

Frank Packer

+41 61 280 8449

[frank.packer@bis.org](mailto:frank.packer@bis.org)

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

[philip.wooldridge@bis.org](mailto:philip.wooldridge@bis.org)

---

## 1. Vue d'ensemble : dégagements sur les marchés obligataires mondiaux

À la fin de juin et en juillet, les marchés obligataires ont subi des dégagements d'une ampleur inégalée depuis 1994, avec une forte augmentation des rendements en dollars EU, yens et euros, allant jusqu'à 140 points de base pour les premiers, sous l'effet d'une modification du sentiment des investisseurs. Ces derniers ont notamment révisé en hausse leurs anticipations concernant les perspectives de croissance mondiale et reconstruit, en outre, l'éventualité de mesures non conventionnelles de la part de la Réserve fédérale américaine.

Sur le marché du dollar EU, cette évolution des rendements a été amplifiée par les opérations de couverture des détenteurs de titres adossés à des hypothèques (TAH). Avec la montée des rendements, les flux de refinancements d'hypothèques ont commencé à se tarir et les investisseurs se sont retrouvés avec des portefeuilles de TAH assortis de durées excessives. Pour se rapprocher de leurs objectifs, nombreux d'entre eux se sont portés sur le marché des contrats d'échange de taux, où leur demande pour la composante paiements fixes a contribué à faire doubler l'écart des contrats d'échange.

Les répercussions sur les marchés du crédit et des actions ont été le plus souvent limitées. Si les primes des titres à haut rendement et des économies émergentes se sont élargies avec l'atténuation de la recherche de rémunération, la volatilité des obligations d'État et des contrats d'échange n'a pas déclenché un dégagement généralisé sur les marchés du crédit ni sur ceux des actions. Les cours des actions à Tokyo se sont même redressés pendant la hausse des rendements obligataires. Les valorisations pour les banques et la majorité des autres établissements financiers ont suivi l'évolution des principaux indices larges, laissant présager que les investisseurs en actions n'étaient pas préoccupés par l'incidence de cette évolution des rendements sur les bilans de ces établissements.

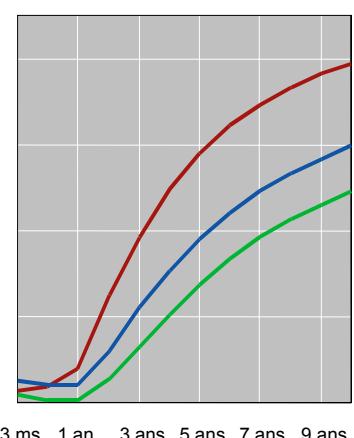
### Dynamique inhabituelle derrière la montée des rendements

Si l'optimisme accru des investisseurs au sujet de la croissance économique mondiale a joué un rôle important dans la récente poussée des rendements, des facteurs inhabituels y ont également contribué à divers stades : résultats d'adjudications, mécanismes de gestion des risques, couvertures d'hypothèques et réactions à d'éventuelles « mesures non conventionnelles »

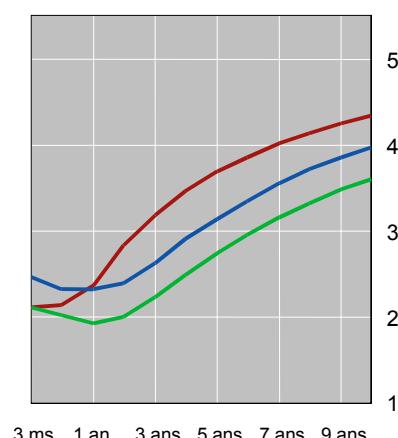
## Courbes des rendements sur contrats d'échange

En %

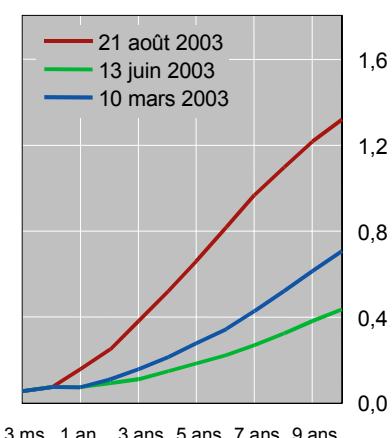
Dollar EU



Euro



Yen



Échéance

Échéances 3, 6 et 12 mois sur dollar EU et yen : Libor ; 3 et 6 mois sur euro : Euribor.

