

Vue d'ensemble – Les espoirs de stabilisation ravivent le goût du risque

Entre fin février et fin mai 2009, divers éléments ont fait naître l'espoir que le pire de la crise financière et du repli économique était passé, ravivant le goût du risque chez les investisseurs. Il en est résulté une forte hausse des cours des actions, un resserrement des primes de risque et une baisse de la volatilité implicite. Le fait que les principaux indicateurs économiques se maintenaient à des niveaux extrêmement bas n'a pas contrarié cette poussée d'optimisme. L'attention des investisseurs s'est plutôt portée vers les premiers signes montrant que la détérioration des conditions économiques s'atténuait, tandis que la confiance se trouvait renforcée par l'intensification des mesures de lutte contre la crise et l'annonce de résultats meilleurs que prévu.

Les initiatives des autorités ont largement contribué à cette amélioration du moral des investisseurs. Ainsi, la publication d'informations détaillées sur les plans de sauvetage des banques mis en place aux États-Unis et au Royaume-Uni a apaisé les incertitudes, de même que les résultats des tests de résistance auxquels la Réserve fédérale a soumis les banques américaines. Ces résultats ont conduit, en particulier, à une réduction des primes de risque qui leur sont appliquées. En outre, les investisseurs ont été confortés, dans un premier temps, par de nouvelles mesures de relance budgétaire et par l'action coordonnée annoncée à la suite du sommet du G 20, en avril.

Par ailleurs, les banques centrales ont poursuivi leur assouplissement des conditions monétaires. Outre une réduction du taux directeur – lorsque cela était encore possible – certaines ont innové avec des mesures non conventionnelles, notamment un renforcement de l'assouplissement du crédit et des achats d'encours importants d'obligations d'État. Si ces initiatives ont, dans un premier temps, provoqué une baisse des rendements, les taux longs se sont globalement orientés à la hausse sur la période, le regain de goût pour le risque atténuant la recherche de la sécurité auprès des titres d'État. Les préoccupations croissantes suscitées par l'alourdissement de l'endettement public ont également contribué à cette hausse, en particulier en fin de période. Parallèlement, les points morts d'inflation à long terme ont augmenté, reflétant peut-être les interrogations des investisseurs au sujet des implications inflationnistes de l'expansion continue des engagements publics.

En dépit du redressement des marchés, les conditions sur de nombreux segments demeuraient, fin mai, assez éloignées de la situation qui prévalait

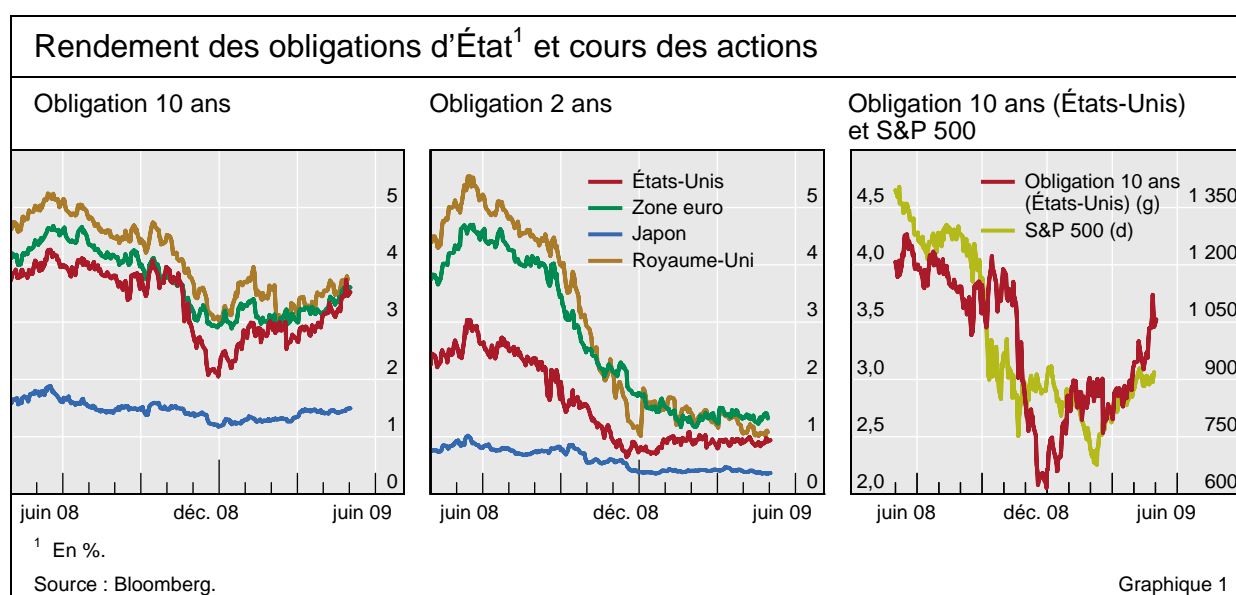
avant la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. C'était le cas des marchés d'actions, dont les indices restaient, même après les fortes hausses récentes, inférieurs de 20–30 % à leurs niveaux de mi-septembre. Quant aux marchés de la dette, où les primes de risque se sont nettement réduites par rapport aux points hauts de début 2009, ils n'avaient généralement pas totalement retrouvé leurs valeurs antérieures. Les primes des obligations à risque et des CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) souverains, en particulier, étaient toujours nettement plus élevées. Toutefois, sur l'interbancaire, qui avait subi les dysfonctionnements les plus sérieux après la chute de Lehman Brothers, les conditions n'ont cessé de s'améliorer et, fin mai, les principales primes sur le marché monétaire étaient revenues aux niveaux qu'elles occupaient auparavant.

La qualité étant moins recherchée, les rendements obligataires augmentent

Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'État à long terme ont fortement augmenté entre fin février et fin mai 2009, sous l'effet de deux facteurs : les espoirs de voir la détérioration de l'économie mondiale se ralentir et les préoccupations causées par l'accroissement des déficits budgétaires. L'obligation 10 ans du Trésor américain a gagné près de 45 pb, pour s'établir à environ 3,45 %, alors que, dans la zone euro et au Japon, le titre correspondant a progressé respectivement de quelque 45 pb et 20 pb, s'inscrivant autour de 3,60 % et 1,50 % (graphique 1, cadre de gauche). Dans le même temps, le compartiment à court terme n'a guère évolué, en raison d'anticipations de relative stabilité des taux directeurs dans un avenir proche (graphique 1, cadre du milieu). De ce fait, la pentification des courbes des rendements s'est nettement accentuée.

La remontée des rendements à long terme s'est essentiellement appuyée sur la perception croissante, par les investisseurs, que le pire de la crise financière et du repli économique était peut-être passé. Comme d'autres

Remontée des rendements sur fond d'espoirs de reprise...



marchés l'ont montré – ceux des actions en particulier –, cet espoir a ravivé le goût pour le risque. À la faveur d'une demande accrue d'actifs à risque, les pressions provoquées par la recherche de qualité et de liquidité ont commencé à s'atténuer sur les marchés des obligations d'État, favorisant la hausse des rendements. De la même manière, cette tendance s'est accentuée en mars lors du renchérissement des actions (graphique 1, cadre de droite).

...alimentée
par l'action
des autorités...

Les investisseurs ont puisé cet optimisme dans les mesures annoncées par différentes autorités pour renforcer la confiance ainsi que dans des données macroéconomiques moins mauvaises qu'on ne le redoutait. Les éléments particulièrement encourageants ont été la publication d'informations détaillées sur le Plan britannique de protection des actifs et sur le Programme d'investissement public-privé (*Public-Private Investment Program*, PPIP) aux

Principaux événements, février-mai 2009 – Économies avancées	
26 février	Les autorités britanniques apportent £13 milliards de liquidité supplémentaire à RBS et en assurent les actifs à hauteur de £325 milliards dans le cadre du système de couverture des actifs bancaires (<i>Asset Protection Scheme</i>).
3 mars	La Réserve fédérale annonce la mise en place de la TALF (<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i>), conçue pour accorder jusqu'à \$200 milliards de prêts.
5 mars	La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 50 pb, à 0,5 %, et annonce son programme d'acquisition d'actifs (<i>Asset Purchase Facility</i>), d'un montant de £75 milliards. La BCE réduit de 50 pb (à 1,5 %) son taux des opérations principales de refinancement.
7 mars	Lloyds Banking Group participe à l' <i>Asset Protection Scheme</i> afin d'assurer £260 milliards d'actifs.
10 mars	Une note interne de Citigroup laisse penser que la banque va enregistrer ses meilleurs résultats depuis plus d'une année.
12 mars	La Banque nationale suisse intervient sur les changes. S&P abaisse la note de General Electric.
18 mars	La Réserve fédérale annonce un programme visant à acheter jusqu'à \$300 milliards de valeurs du Trésor à long terme et à accroître ses acquisitions de titres de dette et de MBS des agences fédérales. La Banque du Japon porte de ¥16 800 à ¥21 600 milliards le volume annuel de ses achats de fonds d'État japonais. Unicredit sollicite l'aide des autorités autrichiennes et italiennes.
23 mars	Le Secrétaire américain au Trésor dévoile les détails du programme d'investissement public-privé (PPIP).
2 avril	Sommet du G 20. La BCE réduit de 25 pb (à 1,25 %) son taux des opérations principales de refinancement.
6 avril	HSBC collecte un montant record de £12,5 milliards par émission de droits de souscription.
7 avril	L'Irlande annonce son intention de créer une structure de défaillance, la National Asset Management Agency, qui gèrera les créances compromises des banques.
9 avril	Wells Fargo anticipe un bénéfice record au premier trimestre. Le Japon dévoile un programme de relance budgétaire de ¥15 400 milliards.
15 avril	UBS prévoit une perte importante au premier trimestre (CHF 2 milliards environ).
20 avril	Bank of America fait état d'un bénéfice de \$4,2 milliards au premier trimestre, en même temps qu'une augmentation de ses provisions.
22 avril	Morgan Stanley déclare, pour le premier trimestre, une perte de \$578 millions.
28 avril	BBVA déclare, pour le premier trimestre, un bénéfice net en recul de 14,2 % d'une année sur l'autre.
30 avril	Chrysler LLC se place sous la protection du Chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.
7 mai	Les autorités américaines publient les résultats des tests de résistance auxquels les banques ont été soumises. La Banque d'Angleterre augmente de £50 milliards, à £125 milliards, son <i>Asset Purchase Facility</i> . La BCE abaisse son taux des opérations principales de refinancement de 25 pb, à 1 %, et annonce son intention d'acquérir des obligations sécurisées pour €60 milliards environ.
21 mai	S&P révisé (de « perspective stable » à « perspective négative ») la note AAA du Royaume-Uni.

