

## Vue d'ensemble – Intégration par les marchés du ralentissement conjoncturel<sup>1</sup>

De fin mai à fin août 2008, les marchés financiers mondiaux ont réagi aux signes croissants d'une détérioration conjoncturelle généralisée. Tandis que les marchés continuaient de présenter une certaine fragilité, les inquiétudes quant aux perspectives économiques et les incertitudes qui en résultent sont devenues plus pesantes, affectant les valorisations dans toutes les catégories d'actifs.

Les marchés de la dette ont subi de nouvelles pressions, les primes augmentant en raison de l'incidence de l'ajustement cyclique en cours sur les anticipations de perte et sur les bilans des établissements financiers. Cela malgré le repli des cours du pétrole et des produits de base, l'action des pouvoirs publics en faveur du marché immobilier aux États-Unis et les efforts soutenus de recapitalisation engagés par les banques et autres sociétés financières. Des préoccupations analogues se sont fait sentir sur les marchés d'actions, où les valorisations ont été révisées à la suite d'annonces de bénéfices décevantes dans les secteurs conjoncturels, dont le secteur financier. Dans ce contexte, les tensions sur l'interbancaire ont persisté, conduisant les banques centrales à prendre de nouvelles mesures pour augmenter l'efficacité de leurs mécanismes respectifs de fourniture de liquidités.

Avec en arrière-plan les variations des cours du pétrole et des produits de base, les anticipations du marché quant au niveau des prix et à la politique monétaire se sont modifiées, et les rendements des obligations d'État ont intégré les perspectives d'un repli de la croissance à court terme et l'éventualité d'une hausse de l'inflation à long terme. Par ailleurs, les craintes de tensions inflationnistes et d'une altération des conditions de financement extérieur ont également pesé sur les marchés émergents, lesquels ont ensuite bénéficié, semble-t-il, d'un répit provisoire avec la baisse des cours du pétrole et des produits de base. La dégradation des conditions macroéconomiques se profilant plus nettement, les cours des actions ont diminué et les primes des économies émergentes ont augmenté, à des degrés variables, cependant, selon les pays et les régions.

---

<sup>1</sup> La période couverte s'étend de la fin mai 2008 au 22 août 2008.

## Les marchés de la dette intègrent une détérioration conjoncturelle

Après une période d'amélioration globale des conditions sur les marchés de la dette suite au rachat, facilité par les autorités, de Bear Stearns mi-mars, les primes de risque ont connu de nouvelles tensions haussières à partir de fin mai. Tandis que les marchés tentaient d'évaluer l'incidence des facteurs conjoncturels sur la qualité du crédit, les intervenants ont progressivement cessé de porter un intérêt quasi exclusif à la situation du secteur financier pour être plus attentifs aux perspectives macroéconomiques. Un environnement nouveau d'inflation accrue et de croissance réduite, en particulier, laissait entrevoir une érosion des bénéfices des entreprises et de la qualité du crédit en raison non seulement de la demande, mais aussi du coût des intrants. Les marchés de la dette ont ainsi été vus comme anticipant une hausse graduelle des taux de défaut et un alourdissement des pertes pour le secteur financier, sans que toutefois se produise le débouclage désordonné des opérations à effet de levier observé dans l'année.

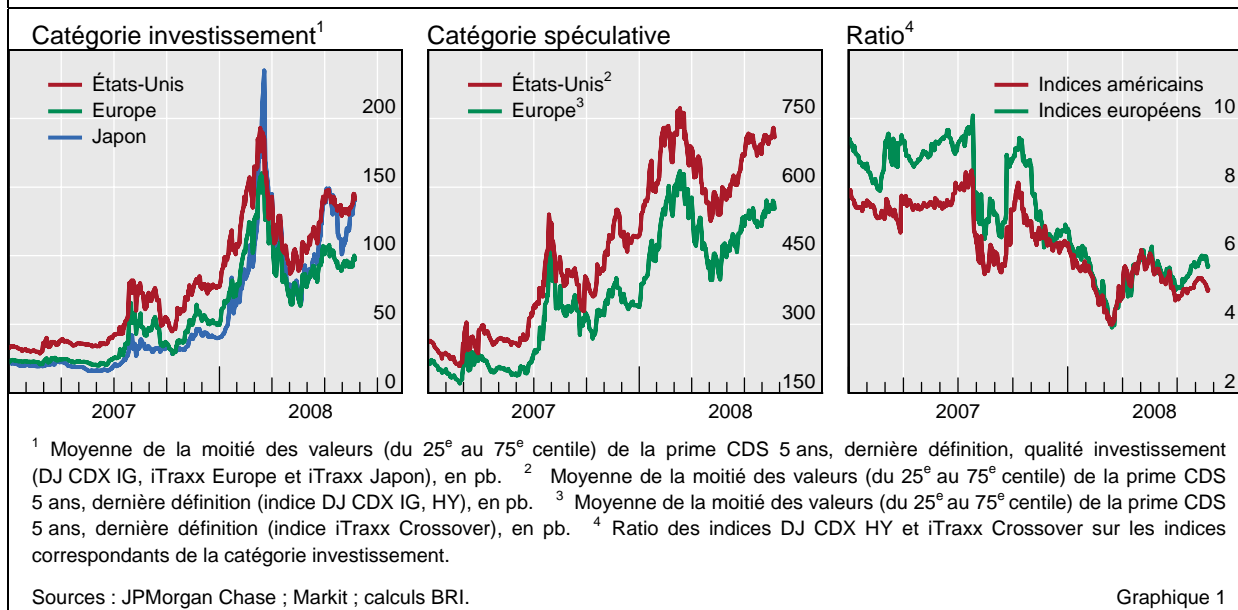
Dans ce contexte, les primes sur les principaux CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) ont enregistré une hausse généralisée entre fin mai et le 22 août, qui s'est quelque peu modérée à partir de mi-juillet. Cette hausse était attribuable à une recrudescence des préoccupations concernant les dépréciations d'actifs dans le secteur financier et la faiblesse des marchés d'actions, le sentiment s'améliorant ensuite sous l'effet de la baisse des cours du pétrole et de l'octroi de lignes de liquidité par les autorités à deux agences de crédit hypothécaire aux États-Unis. Globalement, à la fin de la période examinée, fin août, la prime de l'indice américain CDX 5 ans s'est accrue de presque 136 pb (à près de 709 pb) pour la catégorie à haut rendement et de 39 pb (à environ 141 pb) pour la catégorie investissement. Les indices CDS européens et japonais ont globalement suivi, augmentant respectivement de quelque 19 pb et 58 pb pour la catégorie investissement. En Europe, l'indice CDS iTraxx Crossover 5 ans a, pour sa part, augmenté de 106 pb (à 553 pb) (graphique 1).