Source : Bloomberg.

Graphique 1.1

de politique monétaire. En conséquence, après un minimum de 3,11 % le 13 juin, le rendement du Trésor EU à 10 ans a franchi 4,40 % fin juillet ; celui de l'obligation d'État japonaise de même durée s'est élevé de 50 points de base, à 0,93 %, et celui du *Bund* allemand de 70 points, à 4,19 %. La hausse a été particulièrement prononcée pour les échéances longues, de sorte que les courbes se sont sensiblement accentuées (graphique 1.1).

Les rendements à long terme n'étaient pas autant montés en si peu de temps depuis 1994. Cette année-là, en huit semaines à partir de début février, le rendement du Trésor EU à 10 ans avait bondi de quelque 130 points de base, celui du *Bund* de 80 points et celui du titre japonais de 35 points. Le mouvement avait été précipité par un changement d'orientation de la politique monétaire américaine, la Réserve fédérale ayant relevé son taux-objectif de 25 points de base après une longue période de taux bas ou en repli. Si le système financier mondial avait généralement bien réagi, certaines tensions s'étaient cependant fait sentir avec, en décembre, la faillite du fonds de placement municipal du Comté d'Orange, doté d'un portefeuille de \$7 milliards, et, quelques jours plus tard, le début de la crise mexicaine. Contrairement à 1994, l'ascension des rendements ne s'est pas accompagnée cette fois-ci d'un resserrement monétaire. Les banques centrales de toutes les grandes économies ont conservé une politique accommodante.

Les récents dégagements ont eu lieu en au moins quatre phases distinctes : la première, du 13 au 24 juin, en particulier sur le marché nippon ; la deuxième, du 25 juin au 14 juillet, sur tous les grands marchés ; la troisième, du 15 juillet à début août, marquée par la poursuite de l'ascension des rendements en dollars EU ; la dernière, de début à fin août, caractérisée par une nouvelle poussée des rendements japonais.

Les dégagements sur le marché obligataire mondial ...

... ne résultent pas d'un resserrement de la politique monétaire

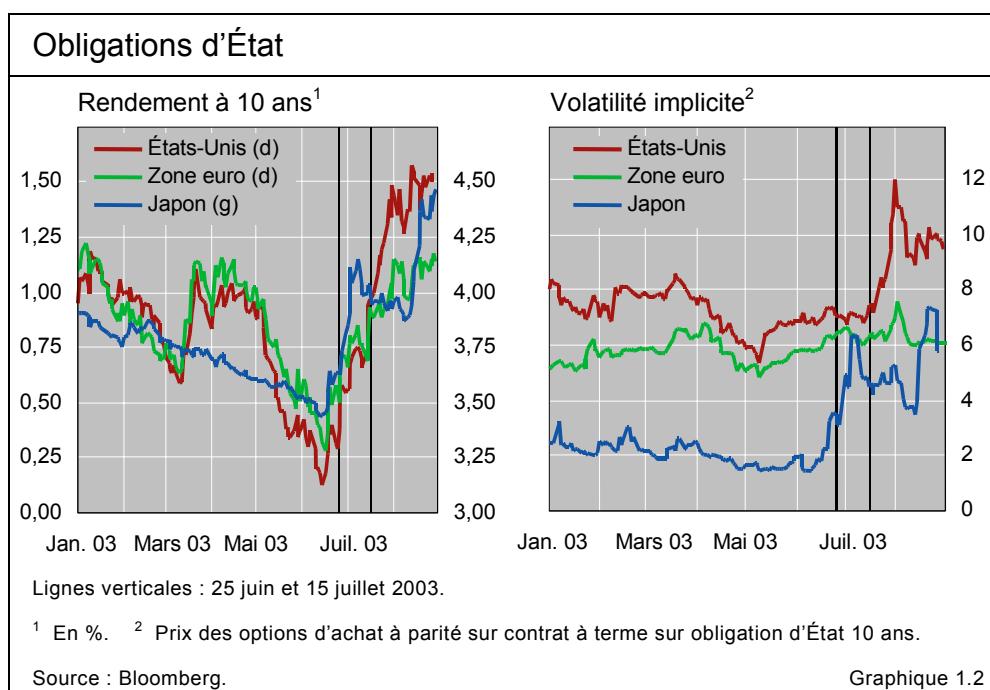
Les rendements en yens sont les premiers à repartir à la hausse