Sources : Bloomberg ; *Financial Times* ; *The Wall Street Journal*.

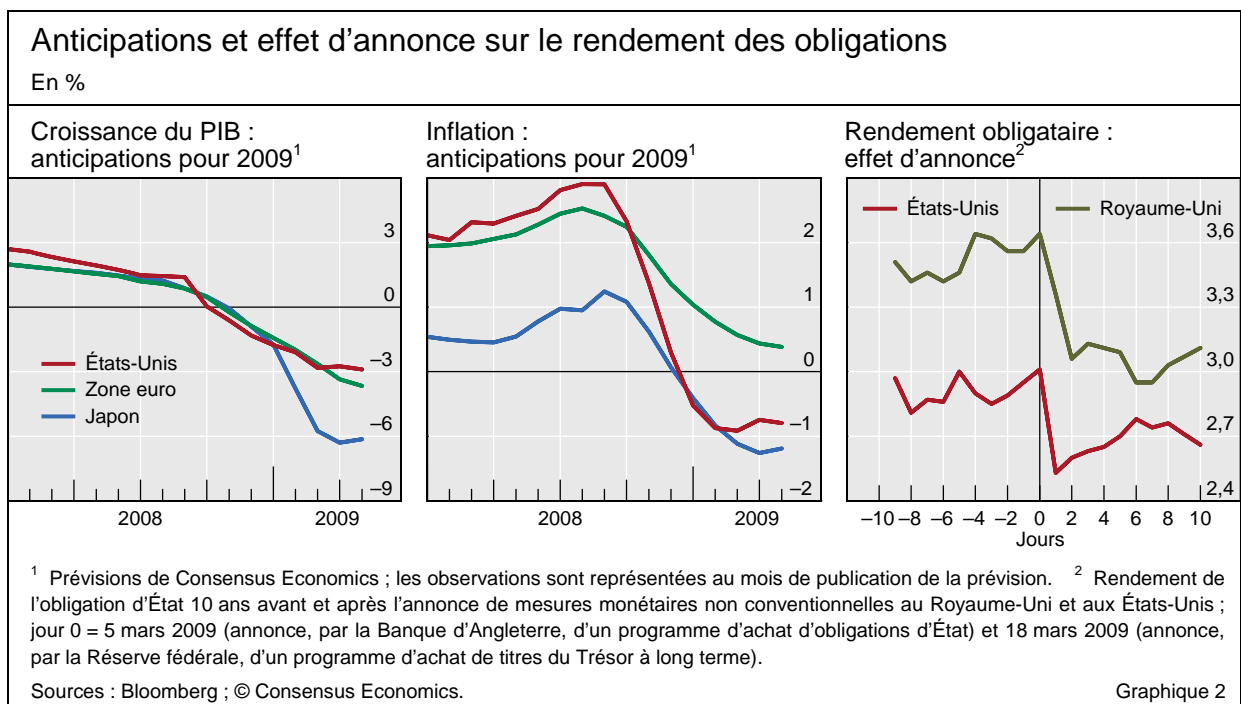
Tableau 1

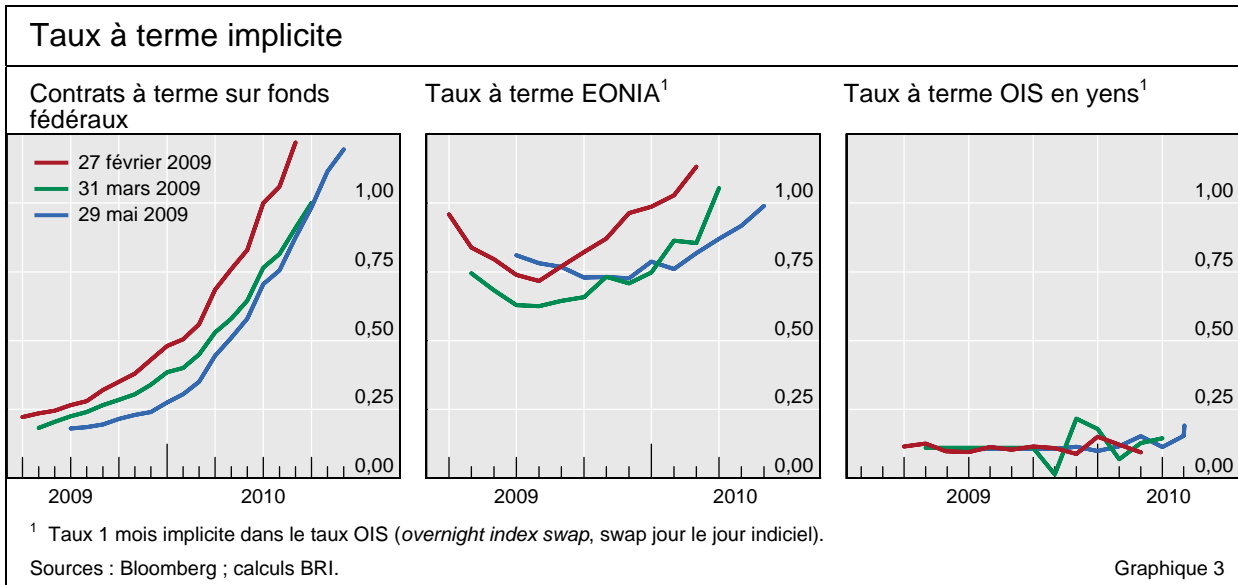
États-Unis, le sommet du G 20 à Londres, début avril, et les résultats des tests de résistance des banques américaines (tableau 1).

Les données macroéconomiques publiées ont été, en fait, moins mauvaises que prévu, surtout pour les États-Unis, malgré une contraction de 6,1 %, en rythme annuel, du PIB au premier trimestre. Ainsi, l'accélération des pertes d'emploi dans les secteurs non agricoles s'est interrompue : si les résultats sont restés médiocres en avril (539 000 emplois détruits), ils ont été néanmoins supérieurs aux attentes, grâce notamment à une importante augmentation ponctuelle de l'emploi public. Des indicateurs plus prospectifs, tels que les enquêtes sur la confiance des entreprises et des consommateurs, sont remontés de leurs niveaux très bas. Des signes de stabilisation ont également été perçus dans la zone euro, avec une amélioration de la confiance des ménages et un rebond de l'indice allemand ifo. Au Japon, en revanche, peu d'indices positifs ont été relevés. Ce tableau d'ensemble a été corroboré par les données sur les anticipations de croissance : en dépit d'une contraction prévue en 2009 dans les trois plus grandes économies, les révisions récentes font généralement apparaître des signes de stabilisation (graphique 2, cadre de gauche).

...et des données économiques moins mauvaises

Au delà des mesures prises par les autorités du monde entier pour relancer l'économie, les banques centrales ont poursuivi leur assouplissement monétaire. Lorsque cela était encore possible, elles ont réduit davantage leur taux directeur. La BCE a abaissé son taux principal de refinancement de 100 pb au total en mars, avril et mai, au plancher historique de 1 %, et a ramené à 0,25 % celui de sa facilité de dépôt. La Banque d'Angleterre a diminué une nouvelle fois son taux directeur, de 50 pb en mars, à 0,5%, ce qui constitue, là aussi, un niveau historiquement bas. Aux États-Unis et au Japon, les taux, qui étaient déjà proches de zéro, sont demeurés inchangés. La tarification des contrats à terme sur instruments du marché monétaire dénotait





une large anticipation de ces décisions ainsi que d'un *statu quo* global pour les mois à venir (graphique 3).

Les banques centrales adoptent des mesures non conventionnelles...

Avec des taux directeurs proches de zéro dans de nombreuses économies, les grandes banques centrales ont annoncé et commencé à mettre en œuvre des mesures non conventionnelles afin de poursuivre l'assouplissement de leurs conditions monétaires (encadré et tableau 1). Le 5 mars, la Banque d'Angleterre précisait qu'elle procéderait à des injections directes de liquidité dans l'économie pour réaliser son objectif d'inflation : elle a effectué des achats, de l'ordre de £75 milliards (portés début mai à £125 milliards), d'obligations d'État et d'actifs du secteur privé. Renforçant le programme déjà en place destiné à améliorer les conditions sur les marchés de la dette, le 18 mars la Réserve fédérale américaine a fait part de son intention d'acquérir, au cours des six mois suivants, jusqu'à \$300 milliards de titres du Trésor à long terme. La Banque du Japon a élargi de ¥4 800 milliards par an son programme d'achats d'obligations d'État (voir l'étude de McCauley et Ueda dans le présent *Rapport trimestriel BRI*). Enfin, le 7 mai, la BCE a signalé qu'elle allait acheter des obligations sécurisées en euros émises dans la zone euro, pour un montant d'environ €60 milliards¹.

...qui poussent les rendements à la baisse...

