

---

## Les perspectives de croissance et d'inflation mobilisent toute l'attention<sup>1</sup>

Début mars, le tremblement de terre et le tsunami au Japon, ainsi que la crise nucléaire qui a suivi, ont entraîné un désengagement généralisé, mais temporaire, des investisseurs sur les actifs à risque. À mesure que l'incertitude quant à l'impact économique de cette catastrophe s'atténuait, les investisseurs ont recentré leur attention sur les perspectives mondiales de croissance et d'inflation ainsi que sur l'orientation de la politique monétaire. En mai, les préoccupations concernant la dette souveraine de la zone euro, et, plus généralement, l'impact d'une éventuelle restructuration de la dette grecque, ont pesé de plus en plus sur le sentiment.

Les perspectives mondiales de croissance et d'inflation devenant plus rassurantes, les rendements obligataires se sont repliés dans les grands pays développés. Les cours de nombreux produits de base ont atteint un plateau, voire baissé, modérant les perspectives d'inflation à court terme. Les investisseurs ont continué de miser sur une forte croissance des économies émergentes, tandis qu'ils revoyaient leurs anticipations à la baisse pour les États-Unis et escomptaient une croissance toujours atone pour les autres grandes économies avancées. Dans plusieurs économies émergentes, une croissance soutenue et des tensions inflationnistes persistantes dues au renchérissement des produits de base ont incité les autorités à resserrer encore la politique monétaire. Le creusement des écarts de croissance et de taux d'intérêt entre pays émergents et développés a entraîné une dépréciation généralisée du dollar et favorisé des entrées de capitaux, sous forme d'obligations et d'actions, dans le monde émergent.

Plus le temps passait et plus les intervenants redoutaient une restructuration de la dette publique grecque, et, partant, de lourdes pertes pour les banques européennes. En mai, les craintes d'un ralentissement concomitant de la croissance économique ont provoqué une dépréciation marquée de l'euro.

---

<sup>1</sup> La présente analyse, qui couvre le trimestre jusqu'au 25 mai 2011, a été réalisée par le Département monétaire et économique. Les questions portant sur le texte peuvent être adressées à [jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org), [nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org) ou [goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org) et celles sur les données et les graphiques à [magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org) ou [garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org).

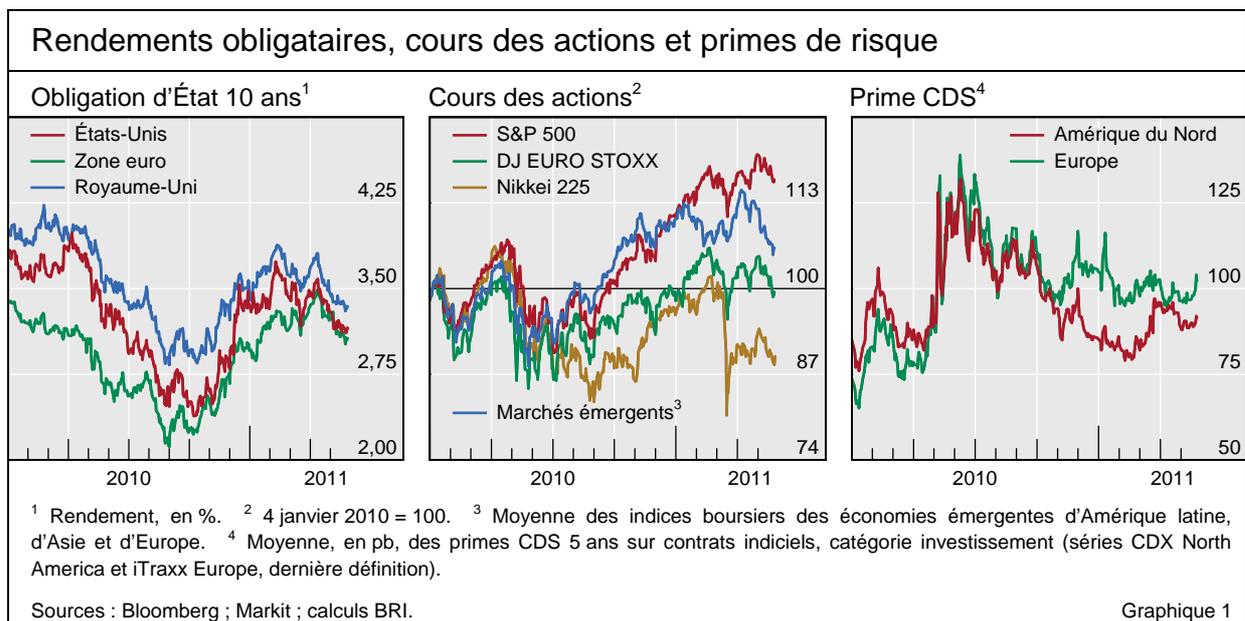
## La croissance mondiale et l'inflation retiennent l'attention après le choc du tremblement de terre

Le séisme dévastateur du 11 mars au Japon, puis le tsunami et la crise nucléaire qui en ont résulté, ont suscité un engouement temporaire mais généralisé pour les valeurs refuges. Durant les quelques jours qui ont suivi la catastrophe, les indices boursiers internationaux ont fortement diminué et les rendements des obligations d'État de tous les pays développés se sont repliés, les investisseurs se portant sur des actifs moins risqués (graphique 1). Il régnait alors une certaine incertitude quant à la gravité des effets négatifs de la catastrophe sur l'économie et aux implications pour les rendements des actifs, si bien que la volatilité implicite s'est accrue sur les marchés internationaux des obligations d'État, des actions et de la dette (graphique 2). Mais ces effets se sont largement inversés à mesure que l'incertitude s'est atténuée et que les autorités japonaises et internationales ont pris les mesures nécessaires. Mi-avril, les indices boursiers internationaux et ceux de l'Asie hors Japon étaient supérieurs d'environ 5 % aux niveaux inscrits immédiatement avant le séisme.

Il reste que la catastrophe a généré des replis plus durables sur certains segments des marchés financiers, la Bourse japonaise surtout. Fin mai, près de trois mois après la catastrophe, les cours des valeurs des entreprises de service public et des établissements financiers étaient inférieurs de respectivement 45 % et 15 % à leur niveau d'avant le séisme, ce qui s'explique par le fait que les investisseurs pressentaient un futur bien compromis pour l'énergie nucléaire au Japon et par les pertes potentielles d'assurance et de crédit. Les indices équivalents pour les biens de consommation et les services japonais sont également restés quelque peu en deçà des valeurs qu'ils affichaient avant le séisme. Au niveau international, l'énergie nucléaire et l'assurance étaient généralement les secteurs les plus touchés, les valeurs de marché demeurant très inférieures à leurs niveaux antérieurs. En revanche, les cotations des autres secteurs se sont généralement redressées. Les effets du séisme et du tsunami au Japon sont examinés plus en détail dans l'encadré.

