de la Fed plus de \$300 milliards de lignes supplémentaires entre fin août et fin septembre ; dans le même temps, leurs prêts en dollars augmentaient de la moitié de ce montant.

Banques centrales : opérations d'*open market* et crédit¹



¹ En milliards d'unités des monnaies respectives. ² Pensions et opérations au titre de la TAF. ³ Mesures de soutien ciblées (*primary discount credit, primary dealer credit facility, Maiden Lane (Bear Stearns), AIG, marché du papier commercial et fonds monétaires*). ⁴ « Total factors supplying reserve funds ». ⁵ Opération principale de refinancement, opération de refinancement à plus long terme et cessions temporaires de réglage fin, en euros. ⁶ Facilité de prêt marginal et autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro. ⁷ Pensions à court et à long terme en livres sterling. ⁸ Chiffres ajustés par la BRI pour tenir compte des opérations en cours de règlement (estimations) dans le cadre des apports illimités de dollars. ⁹ Y compris prêts en dollars et crédit au système de garantie des dépôts.

Sources : banques centrales respectives.

Graphique B

La croissance correspondante du passif des banques centrales a pris diverses formes. D'une manière générale, les dépôts des banques à la banque centrale ont fortement augmenté – c'est notamment le cas pour la BCE, qui a constaté une utilisation record de sa facilité de dépôt. Par ailleurs, plusieurs banques centrales ont accru la capacité et la flexibilité de leur bilan. La Fed a ainsi reçu du Trésor américain des fonds (près de \$500 milliards) collectés par l'émission de valeurs de court terme (*supplementary bills*). Elle a également commencé à rémunérer – actuellement, au taux-cible des fonds fédéraux (en moyenne/au niveau minimum sur la période de détention) – les réserves des banques (obligatoires/excédentaires), ce qui lui a permis de développer plus facilement son bilan à un taux d'intérêt positif. La BoE et la BCE ont ramené (de 200 à 50 pb et de 200 à 100 pb, respectivement) le corridor constitué par la différence entre les taux de leurs facilités de dépôt et de prêt. La BCE a, en outre, annoncé son intention de lever des dépôts à une semaine. D'autres banques centrales (telles la BoE, la Banque de Suède et la BNS) ont commencé à émettre leurs propres titres de créance à court terme.

Les garanties d'État sur la dette des banques devraient permettre de freiner l'augmentation du bilan des banques centrales et limiter leurs risques. Dans la mesure où les facilités bénéficiant d'une garantie publique contribuent à stabiliser les marchés, elles peuvent aussi inciter les fournisseurs privés de liquidité à être moins réticents à l'égard des banques. Cela permettrait aux banques centrales de réduire progressivement leur rôle dans le financement des banques, tout en améliorant leur profil de risque, notamment lorsqu'elles acceptent comme sûretés ces titres garantis.

L'intermédiation croissante des banques centrales est généralement vue comme une solution d'urgence temporaire face au dysfonctionnement de l'intermédiation de marché. Toutefois, le rôle accru des banques centrales et les garanties publiques ne sont parvenus ni à dégeler les crédits interbancaires ni à dégripper les marchés monétaires. Cela peut évidemment s'expliquer par la persistance des contraintes de bilan et de fonds propres des banques. Il ne faut pas négliger non plus le fait que les garanties de l'État diffèrent d'un pays à l'autre et qu'elles ne sont mises en œuvre que de manière graduelle. On peut aussi penser que les banques, faisant évoluer la gestion de leur liquidité, peuvent souhaiter réduire leur recours aux financements interbancaires. Une autre explication peut tenir au fait que l'intermédiation accrue par la banque centrale réduirait l'incitation des banques à reprendre cette fonction : si les banques peuvent obtenir de la banque centrale un prêt (sans risque de contrepartie) à un taux proche du taux directeur, elles n'ont guère de raison de se tourner vers le marché. De plus, si elles reçoivent pour leurs réserves excédentaires une rémunération guère inférieure au taux directeur, elles ne sont pas, non plus, incitées à se prêter entre elles. La question se pose néanmoins de savoir jusqu'où et jusqu'à quand les banques centrales peuvent avoir à accroître leur bilan.