Pendant la première phase, une conjonction de facteurs techniques et d'annonces macroéconomiques a déclenché un accroissement substantiel des rendements en yens à partir de la mi-juin. L'accueil mitigé réservé le 17 juin à l'adjudication de titres japonais à 20 ans paraît avoir entraîné des prises de bénéfices par les banques nippones et des ventes de la part de fonds spéculatifs. Les dégagements ont culminé le 19 juin, le rendement de l'obligation à 10 ans s'élevant de 16 points de base, à 0,69 % (graphique 1.2). Devant la hausse de la volatilité qui en est résultée, les investisseurs recourant intensément aux techniques de gestion quantitative du risque, comme les modèles de valeur en risque, ont atteint leurs limites et dénoué leurs positions. Ces dénouements ont exacerbé la dynamique des prix sur le marché des obligations d'État, de sorte que la volatilité implicite du contrat à terme 10 ans s'est accrue de moitié durant cette période, alors qu'elle était beaucoup plus modérée sur les marchés de l'euro et du dollar.

Il est intéressant de noter que ce sont les annonces macroéconomiques de l'étranger plutôt que les données locales qui semblent avoir influé sur les rendements japonais, notamment la publication de statistiques américaines meilleures qu'anticipé durant la semaine du 16 au 20 juin, indice Empire State et chiffres de l'inflation en particulier. Ces données ont également soumis les rendements en dollars à des tensions.

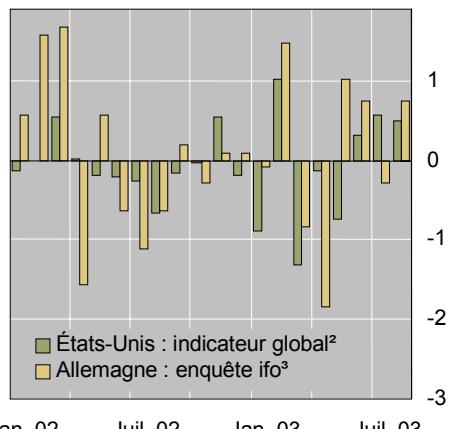
Des « mesures non conventionnelles » apparaissent moins probables

Lors de la deuxième phase, la décision de la Réserve fédérale américaine, le 25 juin, d'abaisser son taux de 25 points de base au lieu des 50 points anticipés a déclenché une nouvelle poussée. Les intervenants ont alors senti que la Fed ne mettrait vraisemblablement pas en œuvre des mesures non conventionnelles dans un avenir proche. Il s'est produit, en particulier, un revirement de sentiment sur l'éventualité d'achats par la Fed de valeurs du Trésor EU pour maintenir les taux longs à de bas niveaux,