Le tremblement de terre japonais entraîne un engouement temporaire pour les valeurs refuges...

...et des pertes plus persistantes sur certains marchés



L'affaiblissement de la croissance pèse sur le marché des obligations...

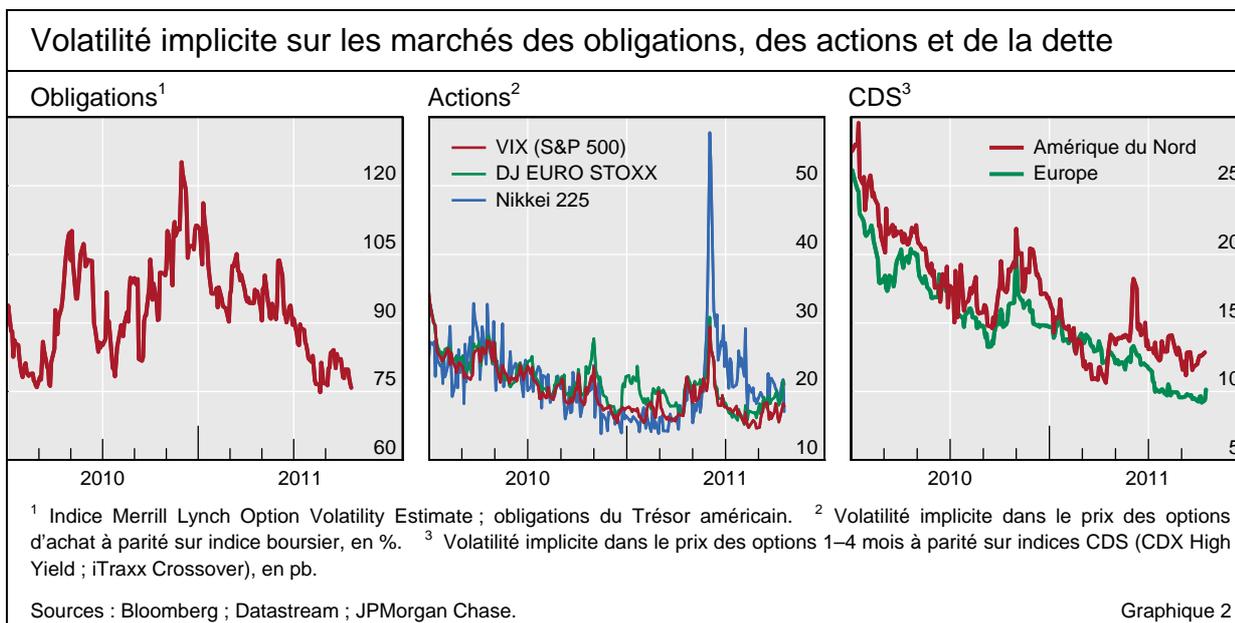
Les anticipations de croissance et d'inflation ont monopolisé l'attention tandis que les conséquences immédiates du séisme japonais sur les marchés financiers commençaient à s'atténuer. Les rendements des obligations d'État aux États-Unis ont régressé à l'heure où les intervenants de marché révisaient à la baisse leurs prévisions de croissance et reportaient leurs anticipations d'un resserrement de la politique monétaire. Dans les autres économies développées, les rendements ont diminué également, inversant ainsi la tendance des six mois précédents (graphique 1, cadre de gauche).

...des actions...

Sauf, principalement, les indices japonais, les grands indices boursiers sont restés globalement inchangés sur la période (graphique 1, cadre du milieu). Ils ont augmenté et baissé à peu près en phase avec les rendements des obligations d'État, sous l'influence des mêmes déterminants. En outre, la montée des préoccupations au sujet de l'endettement public a semblé déprimer les cours des actions dans certains pays. L'intensification des inquiétudes concernant les dettes publiques grecque, irlandaise et portugaise en mai (dernière partie de la présente section) a pesé sur les cours des valeurs des banques européennes détenant un volume important de ces actifs. Elle a, en outre, paru ébranler les cours des actions plus généralement, le DJ Euro Stoxx cédant plus de 5 % en mai, en donnant plus de corps à l'idée d'un assainissement budgétaire dans la zone euro, perçu par les investisseurs comme pesant sur la croissance à court terme. Aux États-Unis, Standard & Poor's a assorti la note de l'État fédéral d'une perspective négative le 18 avril, signalant qu'un assainissement des finances publiques s'imposait.

...et de la dette

Les primes ont faiblement fluctué sur la période, mais présentaient tout de même certaines variations selon les régions (graphique 1, cadre de droite). Les primes CDS (*credit default swap*) se sont accrues pour les entreprises d'Amérique du Nord, tandis que celles des entreprises européennes étaient globalement stables ou en retrait, pour les catégories investissement et spéculative. Cette différence s'explique vraisemblablement par les tendances divergentes des anticipations de croissance entre les deux régions sur la



période : les anticipations de croissance médiane des prévisionnistes pour les États-Unis en 2011 ont cédé environ 25 points de base, tandis qu'elles étaient essentiellement inchangées pour l'Europe. Elle tient peut-être aussi au fait que le deuxième programme d'achats d'actifs de la Réserve fédérale tire à sa fin, faisant craindre une incidence négative de la montée des rendements des valeurs du Trésor sur les prix des actifs à risque.