Les craintes de récession retiennent toute l'attention

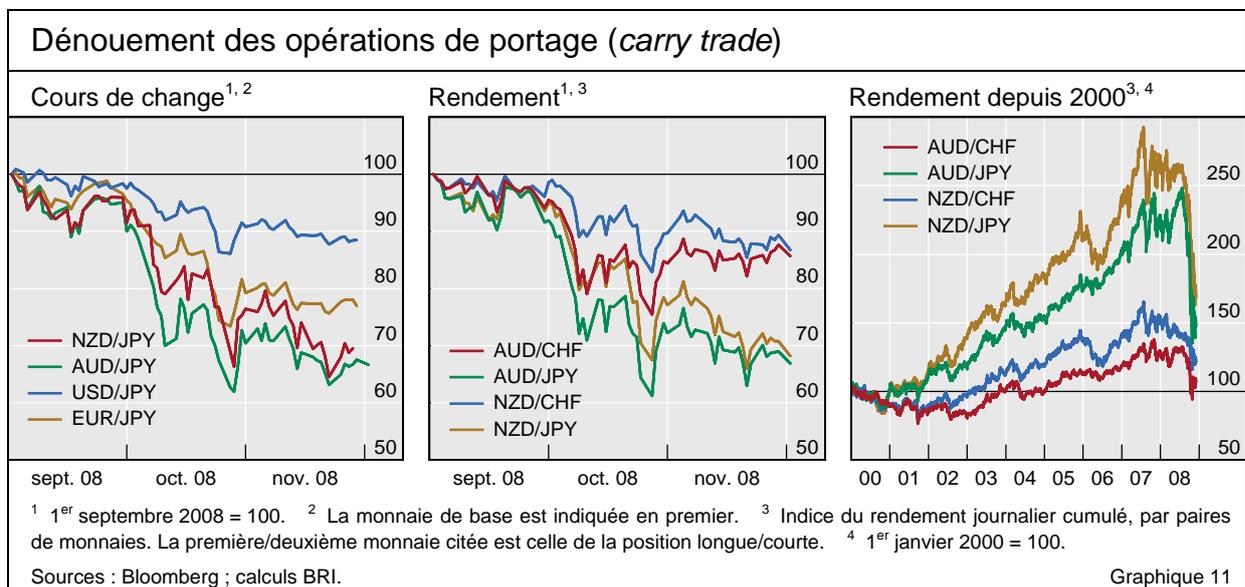
Mi-octobre, la multiplication de résultats macroéconomiques défavorables a commencé à éclipser, sur l'ensemble des marchés, les effets immédiats de l'action des autorités. Les indicateurs d'activité ont confirmé que nombre de grandes économies étaient officiellement en récession ou étaient sur le point d'y entrer. En conséquence, si les efforts conjoints des banques centrales et des gouvernements ont réussi à enrayer la crise de confiance mondiale, les gains sur la plupart des catégories d'actifs ont été de courte durée. La principale exception vient des marchés des financements à court terme, où les conditions ont continué de s'améliorer progressivement : les actifs des fonds monétaires américains se sont stabilisés et la prime Libor-OIS a diminué, pour rester toutefois à des niveaux plus élevés qu'avant la crise du crédit.

Les marchés de la dette sont rapidement redevenus sensibles aux anticipations d'une récession mondiale imminente, annonciatrice de pertes sur défaut. La contraction des émissions obligataires et l'atonie des prêts bancaires justifiaient la montée des préoccupations quant à la pénurie de crédit aux ménages et aux sociétés non financières. Suite aux résultats

Les craintes de récession...

...alimentées par des annonces macroéconomiques défavorables...

...poussent les primes de risque à la hausse...



macroéconomiques médiocres publiés aux États-Unis le 16 octobre, les primes de risque ont recommencé à se tendre, sous l'effet des craintes de récession, mais aussi, parfois, de l'incertitude sur les choix politiques. L'annonce, mi-novembre, que les crédits du plan TARP (*Troubled Asset Relief Program*), destinés à l'origine au rachat des actifs douteux, seraient réaffectés au soutien du crédit à la consommation – qui avait de plus en plus souffert de l'effondrement des opérations de titrisation – a fait grimper les primes des CDS à de nouveaux sommets, les opérateurs craignant que les achats d'actifs anticipés ne se matérialisent pas (graphique 3, cadres du milieu et de droite). Les signes d'une baisse des primes de risque ne sont apparus que fin novembre, à la suite de l'annonce de mesures en faveur de Citigroup et d'initiatives à l'appui des titres adossés à des actifs et des titres des agences fédérales. Les tensions ont perduré, cependant, comme l'atteste la poursuite de la hausse des primes dans les secteurs en difficulté, comme l'immobilier commercial.