Les préoccupations qui avaient d'abord porté sur les bilans au sein du secteur financier ont refait surface début juin, suite à des mises sous surveillance négative de grands organismes de garantie financière et à la dégradation des perspectives de bénéfices pour les sociétés financières. Le 4 juin, Moody's a placé la note de MBIA et de Ambac sous surveillance en vue d'un éventuel déclassement et, le lendemain, Standard & Poor's revoyait la note de ces sociétés à la baisse, la ramenant de AAA à AA. Une vague de déclassements d'organismes de garantie financière et d'assurance de prêts hypothécaires a suivi dans le courant du mois, ravivant les craintes de pertes de valorisation sur les titres garantis par ces sociétés et de cessions d'actifs. À cela s'est ajoutée la médiocrité des résultats annoncés, mi-juin, par de grandes banques d'investissement, qui a rappelé aux intervenants que la correction conjoncturelle associée à la crise financière n'était pas achevée. Les marchés de la dette ont alors procédé à une réévaluation généralisée, l'élargissement des primes du secteur financier contribuant aux mauvais résultats affichés en

Les primes de  
risque augmentent  
à nouveau...

...suite au  
déclassement  
d'organismes  
de garantie  
financière...

## Indices de primes de risque

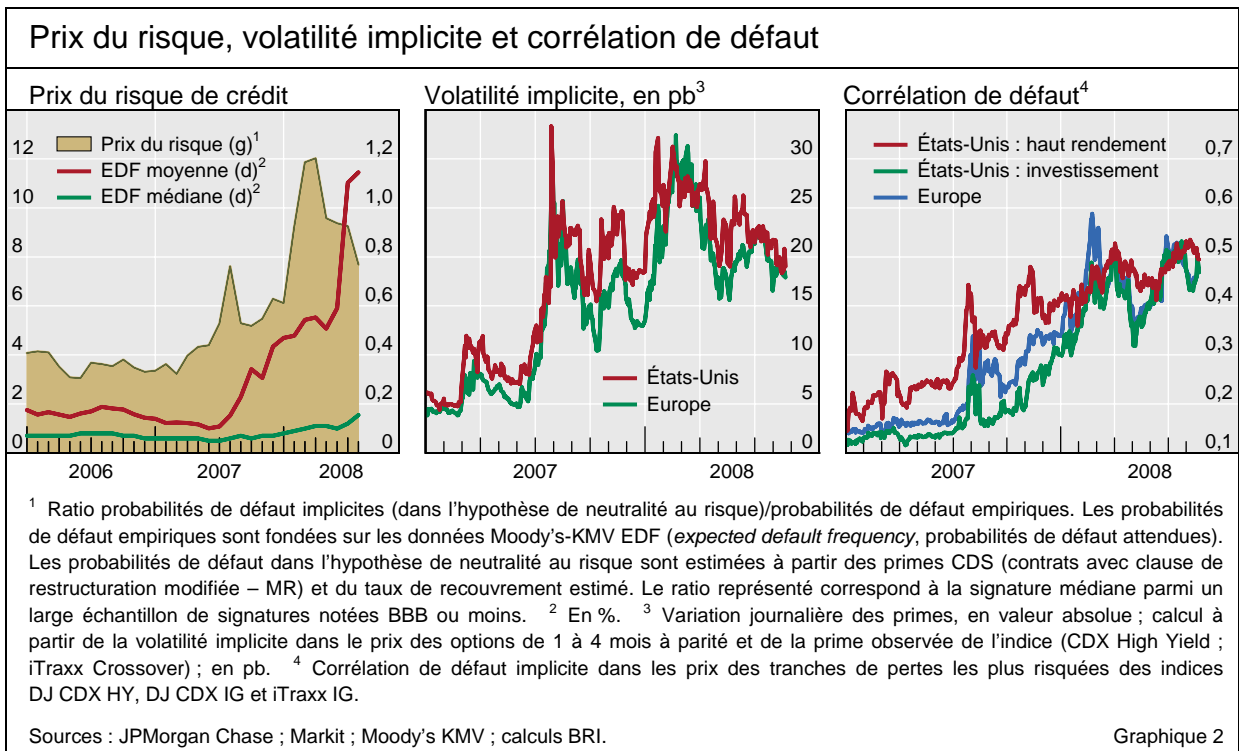


juin par les titres de catégorie investissement par rapport à la dette de catégorie spéculative (graphique 1, cadre de droite).

Malgré tout, les cinq principaux indices de dette sont restés bien inférieurs à leurs records de mars 2008, signe que les préoccupations liées au risque systémique n'étaient pas remontées à leurs niveaux antérieurs. Cela est corroboré par la reprise des émissions de titres internationaux : en termes bruts, les obligations émises par le secteur financier et autres entités de catégorie investissement ont progressé de quelque \$370 milliards au deuxième trimestre (pour de plus amples précisions, voir la partie « Principales tendances »). La tolérance au risque s'est également accrue, après les niveaux très faibles inscrits dans l'année, comme l'indique le prix du risque de crédit, déduit des probabilités de défaut implicites (dans les primes de risque) et empiriques des emprunteurs de moindre qualité (graphique 2, cadre de gauche). Cela étant, les primes de risque étaient encore élevées, en accord avec la volatilité implicite dans les options sur indice CDS, qui a continué de dépasser les niveaux observés avant le début de la crise financière, mi-2007 (graphique 2, cadre du milieu). Parallèlement, les corrélations de défaut implicites dans les produits structurés par tranches référencés sur indice sont restées élevées, aux États-Unis et en Europe, signe que les investisseurs attachaient une importance relativement grande aux facteurs de risque conjoncturel, par opposition aux facteurs de risque spécifique aux différentes entreprises (graphique 2, cadre de droite). L'évolution de la tarification observée a donc continué de cadrer avec la hausse conjoncturelle anticipée des taux de défaut.

...et aux perspectives de hausse conjoncturelle des taux de défaut

Les anticipations de conjoncture négative ont été alimentées par un nouvel accès de faiblesse des marchés du logement. Les défaillances et les saisies sur crédit hypothécaire se sont multipliées aux États-Unis et, selon les projections, la dépréciation des prix du logement devrait perdurer (graphique 3, cadre de gauche). Les signes d'un fléchissement des prix du logement sont