### Brusque recul des cours des produits de base

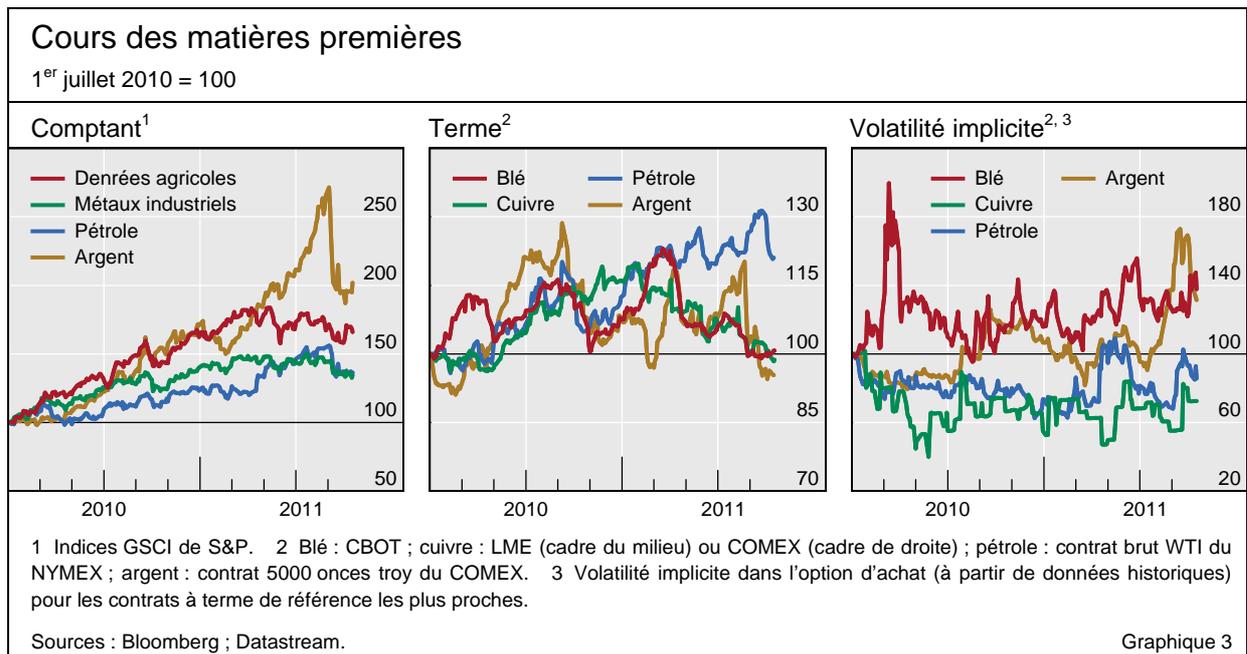
Les cours d'un certain nombre de produits de base ont fortement baissé début mai (graphique 3, cadre de gauche), inversant ainsi la tendance haussière des deux années précédentes. Cela dit, même avant cette chute étonnamment forte, la hausse des prix ralentissait. La série de mauvaises récoltes qui avait mené à un doublement des cours des produits agricoles sur les neuf mois jusqu'en mars s'est terminée, ce qui a favorisé la stabilisation des prix. Une production industrielle en retrait après le séisme japonais a eu un effet modérateur sur les cours des métaux.

Les cours des produits de base baissent fortement en mai...

Le pétrole a été la principale exception à la stabilisation des cours des produits de base. Il s'est apprécié d'environ 10 % entre mars et début mai lorsque l'acheminement en provenance de Libye a été interrompu en raison des tensions politiques, même si, pour compenser, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) s'était engagée, début mars, à accroître ses exportations. Cet engagement peut cependant avoir contribué à réduire, en mars, la volatilité implicite des cours pétroliers, soumis à des tensions haussières suscitées par l'incertitude sur l'avenir de l'énergie nucléaire suite à la catastrophe au Japon.

Le cours de la plupart des produits de base a fortement baissé en l'espace de quelques jours, début mai : l'argent s'est déprécié de 30 % et le pétrole de 10 %. Sur les deux marchés, la hausse des appels de marge a

...et les investisseurs financiers se désengagent



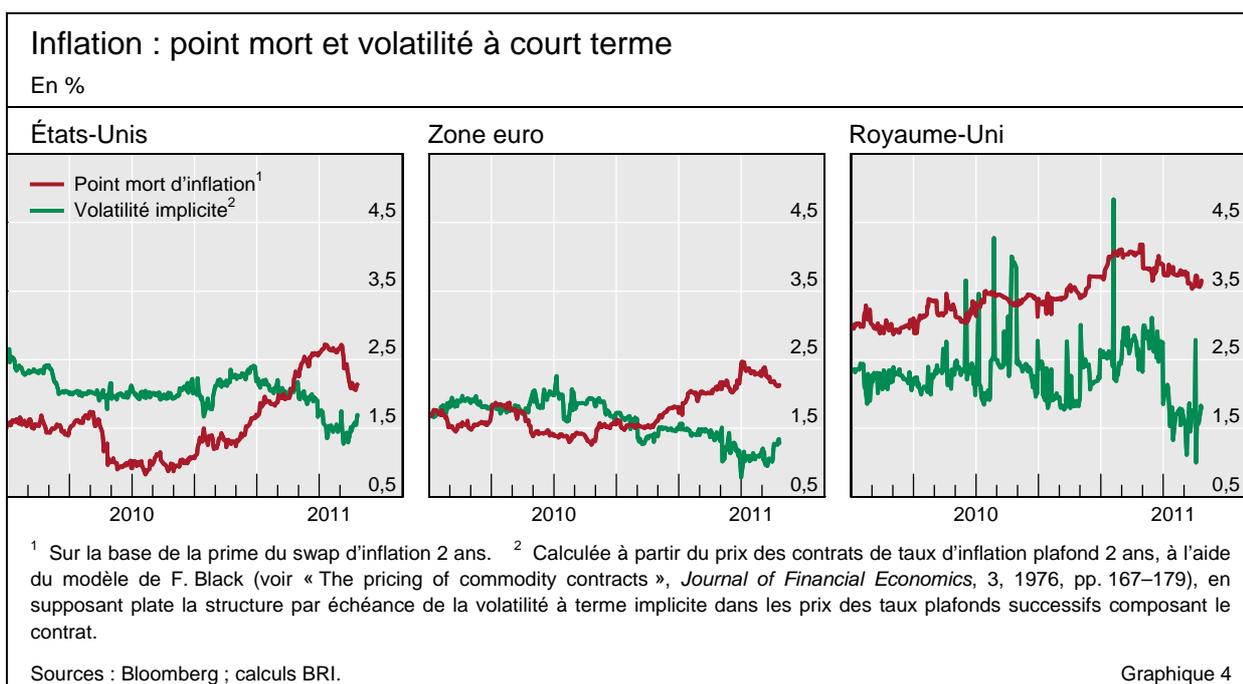
sensiblement amplifié les dépréciations initiales. Les gains des mois précédents avaient coïncidé avec d'importants placements d'investisseurs à la recherche d'actifs qui s'apprécieraient en phase avec l'inflation mondiale. Les positions de place sur contrats à terme – principaux instruments financiers par lesquels les investisseurs acquièrent une exposition aux cours des produits de base – ont sensiblement augmenté, surtout sur le marché de l'argent. Les perceptions de tensions inflationnistes mondiales, qui se sont modérées suite aux annonces négatives aux États-Unis et en Allemagne, début mai, peuvent avoir incité certains investisseurs à se désengager. Les positions de place sur les contrats à terme ont reculé de 15 % le 6 mai (graphique 3, cadre du milieu). Depuis lors, la volatilité implicite du cours de l'argent s'est vivement accrue, signe que les intervenants perçoivent encore un risque de fortes dépréciations (graphique 3, cadre de droite). Celle des cours du pétrole, en revanche, n'est pas particulièrement élevée par rapport au niveau de ces derniers mois.