Réagissant aussitôt à ces annonces d'achats de titres du Trésor, les rendements ont nettement baissé, en particulier au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 2, cadre de droite). Suite aux communiqués de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale, l'obligation d'État 10 ans a cédé près de 60 pb et 50 pb dans l'un et l'autre pays. Le même phénomène s'est produit dans la zone euro, dans l'anticipation croissante de mesures analogues de la part de la BCE. Cet effet modérateur n'a toutefois pas duré et les rendements à long terme sont repartis rapidement à la hausse. Si ce renversement de tendance est dû en grande partie à d'autres facteurs (*supra*), paradoxalement l'adoption de mesures monétaires non conventionnelles peut

...pendant quelque temps

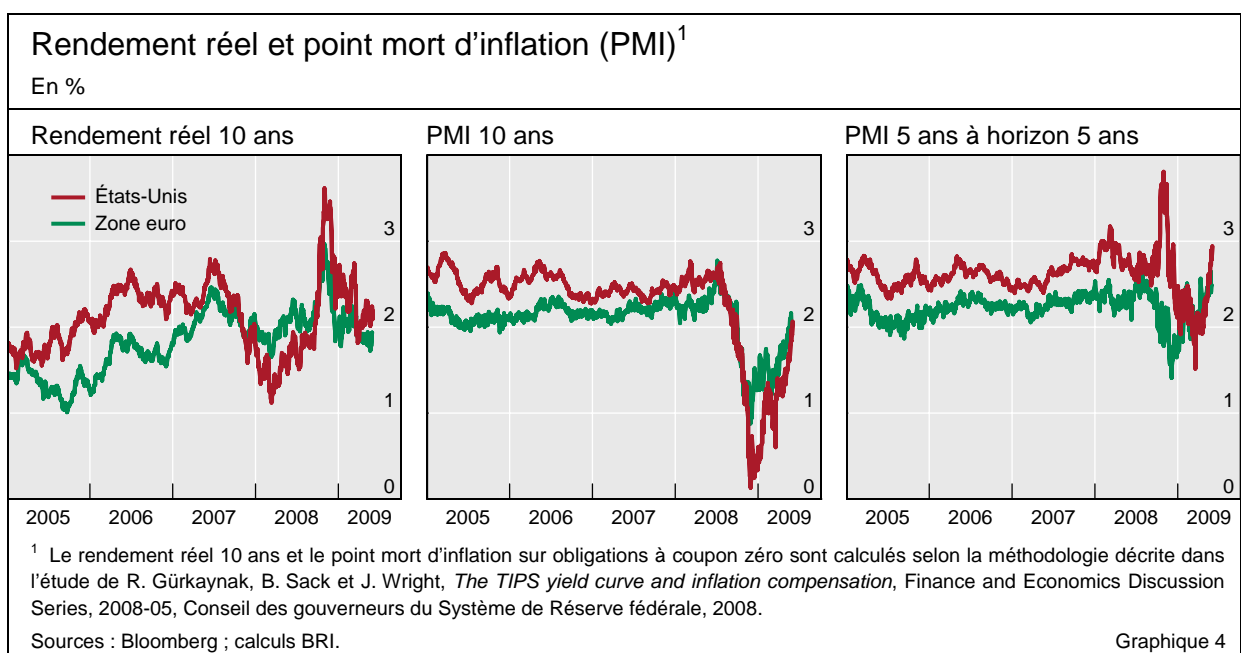
¹ Voir l'étude de Packer *et al.* sur les marchés d'obligations sécurisées publiée dans le *Rapport trimestriel BRI* de septembre 2007.

aussi avoir joué un rôle : elle a pu contribuer au regain de confiance des investisseurs et au retour du goût pour le risque, en réduisant les pressions exercées sur les marchés des obligations d'État par la quête de valeurs refuges.

Les préoccupations persistantes liées à l'offre de titres de la dette publique ont constitué un autre facteur de la hausse des rendements. La conjonction de vastes programmes de relance budgétaire, de plans de sauvetage financier et d'une baisse rapide des recettes fiscales a provoqué un accroissement généralisé des déficits publics et, partant, une intensification marquée des émissions d'obligations d'État. Comme les marchés paraissaient douter de plus en plus de la volonté des investisseurs d'absorber des volumes nettement plus importants, les rendements se sont tendus. De plus, l'ample détérioration des déficits a suscité des inquiétudes sur la viabilité des finances publiques et la capacité de certains gouvernements de faire face à leurs obligations accrues. L'augmentation réelle ou perçue du risque de crédit souverain qui en a résulté peut avoir conduit les investisseurs, dans certains cas, à exiger une rémunération plus élevée sur les titres de dette publique, amplifiant ainsi la hausse des rendements obligataires.

Les préoccupations suscitées par l'accroissement des déficits font monter les rendements

Le rôle prépondérant de ces facteurs a été souligné par la décision de Standard & Poor's, le 21 mai, d'abaisser à « négative » la perspective à moyen terme de la note souveraine AAA du Royaume-Uni. L'agence de notation a estimé que la dette publique britannique pourrait atteindre à moyen terme 100 % du PIB. Dès cette annonce, le rendement de l'obligation britannique 10 ans a augmenté d'environ 10 pb, la prime du CDS 5 ans gagnant 8 pb le jour même. Cette décision a également semblé pousser les rendements à la hausse dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis, les investisseurs réévaluant le risque d'une possible dégradation de la note de la dette souveraine d'autres grandes économies.

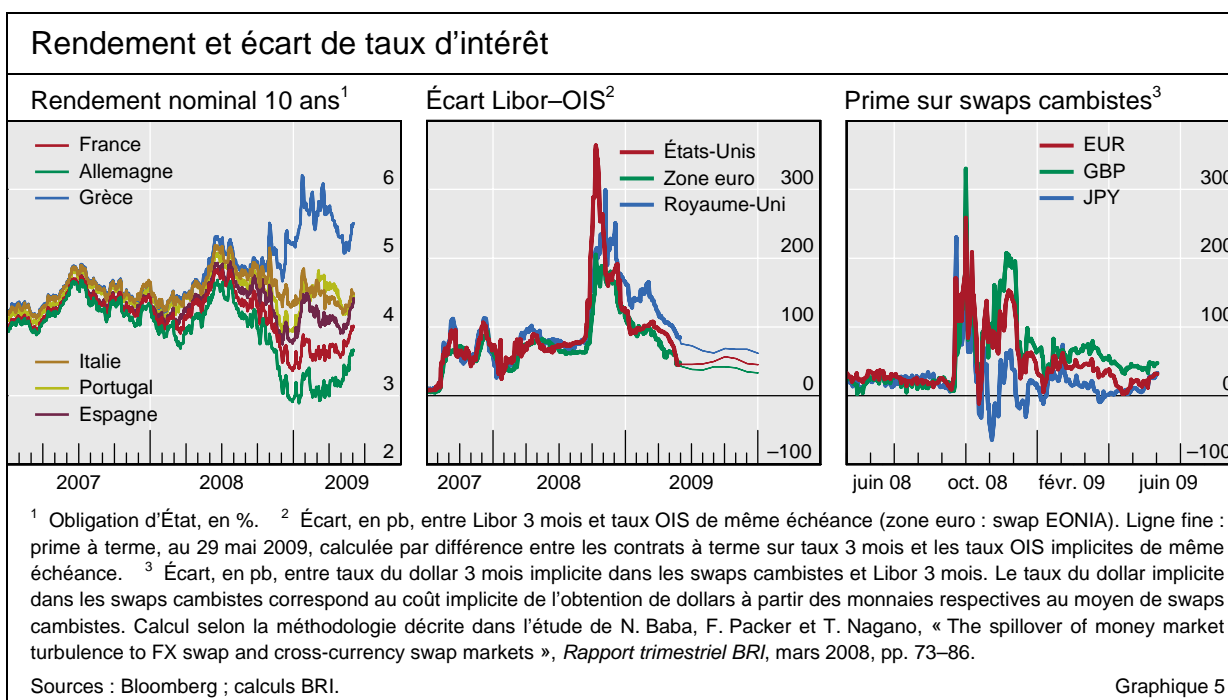


Remontée, à partir de niveaux extrêmement bas, des points morts d'inflation...

Alors que les conditions économiques inspiraient un optimisme prudent, les points morts d'inflation, qui étaient tombés à des niveaux extrêmement bas fin 2008, ont poursuivi leur remontée (graphique 4, cadre du milieu). Cette évolution peut traduire des anticipations d'une décélération ou d'un relâchement à court terme des pressions sur les prix à la consommation, ce qui cadre avec les prévisions d'inflation pour 2009 (graphique 2, cadre du milieu) et avec le rebond des prix de l'énergie. Toutefois, à l'instar de ce qui s'était produit, fin 2008, lorsque les points morts d'inflation avaient beaucoup baissé, d'autres facteurs expliquent sans doute leur récente ascension (voir l'encadré de la Vue d'ensemble de mars 2009), et notamment le reflux de la demande de liquidité en valeurs du Trésor (non indexées). Le repli des rendements en termes réels, probablement dû à la contraction des primes de liquidité sur les marchés des obligations indexées, a favorisé ce mouvement (graphique 4, cadre de gauche). Comme ces facteurs n'influencent généralement pas autant les taux à terme, le point mort d'inflation 5 ans à horizon 5 ans a donc augmenté un peu moins que le 10 ans (graphique 4, cadre de droite). La hausse sensible des points morts d'inflation à long terme pourrait cependant traduire un renforcement des préoccupations des investisseurs au sujet de l'alourdissement des engagements du secteur public, qu'ils estiment de nature à entraîner à terme une accélération de l'inflation.

...alors que le retour à la normale se poursuit sur d'autres marchés

Des signes d'amélioration sont également apparus progressivement dans d'autres compartiments. Ainsi, l'écart entre les rendements du *Bund* allemand et de l'obligation d'État des autres pays de la zone euro, qui n'avait quasiment pas cessé de s'élargir depuis mi-2008, a commencé à se resserrer (graphique 5, cadre de gauche). En l'absence de facteurs suggérant une convergence du risque de crédit souverain entre ces pays, le rétrécissement des écarts a semblé clairement lié à une liquidité de marché plus abondante et



à un goût retrouvé pour le risque. Les marchés interbancaires ont connu des évolutions de même nature. Les primes Libor–OIS et sur swaps cambistes, par exemple, ont continué de se réduire graduellement. Fin mai, elles étaient le plus souvent revenues à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la faillite de Lehman Brothers (graphique 5, cadres du milieu et de droite). La tarification des contrats à terme sur taux et des contrats sur OIS donne toutefois à penser que les progrès sur l'interbancaire devraient être modestes jusqu'à fin 2009.