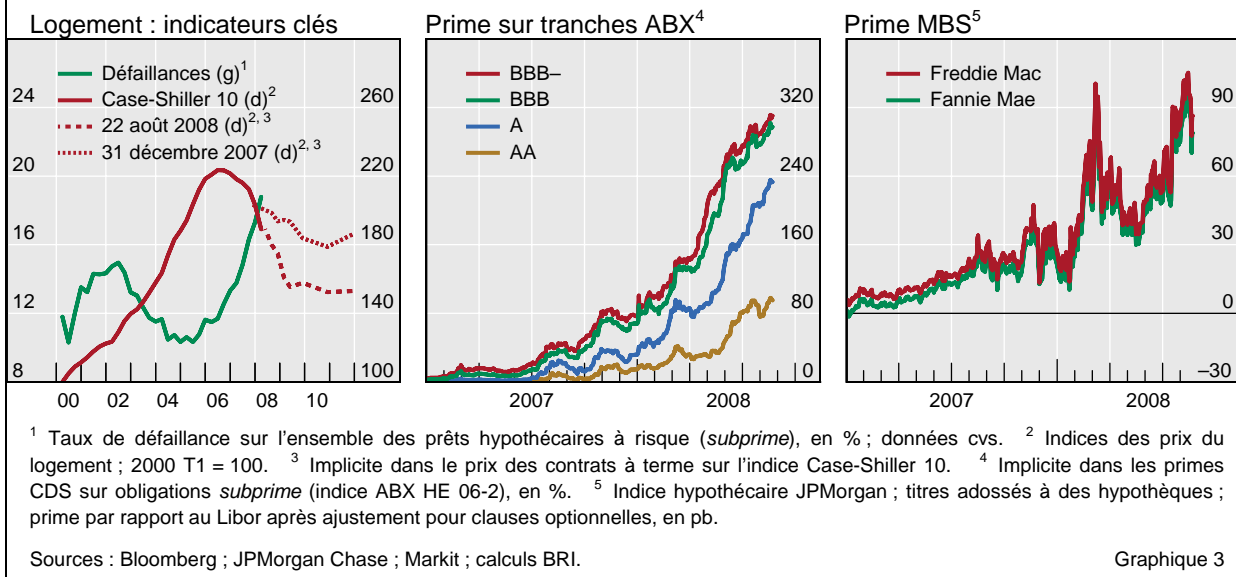


apparus également dans les principales économies d'Europe, tandis qu'au Japon les faillites dans les secteurs de l'immobilier et du bâtiment ont pesé sur les primes de risque. Qui plus est, l'atonie généralisée des marchés du logement annonçait de nouvelles pertes de valorisation sur les titres adossés à des hypothèques (*mortgage-backed securities*, MBS), sur le marché américain *subprime*, notamment, où les indices clés référencés sur les créances hypothécaires cédées en 2006 ont connu leurs premières pertes en juin et juillet (graphique 3, cadre du milieu ; pour de plus amples précisions sur ces instruments, voir l'étude « [The ABX: how do the markets price subprime mortgage risk?](#) »). À mesure que la détérioration du marché hypothécaire s'accroissait, les incertitudes sur les pertes à venir et les recapitalisations nécessaires pour les résorber ont fait craindre que les banques ne soient pas en mesure de collecter des fonds supplémentaires après avoir déjà obtenu \$352 milliards depuis le début de la crise. En dépit des déclarations de leur régulateur indiquant qu'elles demeuraient suffisamment capitalisées, les deux principales agences de financement hypothécaire des États-Unis ont été touchées par des préoccupations semblables. Fin juin, les primes de risque sur les titres de ces agences (graphique 4, cadre de gauche) et sur les MBS émis par ces établissements sont ainsi remontées aux niveaux observés en mars 2008 (graphique 3, cadre de droite).

Le sentiment s'est amélioré quelque peu en juillet et les primes de risque, surtout dans la catégorie investissement, ont annulé une partie de l'augmentation antérieure. La correction des primes est vraisemblablement attribuable à la diminution des cours du pétrole après leur record du 3 juillet, mais aussi à des résultats meilleurs qu'anticipé de plusieurs entreprises américaines et à l'action des autorités en faveur du marché immobilier aux États-Unis. Les primes des agences parapubliques avaient encore augmenté

Le sentiment s'améliore en juillet...

## Marchés hypothécaires aux États-Unis

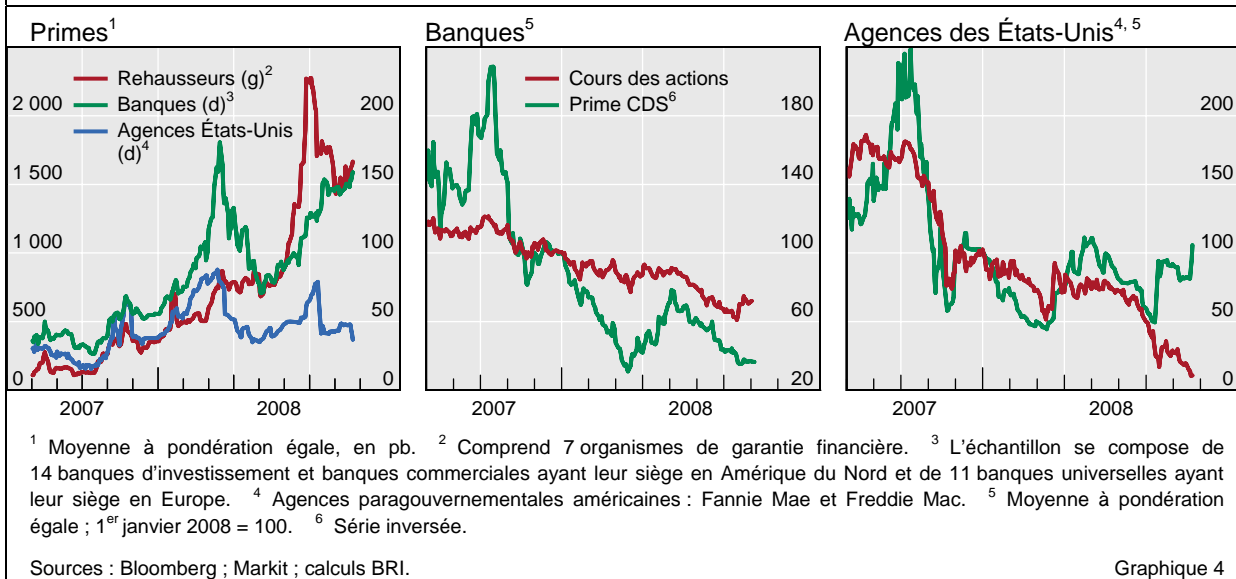


début juillet et le cours de leurs actions s'est effondré après le week-end du 4 juillet (voir ci-après la section consacrée aux marchés d'actions). Étant donné la détérioration du sentiment quant à la viabilité des agences et considérant que l'activité d'octroi des prêts hypothécaires dépendait, pour l'essentiel, de la titrisation des créances de ces agences, les autorités ont annoncé, dimanche 13 juillet, leur intention de leur octroyer des lignes de crédit. Comme le prévoit l'initiative proposée, qui a été rapidement appliquée, le Trésor américain a été autorisé à renforcer sa ligne de crédit aux agences et à acheter leurs actions. Pour appuyer ce plan, le Conseil de la Fed a donné à la Banque de Réserve de New York l'autorisation temporaire de prêter aux agences, si nécessaire.

...grâce à l'octroi de lignes de crédit aux agences de financement hypothécaire américaines

Les primes de risque se sont accrues les jours suivants, du fait en partie du rachat par la Federal Deposit Insurance Corporation des États-Unis d'une banque hypothécaire californienne, mais ont diminué le reste du mois

## Secteur financier : primes et comparaisons intrasectorielles



(graphique 1), après le succès de l'émission de \$3 milliards de titres de dette, le 17 juillet, par l'une des agences. Les valorisations des titres d'agences se sont redressées après leur creux de mi-juillet et ont, par la même occasion, obtenu de meilleurs résultats que les cours des actions correspondantes, les marchés estimant sans doute que l'octroi de lignes de crédit visait dans une large mesure à aider les investisseurs en titres de dette. Cette évolution contrastait avec les mauvais résultats des primes de risque des principaux autres établissements financiers par rapport au cours de leurs actions (graphique 4, cadres du milieu et de droite). Les primes sur les MBS d'agences ont, pour leur part, diminué moins que celles sur les agences elles-mêmes, et avec un retard important, signe de l'insuffisance persistante de la demande en produits hypothécaires américains émanant des investisseurs institutionnels et des investisseurs étrangers (graphique 3, cadre de droite).