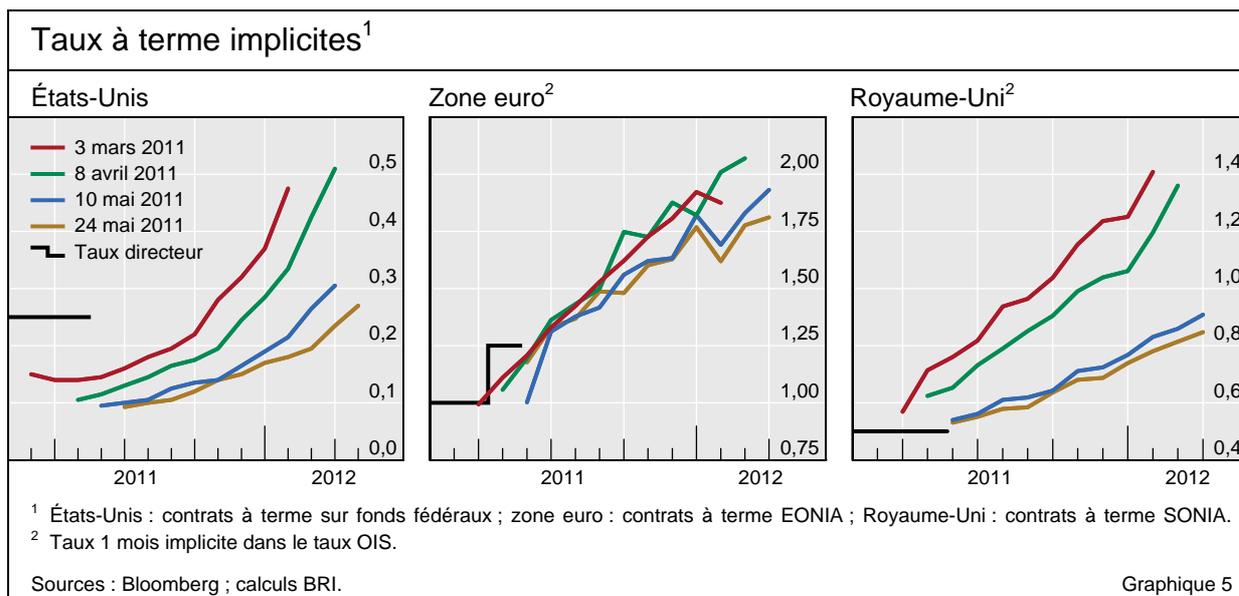
### Marchés obligataires, perspectives d'inflation et cours de change

Les perspectives d'inflation à court terme se modèrent...

Sur l'ensemble de la période analysée, investisseurs et autorités sont restés focalisés sur l'effet inflationniste des variations actuelles et passées de la croissance et des cours des produits de base. Même si les banques centrales du monde entier ont continué à se trouver confrontées à différentes perspectives de croissance économique, les cours des obligations ont indiqué une légère régression des anticipations d'inflation à court terme dans l'ensemble des grandes économies avancées entre début mars et fin mai. Quand les anticipations de croissance ont régressé, à partir d'avril, les taux d'inflation à court terme implicites dans les cours du marché aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni ont baissé eux aussi (graphique 4). Sur la même période, l'incertitude qui entourait l'évolution de l'inflation en début d'année s'est quelque peu dissipée. La volatilité implicite dans les options

...et l'incertitude entourant l'inflation s'atténue





2 ans sur inflation à court terme a baissé sur la majeure partie de la période, surtout aux États-Unis (graphique 4).

Les intervenants ont reporté le moment attendu du premier relèvement des taux directeurs aux États-Unis et au Royaume-Uni. La Réserve fédérale a laissé son taux directeur inchangé, malgré une hausse, jusqu'à mi-avril, de l'inflation à court terme implicite dans les cours du marché. Ensuite, les perspectives de modération de l'inflation à court terme et l'engagement de maintenir les taux à un niveau bas pendant une assez longue période, confirmé par la Fed, le 27 avril, lors de sa première conférence de presse à l'issue d'une réunion du Comité fédéral de l'*open market*, a conduit les investisseurs à réévaluer la probabilité d'une hausse prochaine des taux d'intérêt. Fin mai, les taux à terme implicite dans les cours du marché ont indiqué que les intervenants s'attendaient à ce que les taux restent stables jusqu'à fin 2011 (graphique 5, cadre de gauche). La décision de la Fed, à sa réunion d'avril, de maintenir une politique accommodante a, en outre, entraîné une baisse des rendements des obligations du Trésor américain et une dépréciation du dollar. En revanche, les cours du pétrole et des actions ont augmenté, propulsant les indices boursiers de référence à des plus hauts depuis près de trois ans.

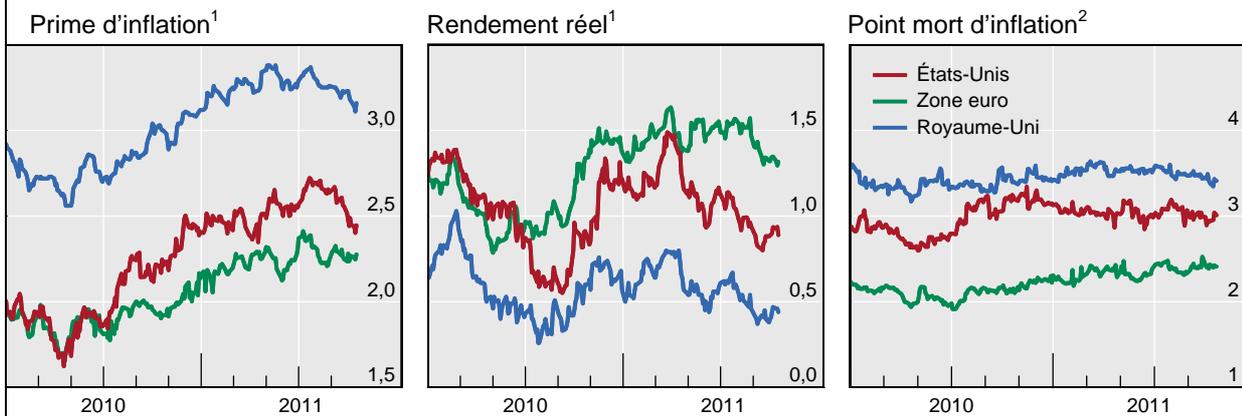
Les investisseurs intègrent un relèvement plus tardif des taux aux États-Unis et au Royaume-Uni