Dans le même temps, le dénouement des positions de portage de devises (*carry trade*), qui avait commencé après la faillite de Lehman, s'est accéléré après une phase de volatilité élevée et avec le désengagement des investisseurs hors des actifs à risque (graphique 11, cadres de gauche et du milieu). Les monnaies à faible rendement se sont appréciées et les rendements des opérations de portage sont devenus fortement négatifs, après quelque six années de gains (graphique 11, cadre de droite).

...et les actions à la baisse

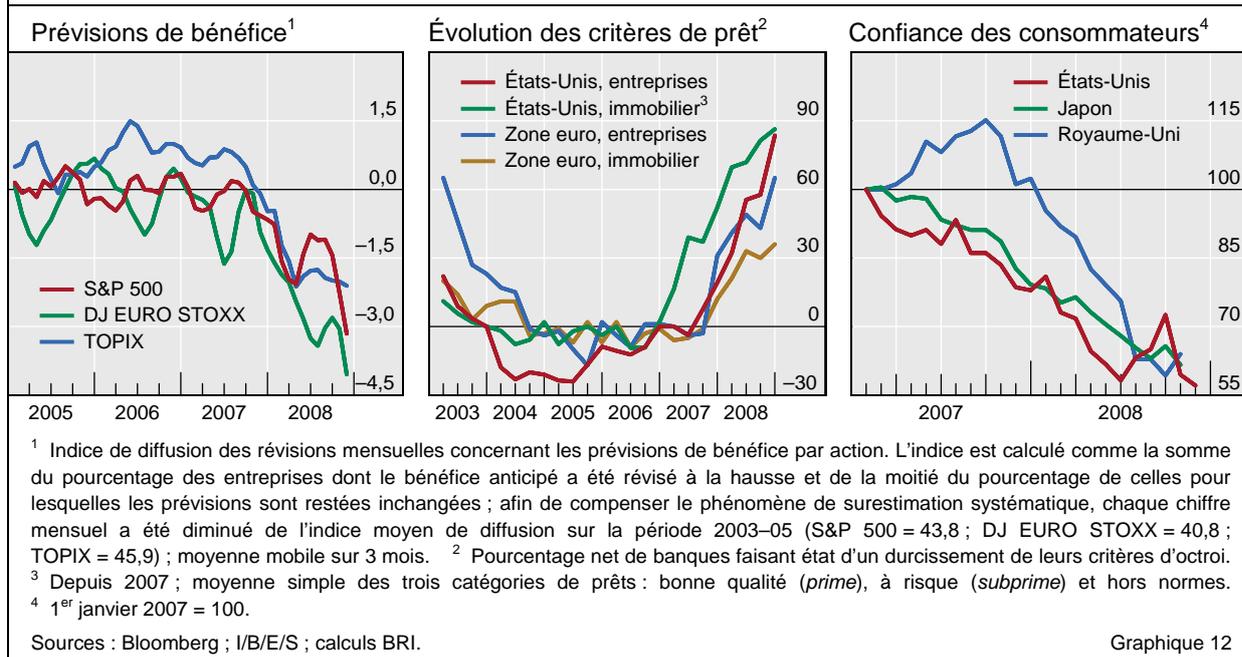
Les marchés d'actions ont reflété la claire apparition des craintes de récession fin octobre et novembre : la baisse des places du monde entier sur le trimestre a été d'une ampleur sans égale depuis les années 1930. Les principaux indices ont chuté, sous l'effet d'annonces négatives concernant les bénéfices, d'un durcissement des critères d'octroi du crédit et d'une rapide détérioration de la confiance des consommateurs (graphique 12). Fin novembre, malgré un nouvel assouplissement monétaire opéré par plusieurs banques centrales et un début de redressement, les marchés boursiers avaient perdu quelque 35 % par rapport à fin août. En conséquence, les ratios cours/bénéfice de nombreux grands indices étaient tombés à des niveaux inconnus depuis au moins dix ans.