À la fin de la période examinée, fin août, les primes de risque ont augmenté une fois encore. L'annonce, le 28 juillet, d'une nouvelle dépréciation de \$4,4 milliards par une grande banque américaine pour la cession de CDO, puis, en août, celle de pertes trimestrielles plus lourdes qu'escompté des deux agences parapubliques américaines et de grosses sociétés d'assurance sont venues rappeler que les préoccupations quant à la qualité des actifs allaient probablement persister. Malgré des dépréciations par les banques et les intermédiaires financiers, pour un total de \$503 milliards d'actifs depuis le début de la crise du crédit en 2007, il semblait que les dépréciations et cessions d'éléments d'actif se poursuivraient sur les mois à venir, accentuant les contraintes existantes en termes de fonds propres et les besoins de financement. Ces tendances laissaient présumer que l'effet du resserrement des conditions de financement et de la contraction des bénéfices des entreprises continuerait de peser sur la qualité du crédit et, partant, sur les écarts de valorisation entre segments de marché.

Les préoccupations quant à la qualité des actifs vont probablement persister

## Les marchés obligataires reflètent l'évolution des perspectives de croissance et d'inflation

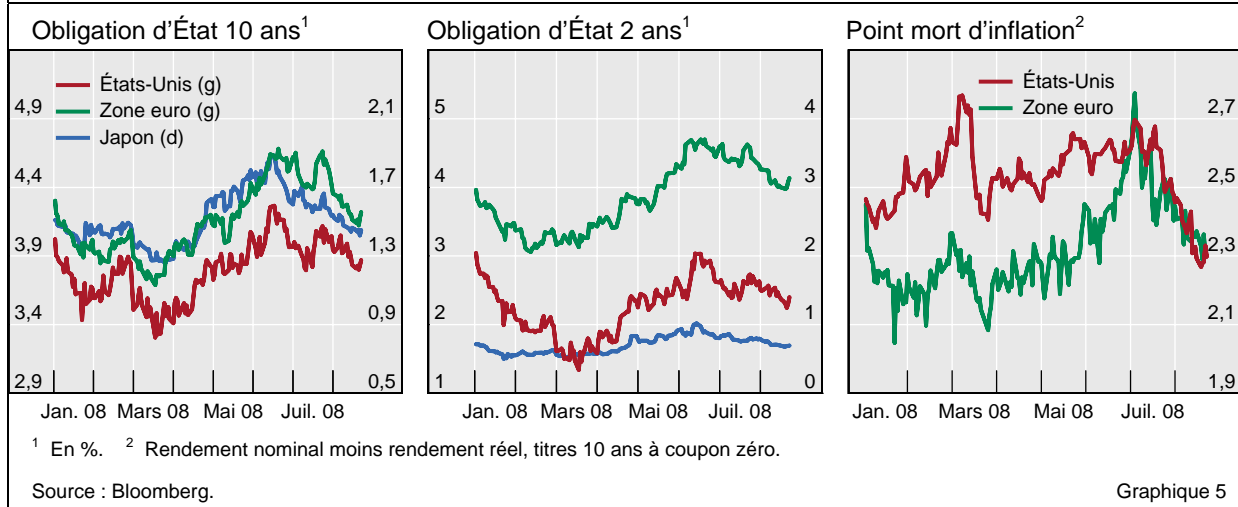
Dans les principales économies avancées, les rendements des obligations d'État ont accusé un repli sur la période, sous l'effet de la dégradation des anticipations de croissance et d'une amélioration des perspectives d'inflation à court terme. Le 22 août 2008, le rendement de l'obligation du Trésor américain 10 ans se situait à 3,87 %, en repli de quelque 20 pb par rapport à son niveau de fin mai. Parallèlement, les rendements 10 ans dans la zone euro et au Japon ont fléchi respectivement d'environ 20 pb et 30 pb, à 4,22 % et 1,45 % (graphique 5, cadre de gauche). Les rendements 2 ans ont baissé également, revenant à 2,40 % aux États-Unis, 4,13 % dans la zone euro et 0,69 % au Japon, s'inscrivant tous en retrait d'environ 20 pb par rapport à fin mai (graphique 5, cadre du milieu).

Les rendements des obligations d'État accusent un repli...

La baisse des rendements nominaux s'explique en partie par l'évolution des anticipations de croissance. Les trois grandes économies ont toutes enregistré une baisse des rendements longs entre mi-juin et mi-juillet, dans le contexte de préoccupations concernant les agences parapubliques des

...sous l'effet des anticipations de recul de la croissance...

## Rendement des obligations d'État et point mort d'inflation



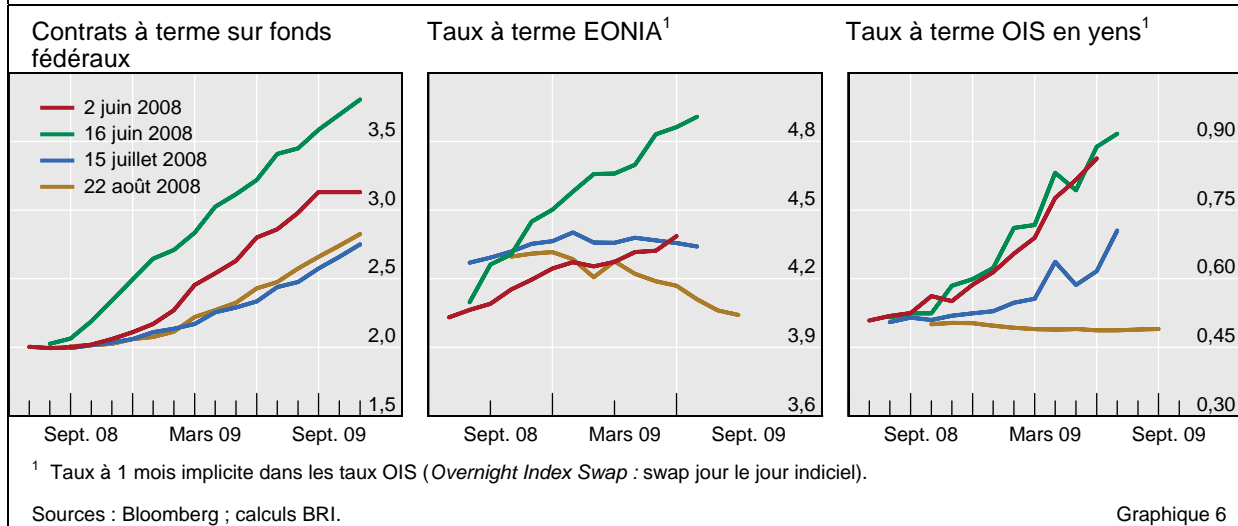
États-Unis. Si, à partir de mi-juillet, les rendements ont inscrit une légère remontée, au moment des mesures adoptées par les autorités américaines en faveur des agences, ils sont retombés fin juillet et début août, en raison, surtout, de la révision à la baisse de certains indicateurs macroéconomiques et de la médiocrité surprenante des nouvelles annonces.