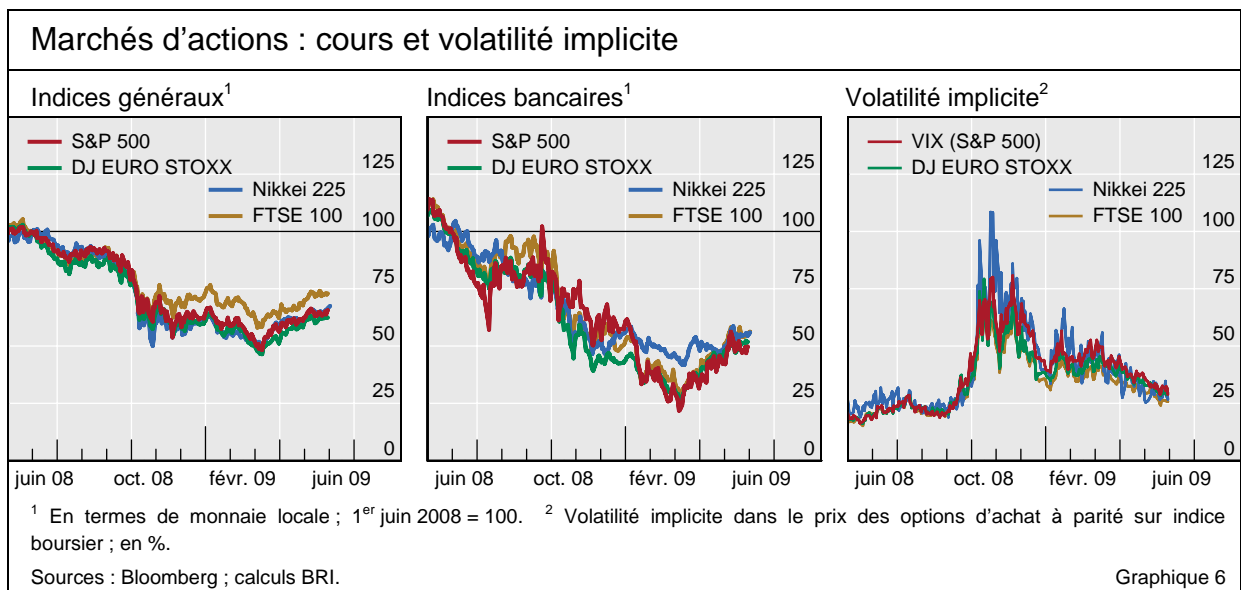
Remontée des cours des actions sur fond d'espoirs de stabilisation du secteur financier

La tendance s'est inversée sur les principaux marchés d'actions au cours de la période sous revue. La remontée des cours a commencé début mars et s'est prolongée jusqu'à fin mai, avec de brefs épisodes de doutes ou, par instants, des informations spécifiques négatives. Même si la plupart des données économiques ont continué à refléter l'atonie de l'activité, les marchés ont semblé se focaliser sur les signes montrant que les conditions économiques se détérioraient moins rapidement, voire se stabilisaient dans certains cas. Même les préoccupations, apparues fin avril, à propos de l'éventualité d'une pandémie de grippe n'ont pas entamé durablement la confiance. Entre fin février et fin mai 2009, le S&P 500 a progressé de 25 %, annulant toutes les pertes subies depuis le début de l'année. Au sein de la zone euro et au Japon, les grandes places boursières se sont aussi redressées dans des proportions similaires, tandis qu'au Royaume-Uni le FTSE 100 gagnait 15 % sur la même période (graphique 6, cadre de gauche).

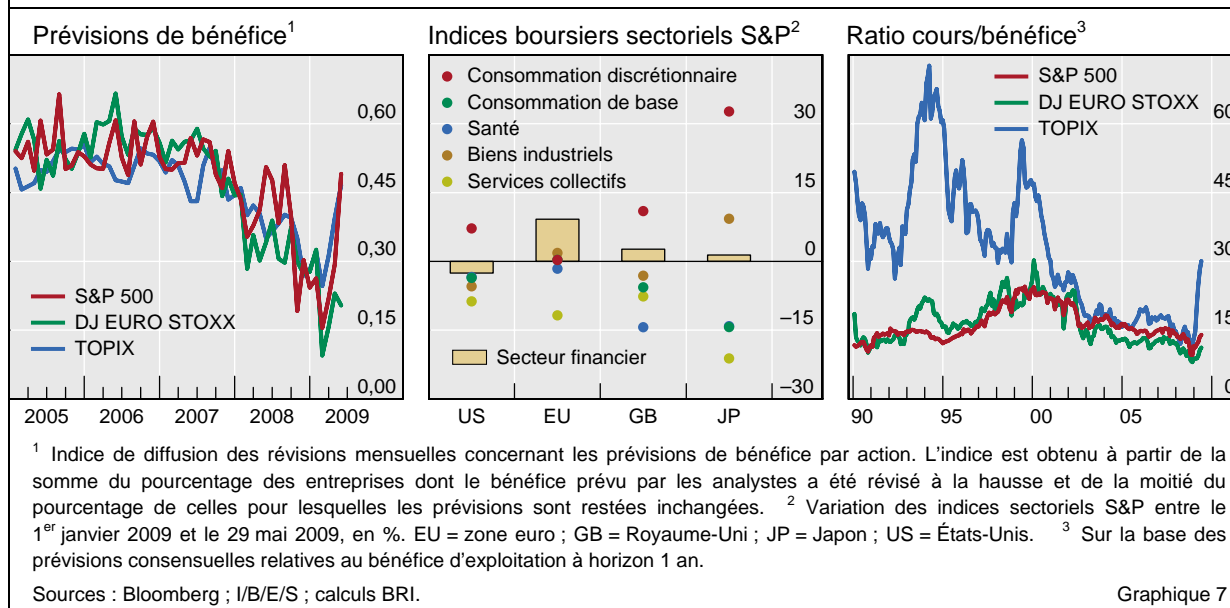
Retournement des marchés d'actions début mars

Les anticipations relatives aux résultats des entreprises, qui se sont améliorées en mars, ont favorisé la reprise des marchés d'actions (graphique 7, cadre de gauche). Les valeurs financières, en particulier, qui avaient été à l'origine du repli en début d'année, ont donné le ton. Les chiffres supérieurs aux attentes, pour le premier trimestre, de quelques grandes sociétés financières des deux côtés de l'Atlantique ont constitué des éléments

L'amélioration des résultats, surtout dans le secteur financier, favorise la hausse des cours



Bénéfice, cours des actions et ratio cours/bénéfice



tangibles d'une possible stabilisation du secteur (tableau 1). Les revenus d'intérêts ont été soutenus par la pentification des courbes des rendements et la hausse des primes de marché, tandis qu'un redémarrage du placement des titres de dette a nettement gonflé les revenus des banques, notamment pendant les premiers mois de l'année. Dans ce contexte, l'indice des établissements financiers du S&P 500, qui avait inscrit un creux de 17 ans, a regagné 96 % entre début mars et fin mai (graphique 6, cadre du milieu). Au Royaume-Uni et sur d'autres places européennes, les valeurs financières ont progressé dans le même temps de quelque 90 %. Un rebond, de moindre ampleur cependant, a aussi été constaté au Japon.

Des doutes subsistent au sujet de la rentabilité des banques...

Certaines questions se posent néanmoins au sujet de la qualité et du caractère durable de la rentabilité des banques. En premier lieu, les nouvelles directives américaines sur la comptabilisation aux prix de marché, mises en œuvre début avril (mais applicables avec effet rétroactif aux périodes de déclaration allant jusqu'au 15 mars 2009), peuvent avoir gonflé temporairement les chiffres du premier trimestre des banques américaines, qui bénéficient aujourd'hui d'une plus grande latitude pour déterminer la juste valeur de leurs actifs en l'absence d'un marché liquide ou dans un contexte de ventes précipitées de titres. Deuxièmement, la décision de quelques établissements aux États-Unis et en Europe, au second semestre 2008, de désigner comme actifs détenus jusqu'à échéance certains instruments auparavant déclarés dans leur portefeuille de négociation leur a permis de ne pas comptabiliser intégralement les moins-values dans leurs états financiers du premier trimestre 2009. Troisièmement, la forte hausse des commissions sur les émissions obligataires pourrait n'être que temporaire si cette activité venait à diminuer au cours des prochains mois. Enfin, et plus généralement, les anticipations de nouvelles pertes de crédit au cours des trimestres à venir demeurent véritablement une source de préoccupations.

Ces doutes expliquent que les marchés ont parfois réagi négativement à des annonces de résultats pourtant positifs. Ainsi, l'action Bank of America a lourdement chuté par rapport à l'indice sectoriel, le 20 avril, malgré des revenus nets de \$4,2 milliards au premier trimestre et un bénéfice dilué par action de 44 cents, contre \$1,2 milliard et 23 cents au premier trimestre 2008. En outre, plusieurs grands établissements financiers ont fait état de nouvelles pertes substantielles (UBS le 15 avril, Morgan Stanley le 22 avril ; tableau 1).

Quoi qu'il en soit, les efforts poursuivis par les autorités pour résoudre les difficultés du secteur financier ont permis d'atténuer quelque peu les incertitudes. Au Royaume-Uni, le Plan de protection des actifs mis en œuvre fin février a limité les risques de pertes pour les actionnaires. Avec ce dispositif, le Trésor du Royaume-Uni protège chaque établissement participant contre les pertes de crédit (au delà d'une tranche de première perte préalablement convenue) sur un ou plusieurs portefeuilles définis. Aux États-Unis, les marchés ont accueilli très positivement, le 23 mars, l'annonce fort attendue des modalités détaillées du nouveau PPIP. La publication, le 7 mai, des résultats des tests de résistance des banques a également apporté un certain réconfort. Dix des dix-neuf établissements concernés nécessitent, au total, des apports de fonds propres à hauteur de \$74,6 milliards pour couvrir leurs pertes potentielles jusqu'à fin 2010, selon le scénario le plus sombre. Ce besoin de recapitalisation ne semblant pas poser de difficultés, les valeurs financières se sont inscrites en hausse (*infra*, section consacrée aux marchés de la dette). L'amélioration des conditions sur les marchés d'actions a également permis aux banques de lever plus aisément du capital : Morgan Stanley et Wells Fargo ont ainsi émis, dès le 8 mai, pour plus de \$12 milliards d'actions ordinaires. Les jours suivants, plusieurs autres banques, même parmi celles dont les tests indiquaient une capitalisation adéquate, ont aussi annoncé qu'elles placeraient des actions ordinaires (par émission ou conversion d'actions privilégiées) et rembourseraient les apports de fonds publics.

L'atténuation des inquiétudes dans le secteur financier s'est traduite par une modération de la volatilité implicite des options sur actions (graphique 6, cadre de droite). Ainsi, l'indice VIX, qui avait dépassé 40 points le 8 avril, est retombé en-dessous de 30 le 19 mai, pour la première fois depuis l'effondrement de Lehman Brothers. Il a toutefois cessé de baisser en fin de mois.

En dehors des valeurs financières, les cours des actions dans d'autres secteurs cycliques, biens industriels et de consommation notamment, sont également repartis à la hausse pendant la période examinée. En revanche, ceux des actions des entreprises actives dans des secteurs non cycliques, comme les produits de consommation courante, la santé et les services collectifs, ont continué de se replier depuis le début de l'année, plus particulièrement au Japon (graphique 7, cadre du milieu). Globalement, les ratios cours/bénéfice ont augmenté, mais ils demeurent à de faibles niveaux par référence aux deux décennies passées (graphique 7, cadre de droite).