Le désengagement des investisseurs...

Les prix des actifs des économies émergentes ont continué à intégrer l'effondrement des exportations, l'accès plus limité du secteur privé aux financements et la rapide baisse des cours des matières premières. Des signes de désengagement massif et de bradage d'actifs sont apparus mi-octobre, en raison de la chute du goût pour le risque et de préoccupations concernant une contraction des crédits commerciaux. Les pressions se sont amplifiées dans la semaine du 21 octobre, lorsque la rumeur d'une nationalisation du système public de retraite, en Argentine, a avivé les préoccupations quant au risque politique. Et ce, malgré les efforts déployés par les banques centrales du monde émergent pour renforcer leurs opérations de prêts en monnaie nationale et en devises et malgré l'annonce de garanties intégrales ou partielles des dépôts bancaires dans plusieurs économies.

...et la montée des préoccupations quant au risque politique...

Bénéfice par action, critères de prêt et confiance des consommateurs



Dans le monde émergent, le sentiment s'est temporairement amélioré fin octobre-début novembre, pour être cependant déprimé ensuite par les craintes de récession. S'agissant des obligations, l'indice EMBIG, à son plus haut depuis 2002, a atteint un pic de près de 891 pb le 24 octobre², avant de revenir à environ 276 pb, début novembre. Les marchés d'actions ont, eux, poursuivi leur baisse, inscrivant de nouveaux creux, le 27 octobre. Les conditions ne se sont stabilisées qu'après l'annonce, le 28 octobre, d'un soutien de \$25 milliards à la Hongrie et, le lendemain, d'accords de swap entre la Réserve fédérale et les autorités monétaires du Brésil, de Corée, du Mexique et de Singapour (graphique 8, cadres de gauche et du milieu). Fin novembre, les marchés d'obligations et d'actions s'étaient quelque peu redressés par rapport à fin octobre, tout comme dans les pays industrialisés. Toutefois, en raison des lourdes pertes accusées depuis août, les ratios cours/bénéfice ont généralement augmenté plus nettement qu'aux États-Unis et dans les autres grandes économies avancées, les valorisations relatives dans les différents pays redevenant globalement conformes aux décotes habituelles par rapport au monde industrialisé (graphique 8, cadre de droite).

Parallèlement, les craintes de récession ont clairement placé les rendements à court terme sur une trajectoire baissière. La réduction des taux directeurs ainsi que la recherche de valeurs refuges ont fait chuter les rendements à 2 ans, tant aux États-Unis que dans la zone euro, les ramenant respectivement à 0,96 % et 2,1 % fin novembre. Parallèlement, les anticipations sur l'évolution prochaine des taux directeurs ont été revues à la baisse, elles aussi, de sorte que la prime des contrats à terme sur fonds fédéraux dénotait des anticipations de taux bas et généralement stables aux États-Unis pendant une grande partie de 2009, conformément aux prévisions de croissance faible, voire négative, sur les trimestres à venir (graphique 10,

...dépriment les actifs des économies émergentes

Les rendements obligataires se contractent...

...sous l'effet de la réduction des taux directeurs...