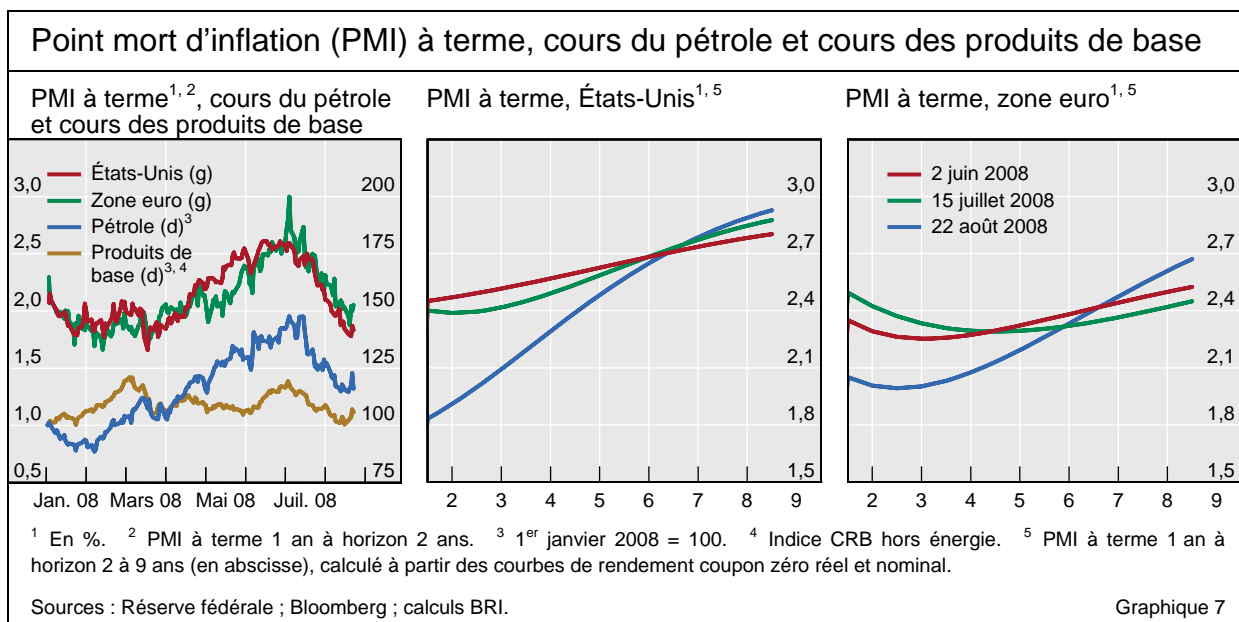
...et des ripostes attendues de la politique monétaire

Parallèlement, les anticipations sur l'évolution prochaine des taux directeurs ont été revues à la baisse. Aux États-Unis, fin août, la prime des contrats à terme sur fonds fédéraux indiquait que les intervenants escomptaient une modération sensible du rythme des relèvements de taux par rapport à quelques mois auparavant (graphique 6, cadre de gauche). Dans la zone euro, si les primes des swaps EONIA (graphique 6, cadre du milieu) signalaient, mi-juin, des anticipations d'une augmentation des taux de la BCE sur 12 mois, les marchés escomptaient, en août, une diminution (graphique 6, cadre du milieu). Au Japon, les intervenants, qui tablaient d'abord sur un

## Courbes des taux à terme

En %





relèvement pour 2009, ont ensuite privilégié le statu quo (graphique 6, cadre de droite).

Les anticipations d'inflation se sont modérées sur la période, du moins tel qu'indiqué par le point mort d'inflation (différence entre rendement nominal et rendement des titres indexés)<sup>2</sup>. Le 22 août, le point mort d'inflation calculé à partir du rendement des titres 10 ans se situait à 2,30 % dans la zone euro comme aux États-Unis, en recul respectivement d'environ 15 pb et 35 pb depuis fin mai (graphique 5, cadre de droite). La modération a été plus sensible dans le compartiment court : ainsi, le point mort d'inflation à terme calculé sur le taux à terme 1 an à horizon 2 ans a diminué de presque 70 pb depuis fin mai aux États-Unis et de 35 pb dans la zone euro (graphique 7, cadre de gauche). Ce repli a coïncidé avec la baisse des cours du pétrole et des autres produits de base, après les très hauts niveaux observés début juillet, qui semble avoir apaisé les craintes de tensions inflationnistes à court terme (graphique 7, cadre de droite).

Le point mort d'inflation diminue lui aussi...

Dans le même temps, l'image était très différente à horizons plus lointains. Entre début juin et fin août, le point mort d'inflation à terme au-delà de l'horizon 6 ans a augmenté aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 7, cadres du milieu et de droite). Des préoccupations persistantes concernant l'inflation à long terme cadraient avec le fait que les investisseurs ont intégré la possibilité que les tensions sur les marchés financiers amènent les principales banques centrales à suivre une politique plus accommodante que dans d'autres conditions, pour contenir les risques pour la croissance.

...alors même que les craintes d'inflation à long terme persistent

<sup>2</sup> En fait, le point mort d'inflation traduit non seulement les anticipations d'inflation, mais aussi la contrepartie du risque qui indemnise les investisseurs pour le risque d'inflation ; pour plus de précisions, voir l'étude « [The inflation risk premium in the term structure of interest rates](#) ».