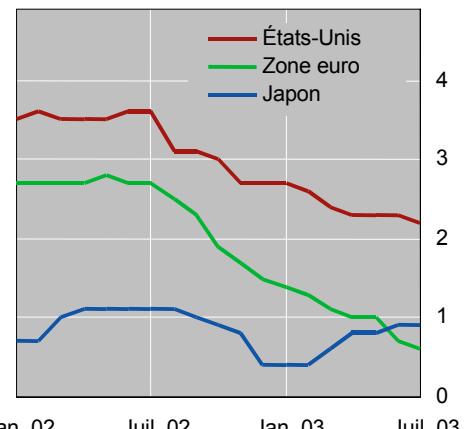


## Données macroéconomiques et prévisions de croissance

### Surprises macroéconomiques<sup>1</sup>



### Prévisions de croissance pour 2003<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Différence normalisée entre prévisions consensuelles et chiffres effectifs. Les observations sont reportées sur le mois de publication des chiffres. <sup>2</sup> Moyenne pondérée des surprises normalisées concernant les indicateurs suivants : enquête ISM, emplois non agricoles, ventes de détail, prix à la production et à la consommation. <sup>3</sup> Indicateur du climat des affaires, calculé par l'Institut für Wirtschaftsforschung à partir d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise. <sup>4</sup> Variation en % sur l'année précédente. Les prévisions sont diffusées chaque mois par Consensus Economics. Les observations sont reportées sur la fin du mois au cours duquel la prévision a été effectuée.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.3

perspective qui avait dynamisé ce marché après la réunion de politique monétaire de l'institution en mai. Le 10 ans a gagné 30 points de base en deux jours après la détente. Les rendements en euros et en yens ont suivi avec quelques jours de retard.

La réaction des intervenants à la décision de la Fed a été accentuée par les développements au Japon. Ainsi, les ventes de valeurs du Trésor EU et autres titres étrangers par les banques nippones ont considérablement dépassé les achats (+\$25 milliards) en juillet. En outre, devant l'ampleur et la soudaineté de la hausse des rendements et la volatilité du marché du yen, les investisseurs se sont sans doute préparés à un tel mouvement sur les autres grands marchés.

Même si la croissance meilleure qu'anticipé a été fréquemment avancée pour expliquer l'envolée des rendements mondiaux, les annonces macroéconomiques n'ont été radicalement positives ni pour les États-Unis ni pour l'Europe. De fait, les prévisions des économistes pour 2003 n'ont pas été révisées en hausse en juin et juillet (graphique 1.3). Aux États-Unis, les marchés des titres à revenu fixe n'ont pas réagi symétriquement aux données économiques mitigées, restant indifférents aux mauvaises nouvelles. Ainsi, le 29 juillet, les rendements se sont repliés, malgré un indice de confiance des consommateurs bien plus faible qu'escompté. Quoi qu'il en soit, les chiffres ont semblé avoir moins d'influence que les préoccupations suscitées par les initiatives de la Réserve fédérale et les opérations de couverture d'hypothèques (voir ci-après).

Seul le Japon a affiché des indicateurs économiques clairement positifs. La montée des rendements en yens s'est nettement accentuée après l'annonce, le 1<sup>er</sup> juillet, d'une enquête *Tankan* meilleure qu'anticipé ; elle s'est

Répercussions du marché du yen

Les données économiques n'ont pas surpris outre mesure ...

... sauf au Japon

poursuivie après le mauvais accueil réservé à l'adjudication de titres à 10 ans, le 3 juillet. Le lendemain, la volatilité intrajournalière a culminé sur le marché nippon, le 10 ans enregistrant 1,4 % en séance avant de revenir à 1,05 % à la clôture.

Stabilisation temporaire du marché du yen

Les mesures prises par les autorités japonaises semblent avoir nettement contribué au retour de la stabilité sur le marché du yen. Dans les jours qui ont suivi le 4 juillet, le ministère des Finances a annoncé une série de dispositions visant à réduire la volatilité, notamment opérations de préadjudication et rachats de titres à 5 ans. En outre, les observateurs ont vu dans la décision, en mai, de la Banque du Japon de passer d'une évaluation à la valeur de marché à une comptabilisation au coût non amorti de son propre portefeuille d'obligations d'État un signal de sa volonté d'accroître ses achats fermes si nécessaire. Cette initiative a contribué à la stabilisation du marché du yen, et la corrélation entre les variations quotidiennes en pourcentage des rendements japonais, allemands et américains s'est fortement atténuée après le 15 juillet.