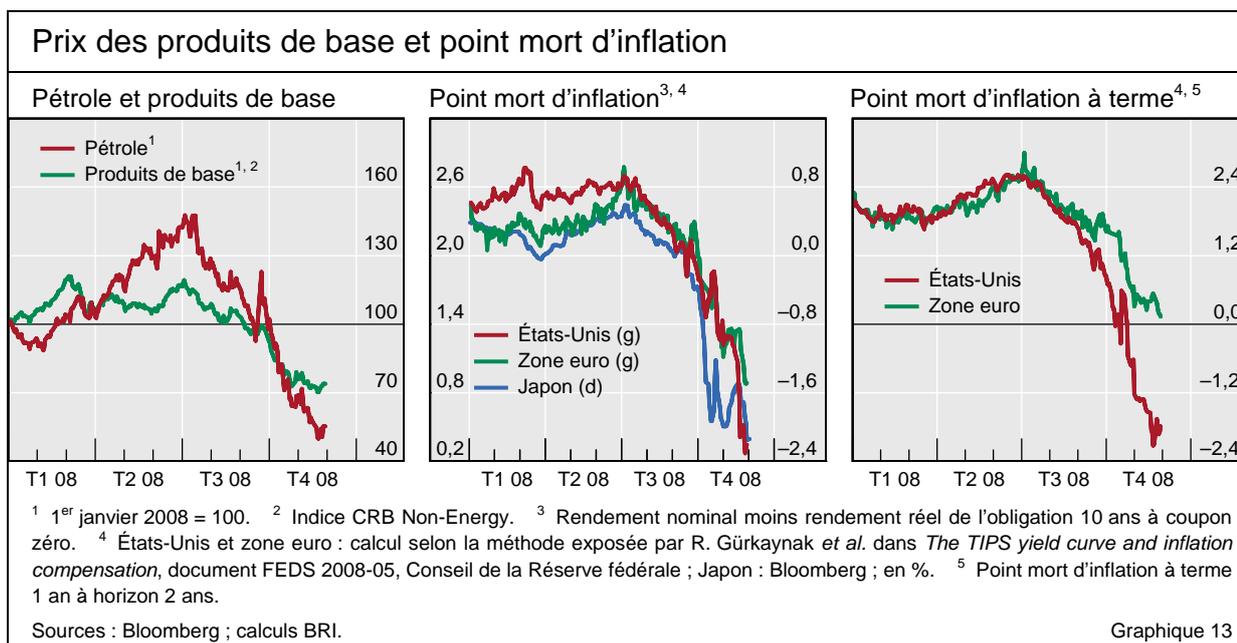
cadre de gauche). Dans la zone euro, les primes des swaps EONIA prévoyaient, durant les 12 prochains mois, un nouvel abaissement des taux de la BCE (graphique 10, cadre du milieu), laquelle dispose d'une plus grande marge de manœuvre que la Réserve fédérale. Au Japon, le taux directeur a été réduit de 20 pb, le 31 octobre, au niveau de 30 pb pour la première fois depuis mars 2001 ; les taux à terme, quant à eux, indiquaient des anticipations de *statu quo* pour la majeure partie de 2009.

...des anticipations de repli de l'inflation...

Dans cet environnement, le point mort d'inflation calculé à partir des rendements obligataires nominaux et indexés a sensiblement diminué, pour l'ensemble des échéances, particulièrement aux États-Unis, où le point mort d'inflation à 10 ans a perdu 1,9 point de pourcentage entre fin août et fin novembre, mais aussi dans la zone euro et au Japon (graphique 13, cadre du milieu). Des baisses encore plus nettes ont été observées pour le court terme : ainsi, aux États-Unis, le point mort d'inflation à terme 1 an à horizon 2 ans a cédé 3,5 points de pourcentage sur la période, devenant très négatif (graphique 13, cadre de droite). Le point mort d'inflation étant généralement vu comme un indicateur des anticipations d'inflation, son évolution a été conforme aux perceptions d'une atténuation des tensions sur les prix, en présence d'une multiplication de signes d'un ralentissement mondial de grande envergure. Le repli dans le compartiment court de la courbe s'explique aussi, en grande partie, par l'évolution des cours du pétrole et des produits de base qui, entre fin août et fin novembre, ont chuté de plus de 50 % et 30 % respectivement (graphique 13, cadre de gauche).

...de la chute des cours des produits de base...

Cela dit, la forte baisse du point mort d'inflation est aussi largement due, sans doute, à la hausse des primes de liquidité et aux pressions du côté de l'offre suscitées par le dénouement des positions des investisseurs à effet de levier. En effet, la diminution du point mort d'inflation qui a eu lieu en septembre et octobre aux États-Unis est essentiellement attribuable au fait que les rendements obligataires réels se sont accrus plus vite que les rendements nominaux, signe que des facteurs plus techniques peuvent avoir joué un rôle



majeur. Début novembre, toutefois, les rendements réels s'étaient stabilisés, tandis que les rendements nominaux se repliaient à nouveau, les opérateurs éprouvant davantage de craintes à l'égard de la récession et de préoccupations quant à la santé du secteur financier, ce qui a exercé de nouvelles pressions baissières sur le point mort d'inflation.

...et des craintes
de récession