## Persistance des tensions sur les marchés monétaires interbancaires

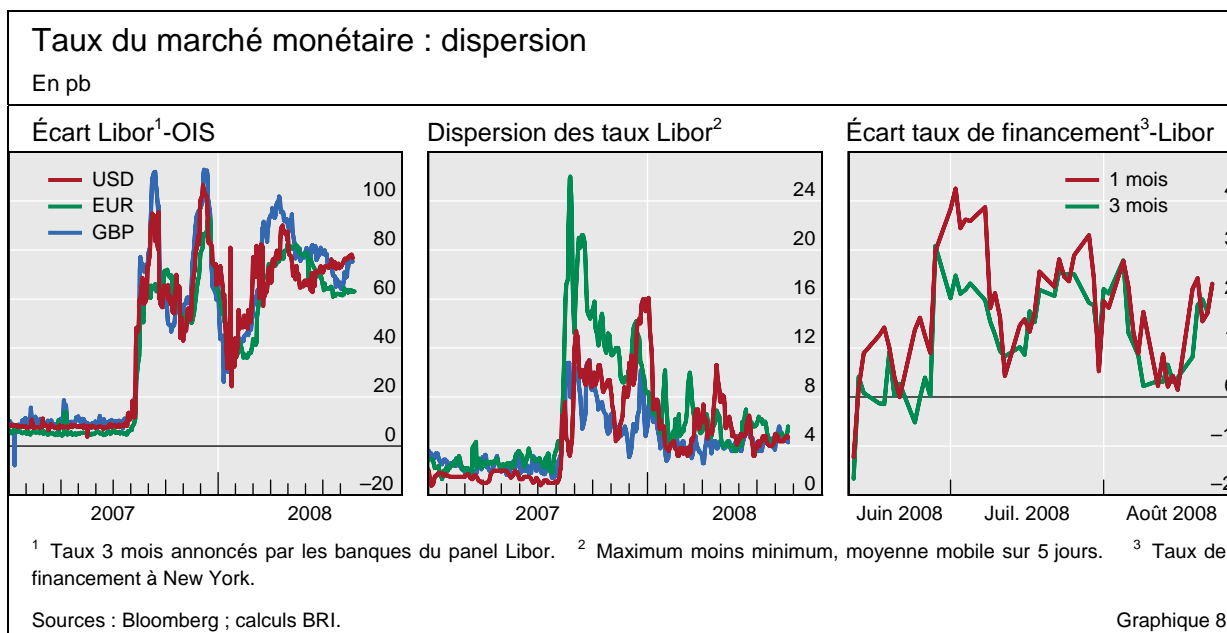
Les tensions persistent sur l'interbancaire...

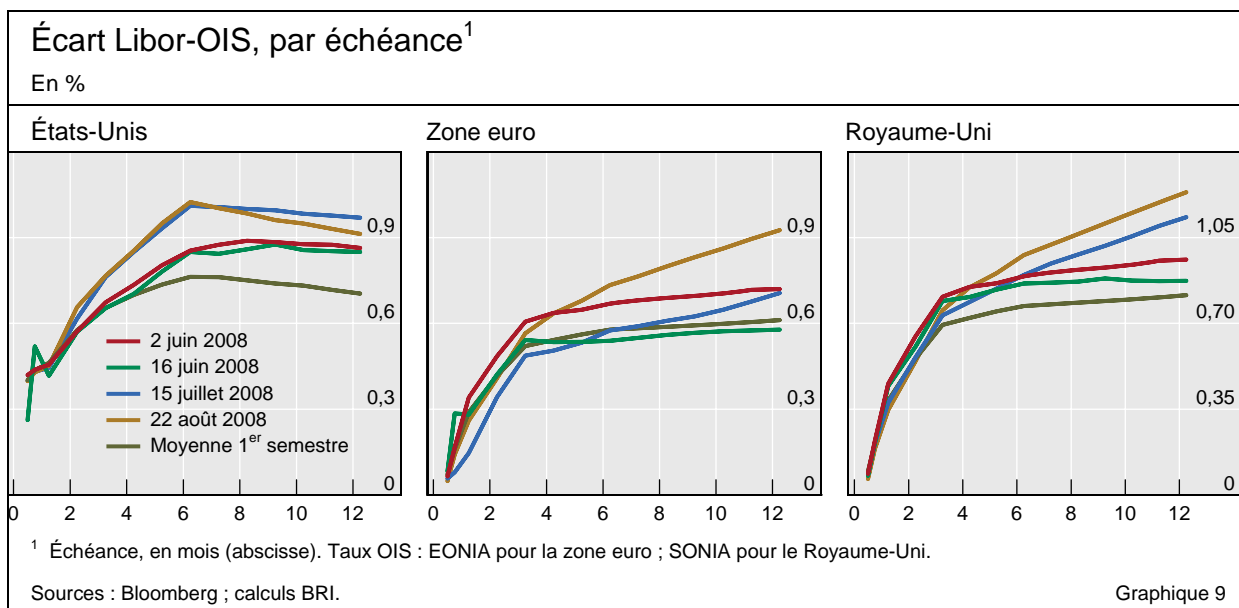
Si l'évolution des marchés obligataires s'explique surtout par les anticipations concernant la croissance et l'inflation, les marchés monétaires ont été plus directement touchés par les préoccupations liées au secteur financier. L'écart entre Libor et taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS), qui reflète à la fois les risques de contrepartie et de liquidité, est demeuré élevé (graphique 8, cadre de gauche). Dans le même temps, la demande est restée forte pour les fonds en dollars offerts à l'adjudication par la BCE et la Banque nationale suisse (BNS).

...malgré les nouvelles actions des banques centrales

La persistance des tensions dans le compartiment du dollar a également été illustrée par le fait que l'écart Libor-OIS n'a guère varié lorsque la Réserve fédérale a annoncé, le 30 juillet, de nouvelles mesures destinées à renforcer l'efficacité des lignes de crédit existantes, notamment la reconduction de ses facilités *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) et *Term Securities Lending Facility* (TSLF) jusqu'à fin janvier 2009 ainsi que le lancement d'une procédure d'adjudication pour des options sur \$50 milliards de fonds TSLF afin d'aider les marchés à faire face aux périodes d'incertitude accrue, comme les fins de trimestre. En outre, pour compléter l'octroi de prêts à 28 jours au titre du dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility*, TAF), la Fed a mis en place une nouvelle facilité TAF à 84 jours. La BCE et la BNS ont annoncé des modifications correspondantes au profil des échéances des fonds offerts dans le cadre de leurs adjudications en dollars.

Les préoccupations concernant la stabilité et la fiabilité du mécanisme de fixation du Libor se sont néanmoins estompées. La variation des taux du panel Libor dans les trois principales économies s'est stabilisée sur la période (graphique 8, cadre du milieu), signe d'une légère atténuation de l'incertitude quant aux besoins de financement à court terme des banques. Les craintes liées au fait que certaines banques du panel Libor auraient indiqué des taux





inférieurs à leurs coûts de financement réels ont semblé s'estomper, elles aussi. Un facteur qui peut avoir contribué à apaiser ces préoccupations a été le lancement, le 11 juin, par un important intermédiaire financier américain, du NYFR (*New York funding rate*), taux de référence américain, établi sous forme d'enquête, représentant le coût de refinancement à court terme pour les banques. L'écart entre ce taux et le Libor est demeuré le plus souvent à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite (2–3 pb), ce qui semble montrer que les taux Libor n'étaient pas faussés à la baisse durant cette période (graphique 8, cadre de droite). Cela dit, au vu de la structure par échéance de l'écart Libor-OIS, les tensions sur l'interbancaire devraient persister un certain temps encore (graphique 9).