...mais les incertitudes sur la stabilité du secteur financier semblent s'atténuer

Retour de la volatilité implicite vers les niveaux d'avant la faillite de Lehman Brothers

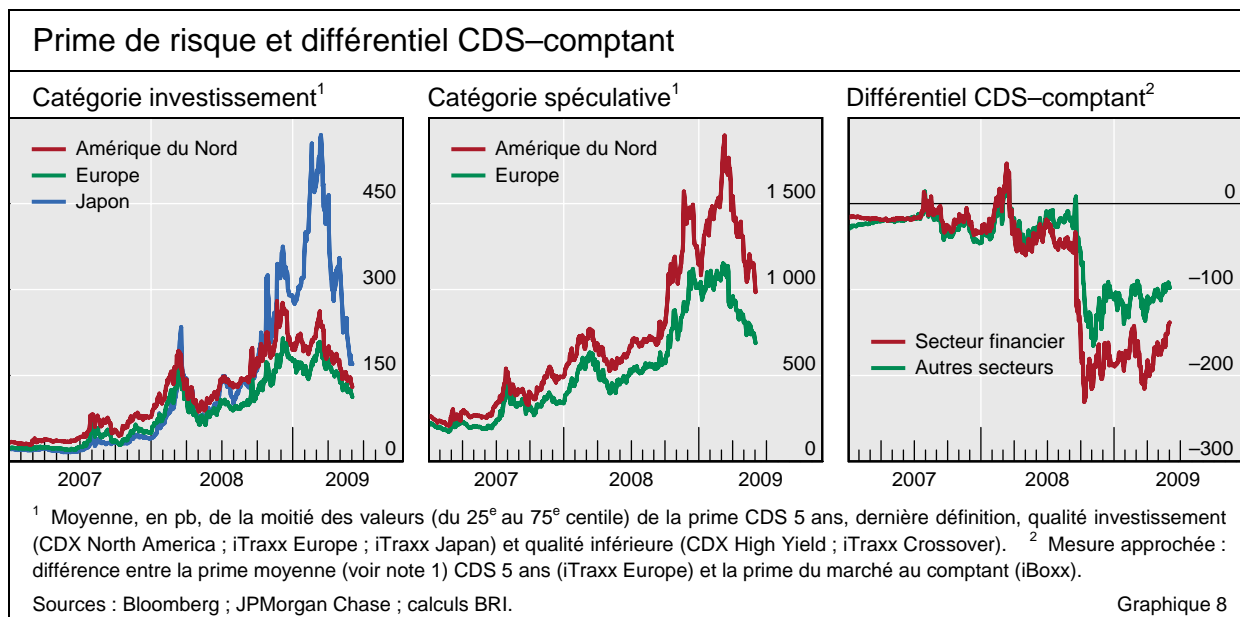
Les marchés de la dette en quête de stabilisation

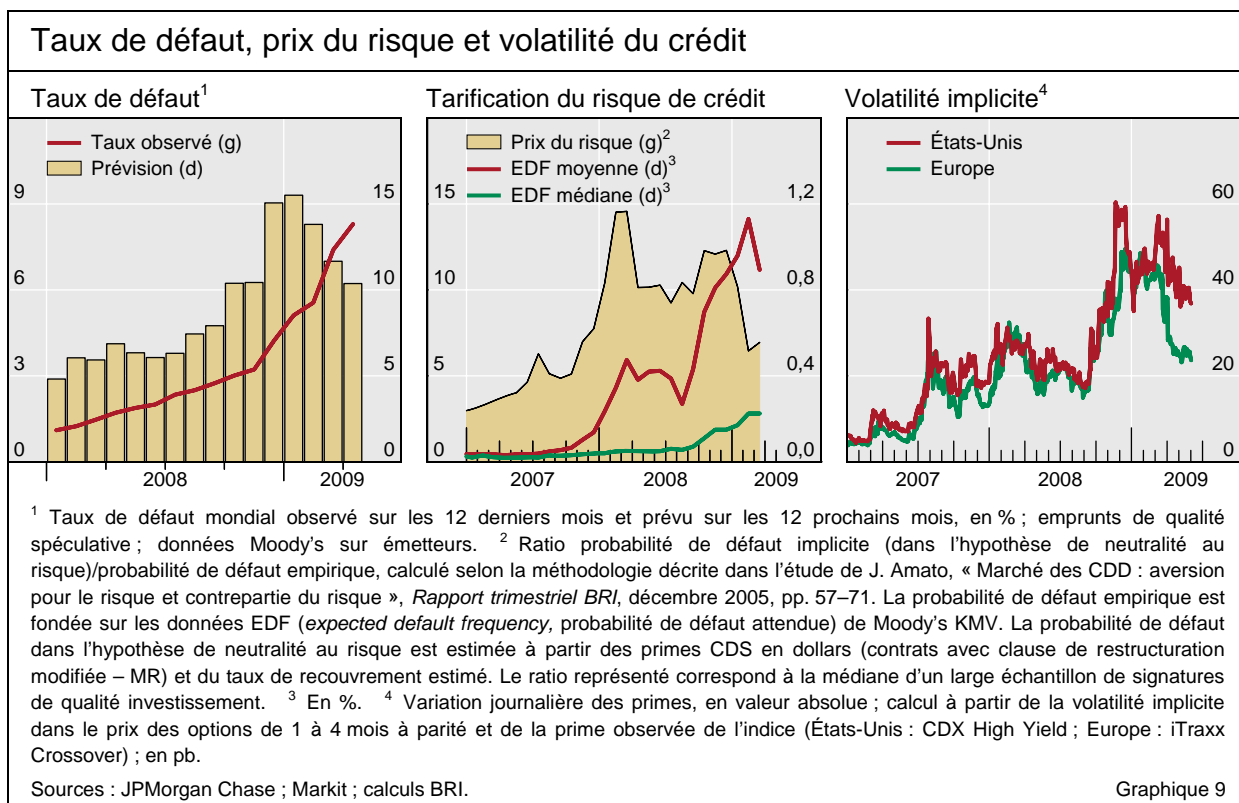
Renouveau des marchés de la dette dans le sillage du rebond des cours des actions

Dans le sillage du rebond des cours des actions, les marchés de la dette ont connu un renouveau de mi-mars à fin mai, sous l'effet du regain de confiance des investisseurs suscité par les nouvelles mesures des autorités et les signes de stabilisation du système financier (*supra*, sections relatives aux obligations d'État et aux marchés d'actions). Les primes de risque des banques américaines se sont nettement resserrées début mai, lorsque, avant la publication officielle des résultats, la teneur générale des tests de résistance a été connue. Les indicateurs de tolérance des investisseurs à l'égard du risque sont bien remontés au cours de la période examinée, en liaison avec les prévisions en baisse des taux de défaut futurs. Les primes sont cependant demeurées globalement plus élevées qu'avant la faillite de Lehman Brothers. De même, les volumes d'émissions ont été faibles, en particulier sur les marchés des ABS (*asset-backed securities*, titres adossés à des actifs) et du papier commercial.

Les primes sur les titres de qualité inférieure, qui avaient atteint un sommet historique début mars, ont davantage diminué que celles de la catégorie investissement au cours de la période (graphique 8, cadres de gauche et du milieu). Cette évolution a reflété en partie l'amélioration des perspectives de défaut : les taux effectifs de défaut, très faibles début 2008, ont continué de s'aggraver, mais les prévisions de marché ont commencé à s'inverser début 2009, à la faveur de données économiques et d'annonces de résultats moins mauvais que prévu (graphique 9, cadre de gauche). Le rétrécissement des primes a coïncidé également avec une amélioration des indicateurs de tolérance des investisseurs envers le risque. La volatilité implicite dans les options sur indice CDS, en Europe en particulier, a chuté au deuxième trimestre, traduisant la diminution des incertitudes sur les évolutions à court terme des primes de risque (graphique 9, cadre de droite). En outre, une estimation de cette tolérance sur les marchés de la dette, calculée sous forme de ratio entre probabilités de défaut implicites (dans l'hypothèse de neutralité au risque) et probabilités de

Retour de la tolérance à l'égard du risque...





défaut empiriques des émetteurs de titres de catégorie investissement, a fait ressortir une nette amélioration début 2009 (graphique 9, cadre du milieu).

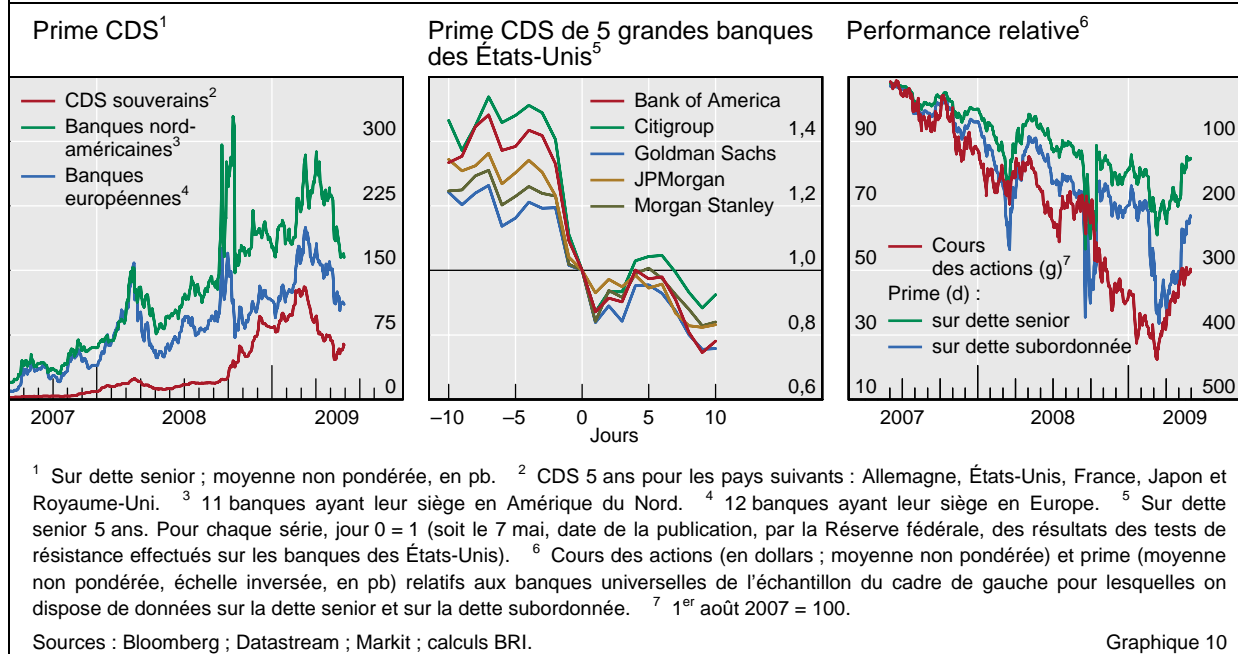
Fin mai, la prime de l'indice américain CDX 5 ans pour la catégorie haut rendement s'était notablement contractée, cédant quelque 820 pb par rapport à son sommet d'environ 1 900 pb début mars (graphique 8, cadre du milieu). Elle reste, malgré tout, à un niveau bien plus élevé qu'avant la faillite de Lehman Brothers. Pour la catégorie investissement, la prime s'était réduite d'à peu près 125 pb, à 138 pb, ce qui correspond en gros à sa valeur d'avant la faillite (graphique 8, cadre de gauche). Quant aux indices CDS européens, leurs primes se sont également beaucoup resserrées, surtout pour les signatures de moins bonne qualité. Au Japon, celles des émetteurs de qualité, qui s'étaient sensiblement élargies jusqu'à début mars, en raison notamment d'une rapide détérioration des données économiques, se sont rétrécies de 395 pb par rapport à leur point haut enregistré alors, pour s'établir à 175 pb.