Les intervenants ont, par ailleurs, révisé leurs anticipations sur le moment où la Banque d'Angleterre pourrait relever les taux directeurs en réponse à la montée de l'inflation. Selon les taux à terme implicites dans les cours du marché, les investisseurs misaient sur une telle probabilité dès la réunion du Comité de politique monétaire, début mars (graphique 5, cadre de droite). Or, ils ont reporté le moment attendu du premier relèvement quand la hausse escomptée ne s'est pas matérialisée. Les mois qui ont suivi, les intervenants ont continué de revoir leurs anticipations en réaction à la modération des tensions inflationnistes.

En Europe, les signes d'un redémarrage plus vigoureux au début de la période ont conforté les investisseurs dans leur hypothèse selon laquelle l'inflation avait atteint des niveaux suffisamment élevés pour amener la BCE à

## Rendement de l'obligation d'État 10 ans : facteurs explicatifs

En %



<sup>1</sup> Contributions au rendement nominal de l'obligation d'État 10 ans : prime d'inflation et rendement réel 0–10 ans. Taux correspondant aux obligations à coupon zéro. <sup>2</sup> Point mort d'inflation 5 ans à horizon 5 ans, obtenu à partir des swaps d'inflation.

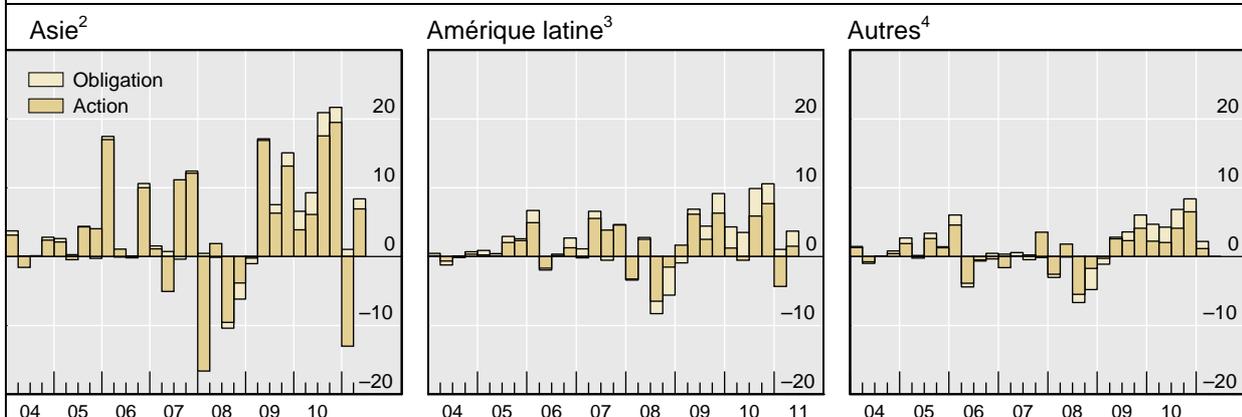
Sources : Bloomberg ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique 6

relever son taux directeur (graphique 5, cadre du milieu). Ce comportement tranchait sur les reports successifs du moment attendu des hausses de taux qui ont marqué la majeure partie de 2010. Début mars, les taux à terme implicites indiquaient que le premier resserrement prévu dans la zone euro serait vraisemblablement opéré en avril. Le 7 avril, conformément aux attentes, la BCE a relevé son taux des opérations principales de refinancement de 25 pb, à 1,25 %. Cette décision avait été annoncée oralement ; compte tenu de l'évolution des taux à terme en mars, elle était largement anticipée par les intervenants. Mi-mai, les taux à terme implicites ont révélé que le prochain resserrement était attendu en juillet. Durant la deuxième quinzaine d'avril et le mois de mai, le taux directeur est resté à son nouveau niveau, suivant une orientation qualifiée de « toujours accommodante » par la BCE.