Les marchés obligataires ont fait l'objet d'une troisième vague de ventes, après la présentation par le Président de la Réserve fédérale du rapport semestriel de politique monétaire devant le Congrès le 15 juillet. Pour les intervenants, ce compte rendu et l'audition ultérieure ont confirmé que la Fed était moins susceptible qu'ils ne l'avaient envisagé de mettre en œuvre des actions non conventionnelles. Le rapport estimait que des situations appelant de telles mesures ne risquaient guère de se produire, faisant observer, d'une part, que la politique monétaire pouvait encore être assouplie au besoin par des moyens conventionnels et, d'autre part, que des signes de reprise se faisaient sentir. Les rendements en dollars se sont élevés immédiatement après, le 10 ans gagnant 20 points de base, le 15 juillet, puis 55 points jusqu'à fin juillet. En outre, la volatilité implicite des contrats sur titres du Trésor a fortement augmenté sur cette période. Des facteurs de marché spécifiques aux États-Unis, en particulier l'activité de couverture d'hypothèques, ont grandement contribué à ces dégagements massifs (voir ci-après).

Les rendements en euros ont continué à s'orienter en fonction des États-Unis, moins étroitement cependant que durant la phase précédente. Celui du *Bund* a augmenté de 30 points de base les deux dernières semaines de juillet, à 3,97 %. La volatilité implicite du contrat à terme *Bund* s'est accrue également, bien moins toutefois que son équivalent américain.

Le marché du yen paraît être resté alors insensible à l'évolution du marché du dollar. Il a toutefois enregistré une quatrième vague de dégagements en août : le rendement du titre d'État à 10 ans a grimpé de plus de 55 points de base, à 1,47 %, les trois dernières semaines. Ce mouvement a suivi la publication de données meilleures qu'anticipé : forte croissance du PIB au deuxième trimestre et très bons résultats des commandes de machines-outils. À noter également l'incidence des réaménagements de portefeuille des fonds spéculatifs étrangers et autres investisseurs, qui ont privilégié les actions au détriment des obligations, grâce à de nouveaux gains sur les actions nippones. Les autorités semblent avoir accepté la hausse des taux découlant de l'amélioration des perspectives économiques.

Nouvelle vague de ventes de valeurs du Trésor mi-juillet ...

... et poussée des rendements des obligations d'État japonaises à la mi-août

## Déstabilisation des contrats d'échange par les couvertures d'hypothèques

Le marché américain des titres à revenu fixe se distingue par l'ampleur et la structure de son compartiment hypothécaire. Si la volatilité y est restée assez stable à la suite de l'envolée initiale des rendements, les couvertures d'hypothèques ont contribué à modifier la dynamique de marché après le nouvel accès du 15 juillet. La poussée des rendements à long terme a brusquement allongé la durée des titres adossés à des hypothèques (TAH), de sorte que leurs détenteurs ont mis tout en œuvre pour ajuster leurs couvertures de taux d'intérêt (encadré ci-après). La durée de l'indice Lehman a augmenté, passant de 0,5 an à 1,8 an entre mi-juin et mi-juillet et à plus de trois ans début août, gagnant même 0,4 an le 15 juillet. Les efforts déployés pour couvrir cet allongement de durée semblent avoir eu une incidence plus étendue et plus marquée sur les marchés américains que lors des précédents épisodes de flambée des rendements. Cela s'explique sans doute par l'extension en volume, tant en termes absolus qu'en valeur relative, du marché des TAH.