En dépit de l'amélioration générale des conditions sur les marchés de la dette, le différentiel CDS/comptant pour les principaux indices, c'est-à-dire l'écart de prime entre contrats CDS et obligations correspondantes sur le marché au comptant, ne s'est que modestement amélioré à partir de début mars et est resté largement négatif (graphique 8, cadre de droite). On peut donc penser que des opportunités d'arbitrage potentiellement importantes n'ont pas été mises à profit à cause de dysfonctionnements du marché.

...mais avec une persistance des dysfonctionnements

Les primes du secteur financier, notamment sur les tranches subordonnées des principales banques, ont fortement diminué à compter de mi-mars, en liaison avec le redressement des cours des actions (graphique 10, cadre de droite). Cependant, les préoccupations tenaces concernant la qualité et la viabilité de la rentabilité des banques ont continué d'affecter les

Indicateurs du secteur financier



établissements américains davantage sur leur dette que sur leurs actions, en dépit de différents apports de capital dépassant au total \$900 milliards depuis le troisième trimestre 2007 (*supra*, section sur les marchés d'actions). Ces primes sont demeurées importantes jusqu'au début de mai, reflétant essentiellement les incertitudes liées à l'issue des tests de résistance (graphique 10, cadre de gauche). Puis, sous l'effet de la teneur générale des résultats, connue avant même leur publication officielle, le 7 mai, elles se sont nettement contractées (graphique 10, cadres de gauche et du milieu). Celles des banques européennes n'ont cessé de diminuer sur la période.

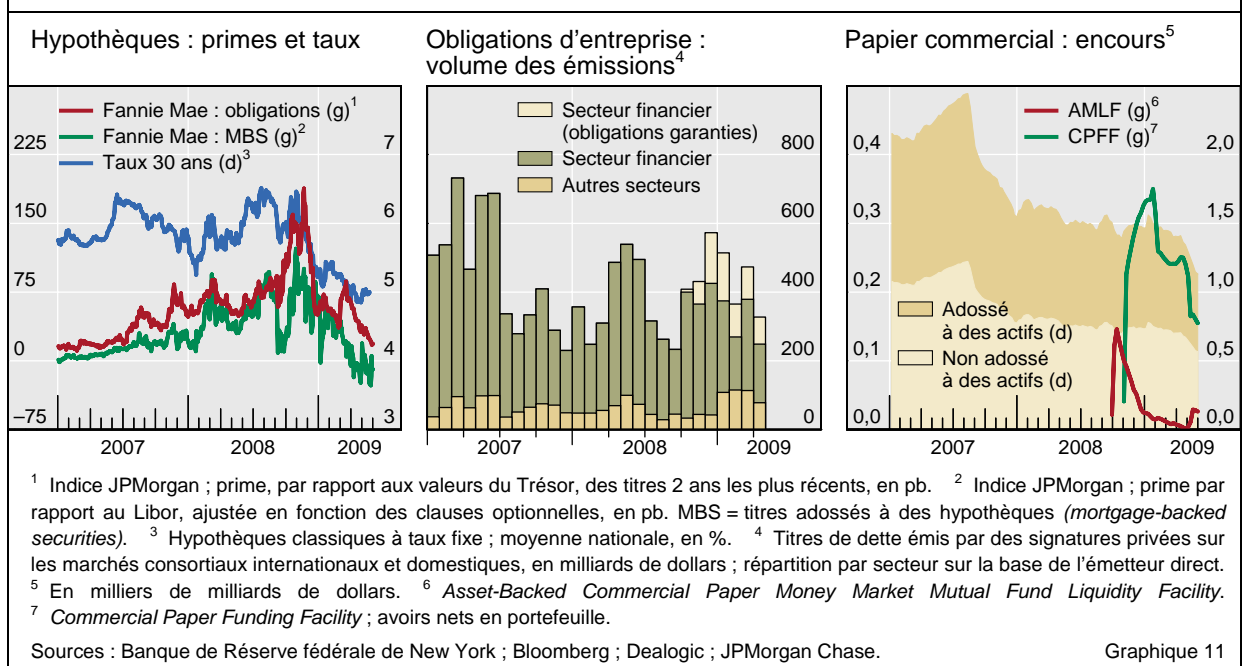
Contraction des primes des banques américaines grâce aux résultats des tests de résistance

Au cours de la période analysée, les autorités ont annoncé de nouvelles mesures concernant les marchés de la dette et d'autres marchés connexes (tableau 1 ; *supra*, section relative aux obligations d'État). Le 3 mars, la Réserve fédérale a mis en place la facilité de financement TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*), en vue d'accorder des prêts, à hauteur de \$200 milliards, à des détenteurs éligibles de titres ABS notés triple A adossés à des prêts automobiles et des encours de cartes de crédit, des prêts étudiants et des concours aux PME. Le 18 mars, outre les plans d'achats de valeurs du Trésor, la Réserve fédérale faisait connaître son intention d'acquérir \$750 milliards supplémentaires de MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) et d'intensifier ses achats de titres de dette des agences fédérales à concurrence d'un montant pouvant aller jusqu'à \$100 milliards. En Europe, la Banque d'Angleterre annonçait, le 5 mars, des acquisitions de titres du secteur privé et, le 7 mai, la BCE signifiait son intention d'acquérir des obligations sécurisées.

L'action des autorités joue en faveur de la stabilisation...

Le rôle de l'action des autorités dans la stabilisation du système financier est clairement apparu, en particulier, dans la tarification des instruments américains sur les marchés des hypothèques et de la titrisation. Les taux des crédits hypothécaires classiques à 30 ans ont ainsi continué à baisser, à

États-Unis : hypothèques, obligations d'entreprise et papier commercial



quelque 5 % (graphique 11, cadre de gauche). Les emprunteurs éligibles en ont profité de plus en plus pour se refinancer à des taux plus faibles. Les primes sur les titres hypothécaires des agences américaines, qui étaient en baisse depuis fin novembre 2008, après que la Réserve fédérale eut annoncé qu'elle achèterait de tels titres, ont inscrit un plancher historique fin mai (graphique 11, cadre de gauche). Les marchés des ABS adossés à des prêts à la consommation ont connu une évolution similaire. Cependant, les données de la SIFMA (*Securities Industry and Financial Markets Association*) montrent que les émissions totales d'ABS aux États-Unis ont chuté de plus de 70 % en un an, à moins de \$15 milliards au premier trimestre 2009, alors que, dans le même temps, les opérations relatives aux produits hypothécaires se sont bien moins contractées (quelque 6 %), à \$366 milliards.

L'atonie a continué de caractériser d'autres marchés également. Sur les marchés primaires, les émissions brutes de titres consortiaux non garantis des sociétés financières ont fortement diminué en avril, régressant de plus de 60 % en rythme annuel, à \$156 milliards, alors que celles des entreprises non financières ont progressé d'environ 11 % (graphique 11, cadre du milieu). Pour le papier commercial, en outre, la stagnation de l'activité s'est confirmée, les encours totaux se situant à quelque \$1 300 milliards fin mai, niveau qui ramène à fin 2004 (graphique 11, cadre de droite).

Les mesures prises par les autorités ont continué de répondre aux besoins de liquidité sur ce marché, mais dans une moindre mesure. Les avoirs en papier commercial au titre de la facilité CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) de la Réserve fédérale se sont de nouveau contractés, revenant de quelque \$240 milliards, fin février, à environ \$150 milliards fin mai, en raison de l'atténuation des tensions sur l'ensemble du marché monétaire (graphique 11, cadre de droite ; *supra*, section consacrée aux obligations d'État). En revanche, le recours à la facilité AMLF (*Asset-backed Commercial*

...mais les émissions d'ABS restent en retrait

Stagnation pour les marchés des titres de dette et du papier commercial

Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) de la Réserve fédérale a atteint un pic début mai, à \$29 milliards, niveau enregistré pour la dernière fois en décembre 2008. Cet engouement faisait suite à la décision de Standard & Poor's, début mai, de placer sous surveillance négative la notation de plus de vingt établissements financiers américains, la banque centrale ayant, fin avril, retiré de la liste des sûretés éligibles le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) noté A1, F1 et P1, s'il est placé sous surveillance négative.