## Flux de capitaux à destination des marchés émergents<sup>1</sup>

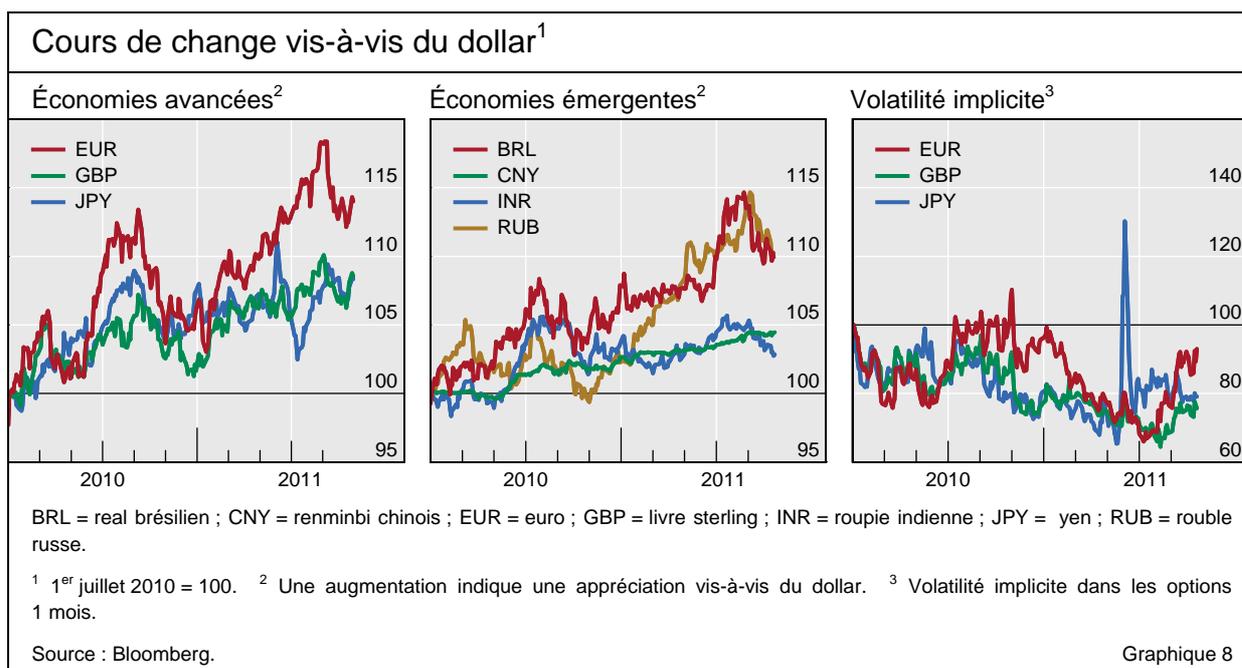
En milliards de dollars



<sup>1</sup> Données hebdomadaires cumulées jusqu'au 18 mai 2011 ; sommes des économies citées dans les notes ci-après. <sup>2</sup> Chine, Taïpei chinois, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande. <sup>3</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> République tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Afrique du Sud et Turquie.

Source : EPFR.

Graphique 7



La conjonction d'un affaiblissement de la reprise et de la perspective d'un report anticipé du resserrement monétaire a fait baisser les rendements des obligations d'État à long terme dans l'ensemble des grandes économies avancées. Au Royaume-Uni, le recul des rendements nominaux s'expliquait tant par une baisse graduelle de la prime d'inflation que par un repli des taux réels (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). Dans la zone euro et aux États-Unis, en revanche, il tenait essentiellement à un repli des taux réels. Enfin, les anticipations d'inflation implicites dans les cours des obligations pour la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis sont restées stables (graphique 6, cadre de droite). Les investisseurs ont généralement semblé estimer que le retour à la normale très graduel de la politique monétaire intégrée dans les marchés à terme était toujours compatible avec la stabilité à long terme de l'inflation.

Les taux obligataires réels diminuent

Dans la plupart des pays émergents, la politique monétaire a suivi une orientation complètement différente de celle adoptée dans les grandes économies avancées. Les banques centrales de la Chine, de l'Inde, du Brésil et de plusieurs autres pays émergents ont toutes resserré leur orientation en réponse aux tensions inflationnistes générées par le renchérissement des produits de base et le dynamisme de l'activité. La Banque populaire de Chine a relevé son coefficient de réserves obligatoires de 150 pb au total sur la période analysée, le portant à 21 %. La Banque de Réserve de l'Inde a relevé son taux des pensions de 75 pb au total, à 7,25 %. Et la Banque centrale du Brésil a porté le taux Selic à 12 %. Les taux directeurs réels sont toutefois restés négatifs dans plusieurs pays.

Resserrement de la politique monétaire dans les pays émergents

Des trajectoires différentes suivies par les économies en développement et développées, en matière de politique monétaire et de croissance, contribuent à expliquer les flux de capitaux à destination du monde émergent et l'évolution des cours de change. De fait, les fonds en obligations et actions des économies émergentes ont enregistré des entrées en avril et mai, après

Les amples écarts de croissance et de taux d'intérêt orientent les flux de capitaux et les marchés des changes

des sorties au premier trimestre (graphique 7), et le dollar s'est déprécié par rapport à de nombreuses monnaies sur la période (graphique 8, cadres de gauche et du milieu).

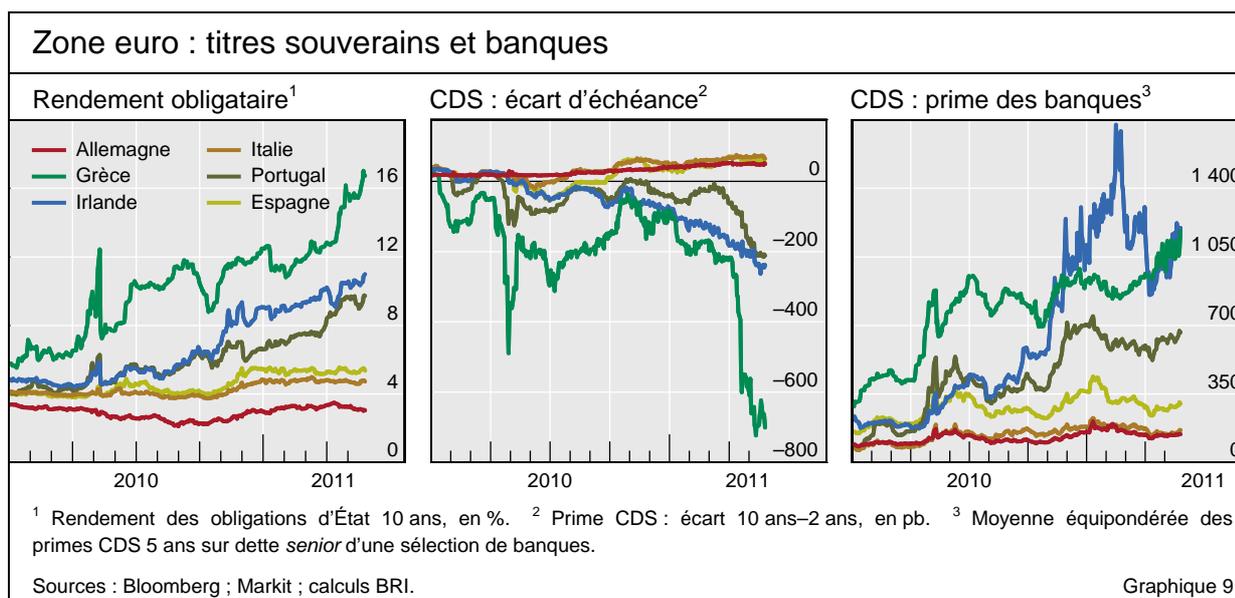
## Les préoccupations entourant les finances publiques resurgissent sur les marchés des obligations d'État de la zone euro

Regain des préoccupations liées à la dette souveraine

L'attention des investisseurs s'est de nouveau portée sur la soutenabilité des finances publiques dans la zone euro, en particulier en Grèce, en Irlande et au Portugal. Les rendements sur les obligations d'État grecques, irlandaises et portugaises se sont accrus en avril et mai, essentiellement en raison de nouvelles évaluations négatives de la capacité de ces pays à rembourser leur dette (graphique 9, cadre de gauche). En outre, durant la période tout entière, les primes CDS sur la dette souveraine se sont accrues davantage dans le compartiment court (graphique 9, cadre du milieu). Cette évolution confirme qu'un événement de crédit était jugé plus probable à court terme par les investisseurs<sup>2</sup>.