### Repli des marchés d'actions sous l'effet de préoccupations concernant la croissance

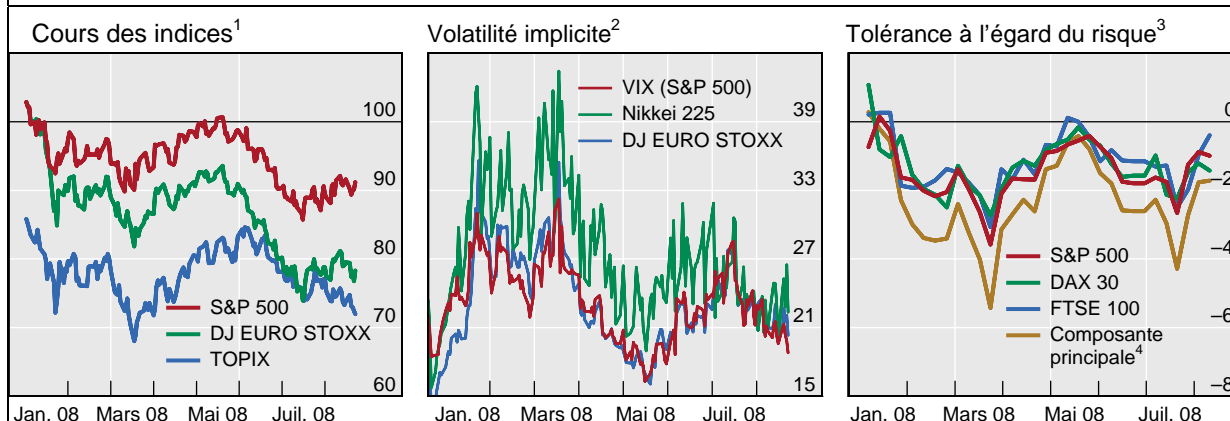
Plombés par l'annonce de nouvelles pertes dans le secteur financier et par des préoccupations concernant la croissance, les cours des actions sont tombés, mi-juillet, à des creux ramenant au dernier trimestre 2005, avant de remonter quelque peu (graphique 10, cadre de gauche). Fin août, le S&P 500 avait perdu près de 8 % par rapport à son niveau de fin mai, tandis que les indices en Europe et au Japon s'inscrivaient en retrait d'environ 14 % sur la même période. Ces replis coïncidaient avec une hausse des contreparties du risque manifestée par l'élévation de la volatilité implicite des options et par le recul de la tolérance des investisseurs au risque (graphique 10, cadres du milieu et de droite).

Le repli des marchés d'actions entre fin mai et mi-juillet a fait suite à des annonces négatives concernant la situation d'importants établissements financiers, la montée des cours du pétrole et la détérioration des bénéfices des entreprises. Les préoccupations concernant le secteur financier ont été ravivées, début juin, par le déclassement d'organismes de garantie financière américains et les signes de tensions persistantes sur les bilans des banques

Repli des marchés d'actions imputable à des annonces négatives dans le secteur financier...

...et à des préoccupations concernant la croissance

## Marchés d'actions



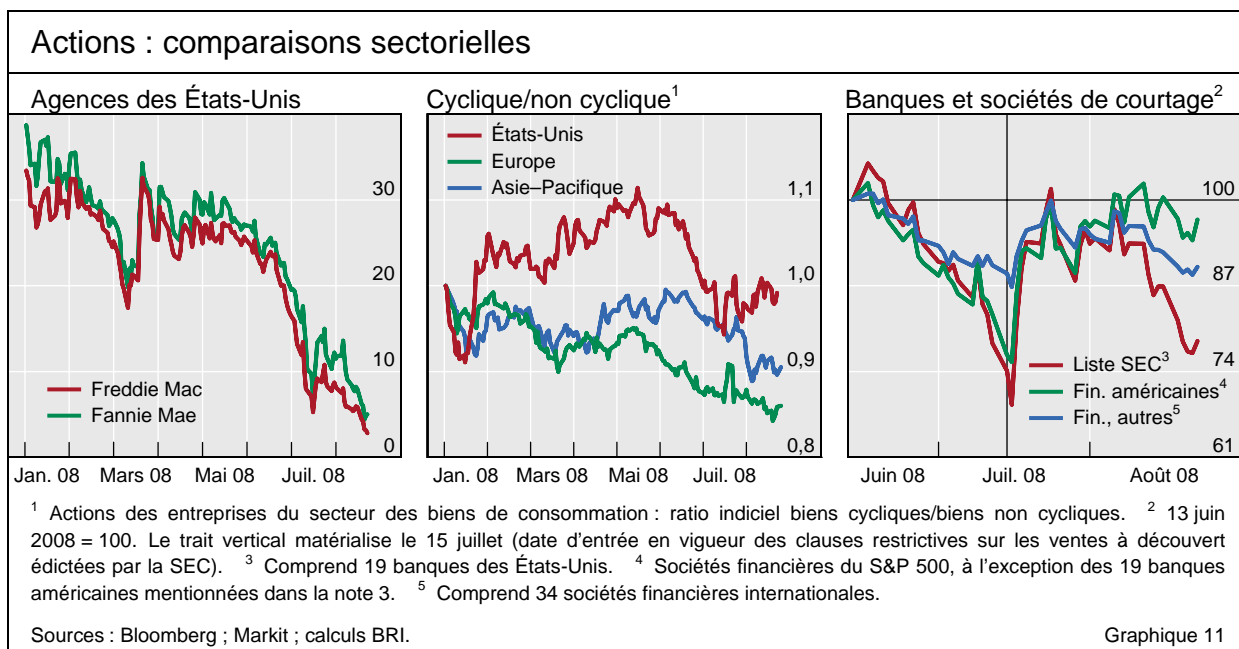
<sup>1</sup> En monnaie locale ; 2 janvier 2007 = 100. <sup>2</sup> Volatilité implicite dans le prix des contrats sur options d'achat à parité sur indice boursier ; en %. <sup>3</sup> Indicateur obtenu à partir de la différence entre deux distributions des rendements, l'une implicite dans les primes des options, l'autre fondée sur les rendements effectifs estimés à partir de données historiques ; moyenne hebdomadaire des données journalières. <sup>4</sup> Première composante principale des trois indicateurs de tolérance à l'égard du risque (estimation).

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 10

(se reporter à la section sur le marché de la dette *supra*). Le sentiment s'est encore dégradé en juillet, en raison de craintes concernant l'adéquation des fonds propres des agences parapubliques des États-Unis et de la médiocrité des résultats annoncés par plusieurs établissements financiers. Les cours des actions des agences se sont effondrés : Fannie Mae et Freddie Mac ont perdu respectivement environ 74 % et 79 % entre fin mai et mi-juillet. Les préoccupations quant à la faiblesse du secteur financier ont également pesé sur les actions des banques commerciales et des intermédiaires financiers qui, sur la période, ont enregistré de moins bons résultats que celles des autres secteurs.

Les actions ont refait une partie de leurs pertes à partir de mi-juillet, grâce à un ensemble d'éléments favorables : annonce d'un train de mesures en faveur des agences de financement hypothécaire américaines ; baisse des cours du pétrole et des produits de base ; nouvelles mesures d'urgence décidées par la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis pour réduire les ventes à découvert d'actions des principaux établissements bancaires et intermédiaires financiers. L'annonce du train de mesures en faveur des agences a permis à leurs actions de remonter, après les creux inscrits le 15 juillet. Cela n'a pourtant pas levé l'incertitude des investisseurs concernant la situation de ces établissements et la nécessité d'une intervention des autorités, et les cours ont fini par tomber à des niveaux ramenant à la fin des années 1980. Les actions des banques commerciales et des intermédiaires financiers sont remontées mi-juillet, elles aussi, grâce à des dénouements de positions courtes, après les mesures temporaires adoptées par la SEC (graphique 11, cadre de droite). Globalement, du fait des préoccupations concernant la croissance et des mauvaises surprises liées aux résultats des entreprises, les actions des secteurs des biens de consommation cycliques, par exemple, ont enregistré de moins bons résultats que celles des secteurs non cycliques sur la période analysée (graphique 11, cadre du milieu). De la même manière, malgré une remontée passagère fin août, la diminution



des cours du pétrole et des produits de base a entraîné une baisse des valorisations pour les actions des secteurs de l'énergie et des matières premières.