Les économies émergentes soutenues par les engagements multilatéraux

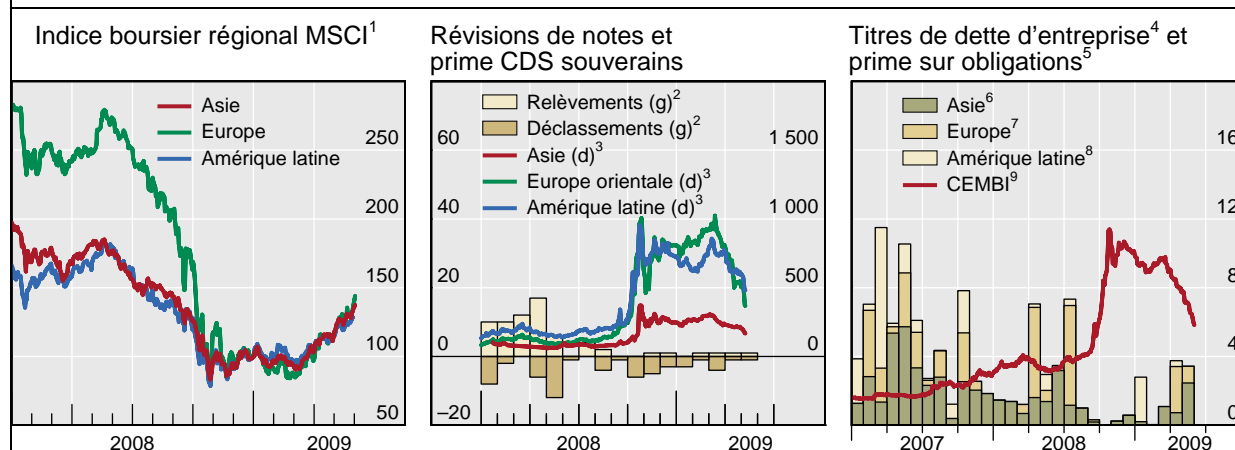
Regain d'appétence des investisseurs pour les marchés émergents

Les investisseurs ont également retrouvé leur appétence pour les marchés émergents. Entre fin février et fin mai 2009, l'indice boursier MSCI marchés émergents a progressé de 38 %, soit 15 points de pourcentage de plus que l'indice MSCI World pour les économies avancées. La même surperformance se retrouve sur les marchés de la dette : fin mai, la prime souveraine était retombée, pour de nombreuses économies émergentes, près du niveau qu'il occupait juste avant la faillite de Lehman Brothers, ne le retrouvant toutefois que dans quelques cas (Malaisie, Philippines, Thaïlande et Turquie, pour les CDS 5 ans).

Détente en Europe émergente

Le redressement le plus spectaculaire s'observe pour l'Europe, qui avait connu d'importants désengagements en janvier-février. L'indice MSCI EM Europe orientale (actions hongroises, polonaises, russes et tchèques) a gagné 58 % entre fin février et fin mai, contre 43 % et 32 % respectivement pour les indices Asie et Amérique latine (graphique 12, cadre de gauche). La détente s'est aussi manifestée par une remontée des monnaies de la région et par un

Économies émergentes : indicateurs



¹ En termes de monnaie locale ; 31 décembre 2008 = 100. ² Révisions de notes, par mois, des titres souverains à long terme en monnaie locale et en devises. ³ Moyenne (en pb), pondérée par les PIB et PPA de 2005, des primes CDS de signatures souveraines pour les groupes de pays/d'économies suivants : Asie = Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde et Singapour ; Europe orientale = Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Ukraine ; Amérique latine = Argentine, Brésil, Colombie, Mexique et Pérou. ⁴ Titres de dette sur les marchés consortiaux internationaux (hors actions privilégiées) ; émissions des entreprises non financières ; annonces, en milliards de dollars. ⁵ En %. ⁶ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines et Singapour. ⁷ Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. ⁸ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁹ CEMBI = Corporate Emerging Markets Bond Index.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; Dealogic ; JPMorgan Chase ; Markit ; Standard & Poor's ; calculs BRI.

Graphique 12

rétrécissement notable des primes souveraines (graphique 12, cadre du milieu). Cela peut s'expliquer principalement par l'engagement de l'Union européenne d'apporter son appui aux pays membres en cas de besoin et par les déclarations des responsables des trois banques centrales concernées (tableau 2).

Principaux événements, février–mai 2009 – Économies émergentes	
23 février	Déclarations des banques centrales de Hongrie, de Pologne et de République tchèque.
27 février	Un groupe d'investisseurs et de bailleurs de fonds multilatéraux dévoile un programme de soutien de €24,5 milliards aux systèmes bancaires d'Europe centrale et orientale. L'Indonésie place \$3 milliards d'obligations souveraines (en deux tranches), la plus importante émission en Asie (hors Japon) depuis novembre 2003.
1 ^{er} mars	Sommet de l'UE : les gouvernements s'engagent à aider les États d'Europe orientale, au cas par cas, en respectant les règles du marché unique.
5 mars	Le Premier ministre chinois déclare que son pays atteindra son objectif de croissance (8 %) en 2009, mais n'annonce aucune nouvelle dépense supplémentaire par rapport au programme d'investissement de CNY 4 000 milliards présenté en novembre.
11 mars	Les banques centrales de Chine et du Bélarus annoncent la conclusion d'un accord bilatéral de swap pour une durée de 3 ans et un montant de CNY 20 milliards/BYR 8 000 milliards. C'est le 4 ^e accord de ce genre conclu par la banque centrale de Chine depuis décembre 2008.
12 mars	Les monnaies d'Europe centrale s'apprécient fortement par rapport au franc suisse.
23 mars	Les banques centrales de Chine et d'Indonésie annoncent la conclusion d'un accord bilatéral de swap pour une durée de 3 ans et un montant de CNY 100 milliards/IDR 175 000 milliards.
24 mars	Le Conseil d'administration du FMI approuve un remaniement majeur des instruments de prêt de l'organisation, comprenant notamment la création d'une nouvelle Ligne de crédit flexible (LCF).
25 mars	Le Conseil d'administration du FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec la Hongrie, ce qui permet le décaissement immédiat de DTS 2,11 milliards (quelque €2,35 milliards). La Roumanie annonce qu'elle recevra d'organismes multilatéraux un soutien financier de €20 milliards.
29 mars	Les banques centrales de Chine et d'Argentine signent une convention en vue de l'établissement d'un accord bilatéral de swap (officiellement annoncé le 2 avril) pour une durée de 3 ans et un montant de CNY 70 milliards/ARS 38 milliards.
1 ^{er} avril	Le Mexique est le premier pays à manifester de l'intérêt pour la nouvelle LCF du FMI ; une facilité de \$47 milliards à 1 an sera approuvée le 17 avril. La Banque asiatique de développement (BAD) convient d'étendre son programme de financement des échanges commerciaux, en vue de fournir une aide pouvant atteindre \$15 milliards jusqu'en 2013.
2 avril	Le G 20 annonce un accord visant à distribuer \$850 milliards supplémentaires par l'intermédiaire du FMI et des banques multilatérales de développement, afin de soutenir la croissance dans les économies émergentes et le monde en développement.
3 avril	La Banque du Mexique annonce qu'elle va activer sa ligne de swap de \$30 milliards avec la Réserve fédérale des États-Unis et fournir, le 21 avril, \$4 milliards à 264 jours, par procédure d'appel d'offres.
7 avril	La Corée collecte quelque \$2 milliards avec sa première émission de fonds d'État en trois ans.
14 avril	La Pologne exprime son intérêt pour la LCF ; une facilité de \$20,6 milliards à 1 an sera approuvée le 6 mai. La Russie déclare qu'elle se prépare à emprunter sur les marchés internationaux pour la première fois depuis dix ans.
20 avril	La Colombie exprime son intérêt pour la LCF ; une facilité de \$10,5 milliards à 1 an sera approuvée le 11 mai.
30 avril	La BAD prévoit d'injecter \$3 milliards supplémentaires dans les économies frappées par la crise financière ; après que les actionnaires eurent approuvé un triplement de son capital, elle renforce de \$10 milliards son financement de projets sur les deux prochaines années.
1 ^{er} mai	Le Mexique cesse toute activité pour cinq jours en raison de l'épidémie de grippe A(H1N1).
3 mai	Les ministres des Finances du groupe ANASE +3 annoncent leur accord sur les grandes composantes de l'initiative de Chiang Mai pour la mutualisation de \$120 milliards de réserves.
4 mai	Le Conseil d'administration du FMI approuve un accord de confirmation de DTS 11,4 milliards (€12,9 milliards environ) sur 24 mois en faveur de la Roumanie.
8 mai	Le Conseil d'administration du FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec l'Ukraine ; il approuve le décaissement immédiat de DTS 1,9 milliard (quelque \$2,8 milliards).
Sources : ANASE ; FMI ; <i>Financial Times</i> ; Reuters ; sites Internet des banques centrales.	

Tableau 2

La confiance est étayée par les engagements des agences multilatérales

Plus généralement, la confiance des investisseurs a été renforcée par la décision du G 20 d'accroître les ressources du FMI pour l'aider à mieux faire face aux besoins potentiels des économies émergentes et en développement en cette période de crise. Parmi les nouveaux programmes du FMI, la Ligne de crédit flexible, qui vise à offrir rapidement une aide financière, sans imposer de conditions, aux pays suivant des politiques saines, a été bien accueillie par les investisseurs et les économies émergentes. Un mois après sa mise en place, trois pays (Colombie, Mexique et Pologne) avaient signalé leur intérêt ; une facilité a, par la suite, été consentie à chacun, pour un montant total dépassant \$77 milliards. Plusieurs autres organismes multilatéraux ont aussi cherché à augmenter leur capacité d'aide (tableau 2).

Les économies émergentes renforcent d'autres mécanismes d'assurance

Pour leur part, les économies émergentes ont pris des mesures pour renforcer d'autres mécanismes d'assurance. En Chine, par exemple, la banque centrale a signé trois nouveaux accords bilatéraux (avec ses homologues d'Argentine, de Bélarus et d'Indonésie), en mars, en vue de réduire la part des grandes monnaies dans le règlement des transactions commerciales. Les pays du groupe ANASE +3 ont en outre convenu de prolonger leurs accords de swap bilatéraux (initiative de Chiang Mai) en mutualisant leurs réserves de change : \$120 milliards ont ainsi été mis en commun.

Résilience des marchés...

La résilience des marchés émergents a, de plus, été démontrée, durant la période, par les faibles répercussions de la grippe A(H1N1), fin avril. Au Mexique, pays le plus touché, l'indice boursier général a baissé de 5 % le 27 avril, tandis que le peso perdait plus de 4 % par rapport au dollar, mais ces replis n'ont été que temporaires : le 4 mai, les actions et la monnaie avaient retrouvé leurs niveaux précédents.

...accompagnée d'une reprise des émissions de dette...

Dans ce climat plus serein, l'émission de dette par les économies émergentes a repris, plusieurs souverains revenant sur le marché ou annonçant leur intention de le faire (tableau 2). Les opérations internationales des entreprises sont cependant restées plus rares (graphique 12, cadre de droite). Si les émissions consortiales des sociétés non financières se sont notablement accrues en mars-avril, elles ont été placées, en majeure partie, sur les marchés domestiques. Les émissions du secteur financier sont demeurées, pour leur part, relativement modestes.