Les primes de risque grimpent en flèche...

Sur la période, les trois pays ont été déclassés ou ils ont vu leur note assortie d'une perspective négative par les principales agences de notation. Le coût de la protection du crédit sur la dette souveraine s'est accru en avril : les primes CDS référençant la dette à 1 an ont atteint plus de 2000 pb pour la Grèce, 800 pb pour l'Irlande et 720 pb pour le Portugal. Si les primes CDS ont des résultats variables en tant qu'indicateurs de défaut, la hausse rapide des niveaux des primes à court terme a souligné la montée des préoccupations des investisseurs. Une série d'objectifs manqués pour le déficit grec a ajouté au sentiment négatif, entraînant un net accroissement des rendements obligataires en quelques semaines.



<sup>2</sup> Parmi les événements de crédit spécifiés par les clauses des contrats CDS figurent le défaut de paiement et les restructurations involontaires de dette.

Confronté à un important déficit budgétaire et à une atonie persistante de la croissance, le Portugal est devenu le troisième État de la zone euro à demander une assistance financière, le 6 avril. La demande d'assistance est venue après le rejet au Parlement d'un train de mesures d'austérité et la démission du premier ministre, le 23 mars, faisant grimper encore notablement les rendements des obligations portugaises.

Les primes de risque sont restées élevées même lorsque les autorités ont réussi à négocier un programme de 3 ans pour le Portugal. Si les rendements obligataires et les primes de risque ont continué de dénoter certaines préoccupations, ils indiquaient aussi que les intervenants adoptaient une position plus différenciée entre les emprunteurs souverains de la zone euro. Sur l'essentiel de la période jusqu'à fin mai, ce découplage était particulièrement sensible pour l'Italie et l'Espagne, dont les primes par rapport aux obligations d'État allemandes restaient relativement stables, ce qui tient sans doute, dans le cas de l'Espagne, à ce qui est perçu comme une avancée des autorités dans la mise en œuvre des ajustements budgétaires et des réformes bancaires. Des progrès en matière d'assainissement des caisses d'épargne espagnoles ont en outre permis aux investisseurs de mieux juger des besoins de recapitalisation, réduisant ainsi leur incertitude.

...malgré les efforts des pouvoirs publics

Une autre évolution positive a été constatée pour l'Irlande. Les tests de résistance imposés aux banques irlandaises, fin mars, ont fait état de besoins de recapitalisation de €24 milliards, montant nettement inférieur à celui provisionné initialement dans le programme de soutien. Le résultat a suscité une réaction modérément positive du marché des obligations souveraines et une baisse des primes CDS des banques (graphique 9, cadre de droite), signe que les intervenants jugeaient les tests crédibles.

Dans le même temps, la situation en Grèce a continué de mettre à l'épreuve tant les responsables que les investisseurs. Mi-mai, les rendements des obligations d'État et primes de risque grecques ont atteint de nouveaux sommets, les intervenants estimant, semble-t-il, qu'une restructuration volontaire pourrait avoir lieu à court terme. Cette perception tenait en partie aux communiqués des responsables européens alors qu'aucune décision officielle n'avait été prise et que la mise en œuvre du programme était toujours à l'étude. Vers la fin mai, les préoccupations concernant la dette souveraine de la zone euro et, plus généralement, l'impact d'une éventuelle restructuration de la dette grecque pesait de plus en plus sur le sentiment des investisseurs.

Les préoccupations concernant la dette grecque atteint de nouveaux sommets

Le coût et la composition des financements pour les banques de la zone euro ont continué à dénoter la dégradation de la note de crédit souveraine. En outre, les expositions locales et étrangères aux obligations d'État ont continué à susciter des préoccupations concernant les banques européennes (partie « Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale »). Les primes de risque des banques des pays européens en proie à des difficultés budgétaires sont restées bien supérieures à celles des autres établissements (graphique 9, cadre de droite). En outre, les banques grecques, irlandaises et portugaises continuent à avoir un accès limité aux financements privés, les émissions de dette de moindre ampleur étant confinées aux

obligations sécurisées ou garanties. Elles en sont arrivées à dépendre de la liquidité injectée par leur banque centrale, qui finance respectivement 18 %, 8 % et 7 % de leurs actifs.

L'euro chute sous  
l'effet des  
préoccupations  
concernant la dette

L'intensification des préoccupations concernant les dettes grecque, irlandaise et portugaise a, en outre, eu des répercussions sur la zone euro tout entière. L'euro s'est déprécié à l'égard de nombreuses monnaies en mai, et l'incertitude quant aux variations de change à court terme s'est nettement accrue, comme en atteste, par exemple, la volatilité implicite du cours euro-dollar (graphique 8, cadre de droite).