### Les économies émergentes sont confrontées à un environnement plus difficile

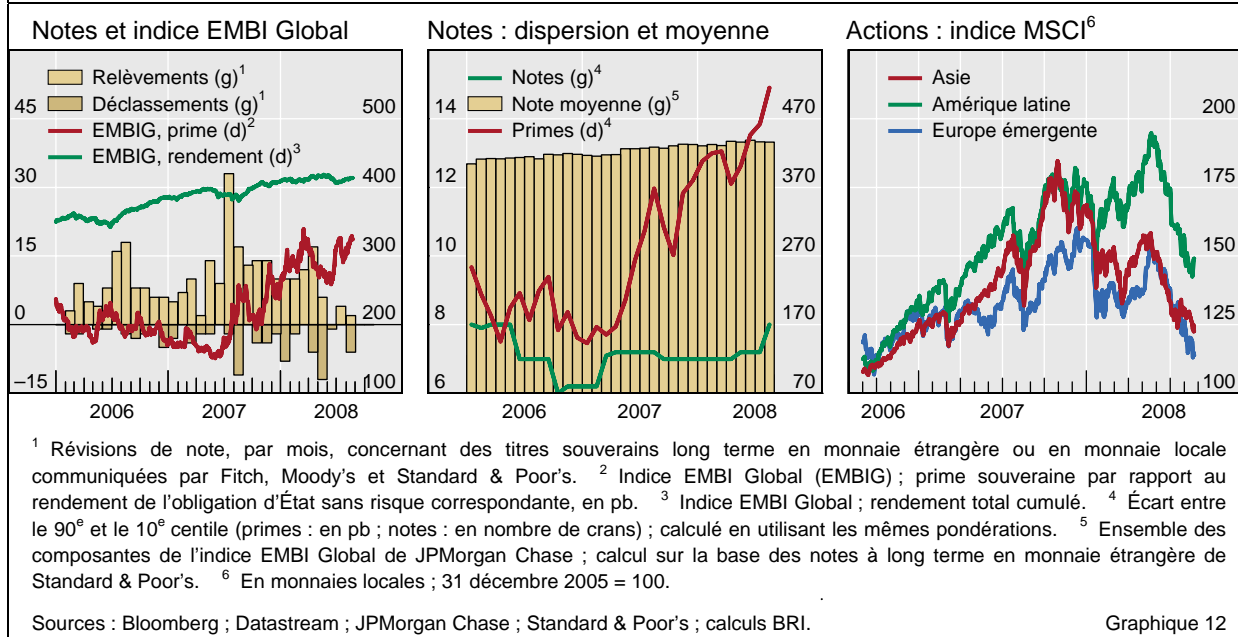
Pour les économies émergentes, qui avaient relativement bien résisté durant la majeure partie de 2007 et début 2008, l'environnement a très nettement changé ces derniers mois. Avec la persistance de la crise du crédit et l'apparition de signes de faiblesse de l'économie dans les principales économies avancées, les conditions de financement à l'étranger ont commencé à se durcir, entraînant une intensification des risques, surtout pour les pays affichant un solde des paiements courants négatif. Dans le même temps, sous l'effet de la cherté des produits alimentaires et de l'énergie, les taux d'inflation ont continué d'augmenter, menaçant les revenus réels et la rentabilité des entreprises. En conséquence, le découplage des économies émergentes a été de plus en plus mis en question et les investisseurs ont porté une attention accrue à l'évolution des conditions macroéconomiques et, partant, des politiques économiques.

Les primes de risque des économies émergentes<sup>1</sup>, mesurées par l'indice EMBIG, se sont accrues, passant d'un creux de presque 260 pb, mi-juin, à environ 324 pb à la fin de la période, près des sommets observés au pire moment du repli de mars. Néanmoins, comme les rendements du Trésor américain 10 ans avaient perdu environ 19 pb par rapport à fin mai (se reporter à la section sur le marché obligataire *supra*), l'indice EMBIG n'était que légèrement négatif en termes de rendement, à environ -0,5 % (graphique 12, cadre de gauche). Si les prévisions de croissance dans les économies émergentes sont restées relativement bien orientées, le sentiment des investisseurs a été tempéré par des préoccupations concernant l'inflation et

Les actifs des économies émergentes...

...sont touchés par des préoccupations concernant l'inflation...

## Actifs des économies émergentes



par le ralentissement anticipé de la croissance dans les économies avancées. Les primes de risque ont ainsi subi des tensions dans les pays devant financer un ample déficit courant, tels que ceux d'Europe orientale, en raison de leur dépendance par rapport aux investissements de portefeuille et à l'investissement direct étranger en provenance de l'Union européenne. Alors que la note de crédit moyenne des pays EMBIG est demeurée globalement inchangée, la dispersion des primes s'est encore accrue, témoignant d'une plus grande différenciation entre émetteurs (graphique 12, cadre du milieu).

...la détérioration des conditions de financement à l'étranger...

...et par un moindre intérêt des investisseurs

Les marchés d'actions du monde émergent ont été en butte au même ensemble de facteurs négatifs, le sentiment des investisseurs étant encore déprimé par le fléchissement généralisé des valorisations dans les économies avancées jusqu'à mi-juillet (voir la section sur les marchés d'actions *supra*). Entre fin mai et fin août, l'indice MSCI marchés émergents a cédé quelque 20 % en termes de monnaies locales, soit une baisse de près de 9 % par rapport au creux de mi-mars. Compte tenu de l'appréciation générale du dollar entre mi-juillet et fin août, le cours de change effectif de la monnaie américaine envers les partenaires commerciaux du monde émergent a refait ses pertes pour finir la période quasiment inchangé par rapport à fin mai. De ce fait, le rendement de l'indice MSCI en termes de dollars a été du même ordre que celui en monnaies locales, avec un retrait supérieur de quelque 13 points de pourcentage à celui du S&P 500. Les économies d'Amérique latine et d'Europe orientale ont affiché les baisses les plus prononcées, respectivement quelque -22 % et -24 % sur la période. En net repli (-19 %) elles aussi depuis fin mai, les actions d'Asie ont semblé bénéficier temporairement, fin juillet, de la baisse des cours du pétrole et des produits de base ainsi que de l'apaisement des préoccupations liées à l'inflation. Cela n'a pas été le cas dans les économies comme le Brésil et la Russie, où l'indice MSCI est en grande partie référencé sur les matières premières (graphique 12, cadre de droite).