...et d'un ralentissement des sorties nettes de capitaux

Les flux financiers vers les économies émergentes témoignent, eux aussi, d'un retour du goût pour le risque. Les chiffres mensuels de la balance des paiements du Brésil, par exemple, montrent que les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille et autres investissements par les non-résidents (principalement les banques), qui étaient importantes au dernier trimestre 2008, se sont ralenties au premier trimestre 2009. Les flux nets d'autres investissements et d'achat d'actions sont même devenus positifs en février, pour les premiers, et en mars, pour les seconds. Un ralentissement des sorties nettes et, plus récemment, un flux d'entrées nettes ont été observés pour certaines économies, telles la Corée et la Pologne (voir l'étude de Jara *et al.* dans le présent *Rapport trimestriel BRI*).

Politique monétaire non conventionnelle dans la crise actuelle

Piti Disyatat

En réponse aux turbulences de la finance mondiale et à la chute de l'activité économique qui s'en est suivie, les principales banques centrales ont fortement réduit leur taux d'intérêt directeur et pris plusieurs mesures relevant de ce qui est communément appelé « politique non conventionnelle ». L'encadré décrit brièvement ces mesures en soulignant leurs particularités dans le contexte plus général de la conduite de la politique monétaire.

Cadre d'évaluation de la politique monétaire non conventionnelle

La conduite de la politique monétaire s'articule autour de deux éléments principaux : i) indication de l'orientation souhaitée, effectuée de nos jours par le biais d'objectifs affichés sur les taux à très court terme ; ii) conduite d'opérations de gestion de la liquidité – définies largement, pour inclure divers aspects du cadre opérationnel (échéances et conditions d'octroi de la liquidité banque centrale) – qui viennent soutenir l'orientation souhaitée en visant à maintenir les taux du marché à un niveau conforme à celui du taux directeur. Traditionnellement, les opérations de gestion de la liquidité sont conçues et effectuées de manière à influencer le plus précisément possible le taux ciblé, et lui seul : en jouant un simple rôle de soutien, elles n'entravent pas la poursuite de l'objectif et n'apportent aucune information supplémentaire sur l'orientation générale retenue.

Dans certains cas, cependant, les opérations de liquidité peuvent avoir un rôle plus important et être délibérément utilisées pour agir sur des éléments spécifiques du mécanisme de transmission monétaire. L'idée maîtresse est d'influencer, **au delà du champ d'action du taux directeur**, le prix de certains actifs, les rendements et les conditions de financement. Les opérations de liquidité ne jouent donc plus ici un rôle passif, mais deviennent partie intégrante de l'orientation monétaire. Dans la mesure où elles entraînent habituellement d'importantes modifications dans le bilan des banques centrales (volume, composition, profil de risque), on peut parler d'une **politique de bilan**[®].

Les différentes formes de politique de bilan se distinguent par le marché sur lequel elles agissent. La forme la plus courante est l'intervention de change où les achats/ventes de devises cherchent à influencer le cours de la monnaie, indépendamment du taux directeur. Durant la crise, la politique de bilan a été utilisée, en outre, pour cibler les taux du marché monétaire au delà du jour le jour, les rendements des obligations d'État à long terme et diverses primes de risque. Si, du point de vue de leur justification, des mécanismes sous-jacents, des canaux d'action et de leurs conséquences bilantielles, ces opérations sont comparables aux interventions de change, le choix du marché cible est atypique, voire sans précédent. C'est ce choix qui rend non conventionnelles les actions récentes des banques centrales, non l'approche globale visant à influencer certains éléments du mécanisme de transmission hors de l'influence du taux directeur. Sous cet angle, l'« assouplissement quantitatif » et le « relâchement du crédit », utilisés respectivement pour décrire les opérations de la Banque du Japon, en 2001–2006, et de la Réserve fédérale, dans le contexte actuel, peuvent être considérées comme de simples variantes de la politique de bilan[®].

Une caractéristique importante de ce type de politique (comme, le plus souvent, des interventions de change) est d'être indépendante du niveau courant du taux directeur : ni l'expansion du portefeuille ni sa composition (aussi longtemps que les banques centrales sont en mesure d'en compenser l'incidence sur les avoirs de réserve des banques) n'affecteront leur capacité à réguler le taux cible[®]. Cette indépendance joue aussi dans l'autre sens : la banque centrale n'est pas tenue de se désengager de la politique suivie et de réduire son bilan avant d'opérer un resserrement monétaire ; il lui suffit, par exemple, de relever le taux servi sur les réserves excédentaires (lorsqu'elles sont rémunérées) en même temps que le taux directeur pour obtenir un durcissement des conditions monétaires. Par conséquent, les stratégies de sortie peuvent être déterminées en distinguant ces deux dimensions : le niveau approprié des taux d'intérêt, d'un côté, et la structure souhaitée du bilan de la banque centrale, de l'autre.

Vue d'ensemble des réponses des banques centrales

Au cours de la crise actuelle, deux grandes approches ont été suivies en matière de politique de bilan (tableau). La première, prépondérante au début de la crise, vise surtout à tempérer les tensions sur le marché interbancaire de gros. Ainsi, l'offre de financements au delà du jour le jour a été fortement augmentée pour réduire les primes d'échéance et plusieurs initiatives ont été prises

pour garantir une redistribution ordonnée des réserves. Parmi ces mesures, il convient de mentionner l'élargissement de la liste des sûretés et contreparties éligibles, l'allongement des échéances des opérations de refinancement et l'établissement de lignes de swap entre banques centrales (surtout pour les refinancements en dollars) pour réduire les tensions sur les marchés des devises. De nombreuses banques centrales ont, par ailleurs, introduit ou assoupli le prêt de titres très liquides (obligations d'État le plus souvent) en échange de titres moins liquides, afin d'améliorer les conditions de financement sur le marché monétaire.

La seconde approche, devenue plus importante avec l'aggravation de la crise financière, consiste à neutraliser directement le durcissement des conditions du crédit au secteur non bancaire et à assouplir, plus généralement, les conditions de financement. Parmi les mesures les plus importantes, on peut relever l'octroi de fonds aux entreprises, en vue d'améliorer la liquidité et de réduire les primes de risque sur certains segments ciblés – papier commercial, titres adossés à des actifs et obligations d'entreprise, entre autres –, ainsi que l'achat ferme de titres du secteur public, pour influencer plus généralement les rendements de référence.

Politique de bilan

Objectif	Mesures prises	Fed	Euro	BoE	BoJ	BdC	BRA	BNS
Assouplir les conditions sur le marché interbancaire de gros	Modification de la facilité d'escompte	✓ ¹		✓				
	Opérations exceptionnelles à long terme	✓	✓ ²	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la gamme des sûretés éligibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la liste des contreparties éligibles	✓		✓	✓	✓	✓	
	Lignes de swaps entre banques centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Prêts de titres : facilité créée ou assouplie	✓		✓	✓	✓		
Assouplir les conditions sur les marchés de la dette et les conditions financières plus larges	PC : financement, achat ou acceptation comme sûreté	✓ ³		✓ ⁴	✓ ⁵	✓ ⁶	✓ ⁷	
	ABS : financement, achat ou acceptation comme sûreté	✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ⁴			✓ ⁷	
	Obligations d'entreprise : financement, achat ou acceptation comme sûreté			✓ ⁴	✓ ¹⁰	✓ ⁶		✓
	Achat de titres du secteur public	✓ ¹¹		✓ ⁴	✓ ¹²			
	Achat d'autres titres				✓ ¹³			✓ ¹⁴

Fed = Réserve fédérale ; Euro = Eurosysteme ; BoE = Banque d'Angleterre ; BoJ = Banque du Japon ; BdC = Banque du Canada ; BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BNS = Banque nationale suisse. ✓ = oui

¹ Réduction du taux et allongement de l'échéance ; admission des courtiers principaux comme contreparties (*Primary Dealer Credit Facility*). ² Y compris opérations de refinancement à taux fixe servies pour l'intégralité des soumissions. ³ Financement de l'achat de certificats de dépôt à court terme, de papier commercial, y compris adossé à des actifs (ABCP), à travers les facilités suivantes : *Money Market Investor Funding Facility*, *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* et *Commercial Paper Funding Facility*. ⁴ *Asset Purchase Facility*. ⁵ Augmentation de la fréquence et du volume des opérations de pension sur PC et institution des achats fermes de PC. ⁶ Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés. ⁷ Acceptation, comme supports de pensions, des RMBS (*residential mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques sur immobilier résidentiel) et des ABCP. ⁸ Financement de l'achat d'ABS (*asset-backed securities*, titres adossés à des actifs) sur créances constituées de prêts étudiants, crédits automobiles, encours de cartes de crédit et autres prêts garantis (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). ⁹ Achat d'obligations sécurisées. ¹⁰ Élargissement de la gamme des titres de dette d'entreprise acceptés comme sûreté et institution d'une facilité de prêt contre dette d'entreprise. ¹¹ Achat de titres du Trésor et de titres émis par les agences fédérales de financement hypothécaire ou de titrisations de leur dette. ¹² Achat d'obligations d'État japonaises destiné à fluidifier le marché monétaire, non à influencer sur les cotations. ¹³ Achat d'actions détenues par les établissements financiers. ¹⁴ Achat de titres en devises.

Sources : données nationales.

Tableau A

Dans l'ensemble, la détermination des banques centrales a contribué à une modération des graves tensions sur la liquidité ainsi qu'à des améliorations notables sur un certain nombre de marchés clés (« Vue d'ensemble »). Malgré cette évolution favorable, l'efficacité des initiatives des banques centrales visant à atténuer les effets de la crise et à restaurer le fonctionnement normal des marchés dépendra, au bout du compte, de leur effet d'entraînement sur la fonction d'intermédiation du secteur privé. Le succès des interventions nécessite donc à la fois un cadre solide et une mise en œuvre déterminée de politiques s'attaquant directement aux faiblesses fondamentales des bilans bancaires.

^① Voir le chapitre VI du 79^e *Rapport annuel BRI*, juin 2009. ^② L'« assouplissement quantitatif » vise à assouplir généralement les conditions monétaires à travers une augmentation des réserves des banques ; il ne porte donc pas sur des actifs spécifiques. Le « relâchement du crédit », à l'inverse, cible un ou des segments déterminé(s) par des interventions sur une catégorie d'actifs définie, sans préciser le mode de financement de ces opérations dans le bilan de la banque centrale. ^③ De fait, de nombreuses banques centrales d'Asie qui sont intervenues activement sur les changes ces dernières années ont réussi à atteindre l'objectif assigné à leur taux directeur, malgré une forte expansion de leur bilan.