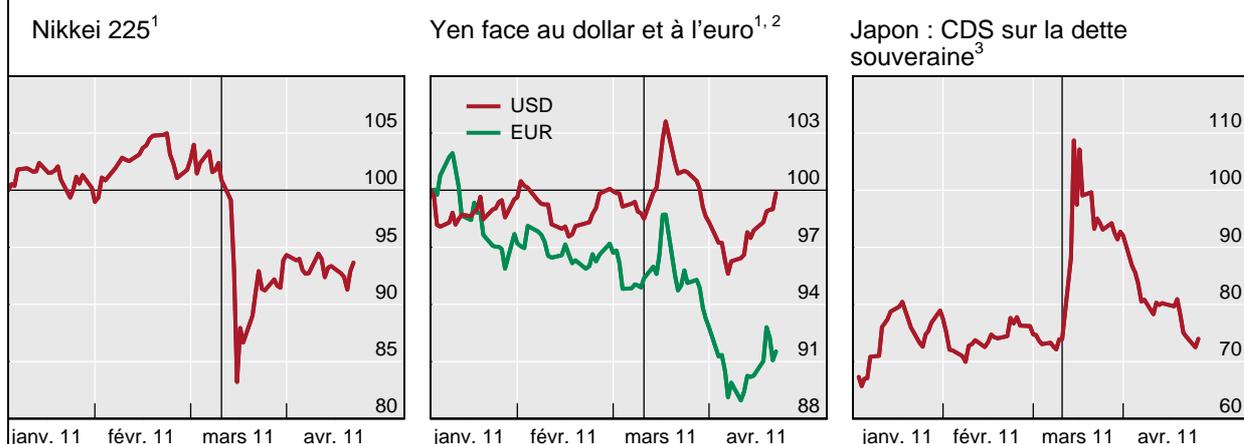
## Le séisme et le tsunami au Japon

Le séisme et le tsunami qui ont frappé le Japon ont provoqué des dégâts et une tragédie humaine majeurs. Immédiatement après la catastrophe, l'activité économique s'est essoufflée en raison des dommages causés aux infrastructures, des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et des coupures de courant. Des données publiées récemment font état d'un effondrement de la dépense des ménages et de la production. Les dégâts causés à la centrale nucléaire de Fukushima et les fuites radioactives qui en ont découlé s'ajoutent aux défis à relever. Les conséquences possibles de ces événements sur l'économie japonaise, les perspectives économiques et les marchés financiers mondiaux sont multiples, et les incertitudes qu'elles suscitent ne sont toujours pas dissipées. Selon les premières évaluations du Bureau du gouvernement japonais, les pertes subies par le stock de capital de l'économie se chiffrent à quelque \$240 milliards, soit plus du double du coût occasionné par le séisme qui a secoué Kobé en 1995. Le PIB s'est contracté de 0,9 % en glissement trimestriel durant les trois premiers mois de l'année. Les prévisionnistes ont baissé d'environ 1 point de pourcentage leurs estimations concernant la croissance du PIB japonais en 2011.

Les marchés financiers ont eu une réaction très vive dans la période qui a suivi immédiatement la catastrophe (graphique A). La Bourse de Tokyo a dégringolé de près de 20 % les deux premiers jours ouvrés après le tremblement de terre, et les primes CDS sur la dette souveraine du Japon ont grimpé de 30 pb, ce qui traduit probablement les préoccupations liées à la charge fiscale supplémentaire qu'induiront les activités de reconstruction. Le marché des changes s'est également montré très volatil : le yen a enregistré une forte appréciation par rapport au dollar, atteignant un pic le 17 mars, à 76,3. Cette envolée de la monnaie nippone s'explique par les anticipations du marché d'un rapatriement des fonds en dollars détenus par les assureurs japonais, afin de satisfaire aux demandes d'indemnisations en yens.

La Banque du Japon a réagi promptement. Pour assurer des liquidités abondantes, elle a offert jusqu'à ¥82 400 milliards dans la semaine qui a suivi le séisme, dont ¥57 800 milliards ont été effectivement injectés sur le marché. Elle a aussi augmenté de ¥5 000 milliards le montant de son programme de rachat d'actifs, pour éviter que la détérioration des sentiments du marché n'ait des répercussions négatives sur la croissance. Pour contrer la flambée du yen, le ministère des Finances et la Banque du Japon ont mené, avec d'autres pays du G 7, une intervention concertée sur le marché des changes.

### Séisme sur la côte pacifique du Tohoku : réactions des marchés



Trait vertical : jour où le séisme a frappé le Japon.

<sup>1</sup> 3 janvier 2011 = 100. <sup>2</sup> Une augmentation indique une appréciation du yen. <sup>3</sup> CDS 5 ans, en pb.

Source : Bloomberg.

Graphique A

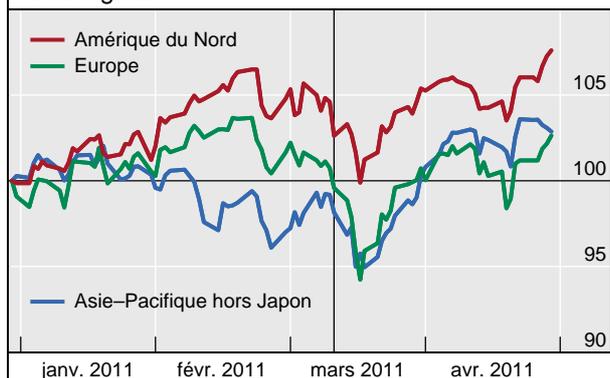
Les 6–7 avril, la Banque du Japon a, d'une part, mis en place une nouvelle facilité de crédit spéciale de ¥1 000 milliards pour permettre aux banques de prêter aux entreprises en difficulté dans les zones sinistrées ; elle a, d'autre part, élargi la gamme des sûretés éligibles pour les opérations sur le marché monétaire. Par ailleurs, le gouvernement a annoncé, le 22 avril, une rallonge budgétaire de ¥4 000 milliards pour financer l'effort de reconstruction. Ces mesures ont permis au marché de fonctionner malgré la gravité du choc. Les marchés n'ont pas tardé à se calmer après leur réaction initiale : le marché des actions s'est redressé quelque peu ; le yen s'est replié pour s'échanger à 82–83 face au dollar ; et la prime CDS du Japon s'est contractée.

En dehors du Japon, l'impact sur les marchés financiers a été faible et s'est limité essentiellement aux secteurs considérés comme les plus directement touchés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement ou directement exposés à des pertes. Les marchés financiers redoutaient surtout qu'une période prolongée de coupures d'électricité au Japon nuise à la production industrielle tout au long des chaînes d'approvisionnement mondiales, étant donné que le Japon est un gros producteur de composants pour l'industrie des semi-conducteurs et l'industrie automobile. Aussi, alors que les indices boursiers généraux ont montré des signes de résilience (graphique B, cadre de gauche), plusieurs indices sectoriels ont plongé à l'annonce de la catastrophe, puis sont remontés mais sans pour autant retrouver leur niveau d'avant la catastrophe (graphique B, cadre de droite).

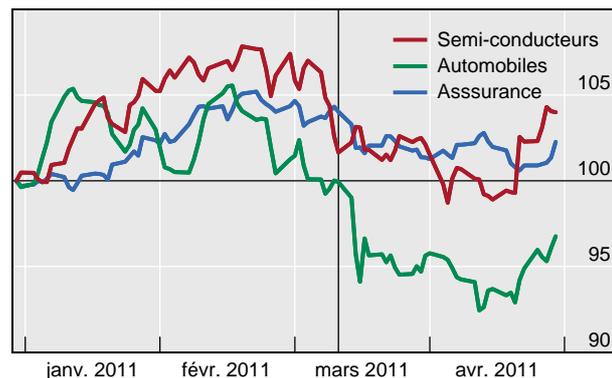
## Indices boursiers MSCI

En monnaie locale ; fin décembre 2010 = 100

Par région



Indices sectoriels mondiaux<sup>1</sup>



Trait vertical : jour où le séisme a frappé le Japon.

<sup>1</sup> Par rapport à l'indice MSCI Global.

Source : Datastream.

Graphique B