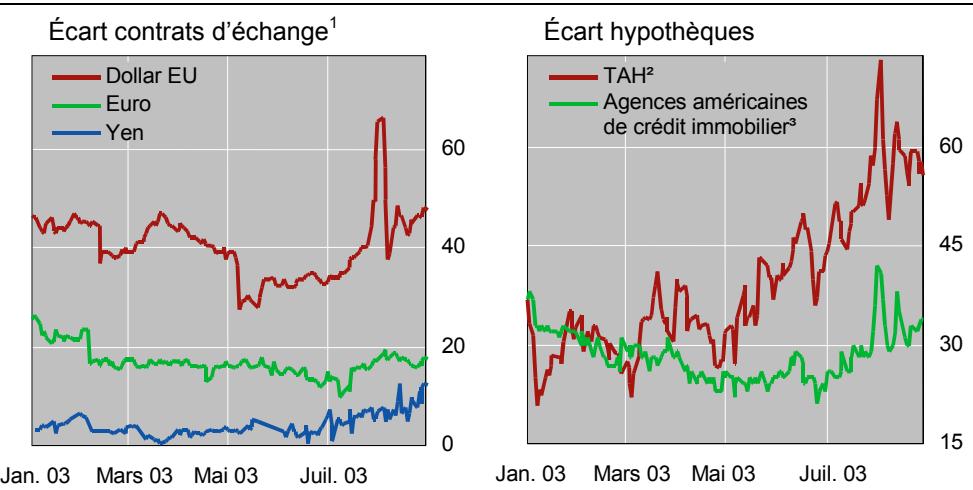
Par suite de cette activité de couverture, les écarts se sont amplifiés et la volatilité s'est accrue. Le rendement du Trésor EU à 10 ans a fait un bond, passant de 3,72 % mi-juillet à 4,41 % fin juillet, en partie à cause des ventes à découvert des détenteurs de TAH cherchant à réduire la durée de leurs portefeuilles. Des opérations analogues ont fait doubler l'écart des contrats d'échange en dollars, à 65 points de base, les deux dernières semaines de juillet (graphique 1.4). De fait, les marchés d'échange sont devenus à sens unique : les ordres de vente ont entraîné une baisse des prix qui, à son tour, a généré un surcroît d'ordres de vente. Ce courant vendeur a également

Les répercussions des couvertures d'hypothèques ...

... contribuent à la forte augmentation des écarts des contrats d'échange en dollars

### Contrats d'échange et hypothèques

En points de base



<sup>1</sup> Contrats 5 ans. <sup>2</sup> Écart, ajusté en fonction des clauses optionnelles : calculs Lehman Brothers.

<sup>3</sup> Écart, ajusté en fonction des clauses optionnelles, pour les titres AAA : calculs Merrill Lynch.

Sources : Bloomberg ; Lehman Brothers ; Merrill Lynch.

Graphique 1.4

## Incidence des couvertures de titres hypothécaires sur les marchés financiers américains

Actuellement, les systèmes de gestion des risques, qui visent à réduire la volatilité des bénéfices ou des fonds propres des divers établissements, peuvent parfois accroître celle des marchés financiers dans leur ensemble. Dans le contexte des récents dégagements sur les marchés à revenu fixe, on peut citer à cet égard les couvertures liées aux titres adossés à des hypothèques (TAH), qui ont eu des répercussions plus profondes et plus étendues que lors de précédentes périodes de volatilité, notamment en 1994<sup>1</sup>.

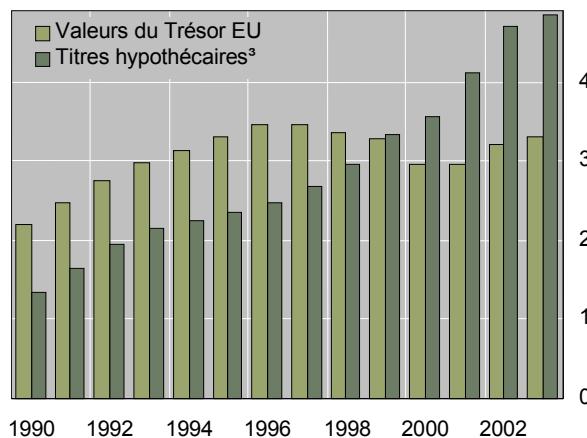
Comment des marchés hypothécaires titrisés peuvent-ils accroître la volatilité de marché ? Devant le risque de remboursement anticipé inhérent aux TAH en provenance des États-Unis - risque que les propriétaires refinancent leur hypothèque avant l'échéance prévue -, les mouvements des taux d'intérêt ont souvent une forte incidence sur la durée de vie moyenne d'un TAH ou, plus précisément, sa duration ajustée en fonction des clauses optionnelles. Par exemple, quand les taux d'intérêt montent, les propriétaires sont moins nombreux à refinancer leur hypothèque, ce qui entraîne un allongement de la duration. Les investisseurs en TAH couvrent généralement leur exposition aux variations des taux au moyen de titres du Trésor, contrats d'échange ou dérivés. Ils peuvent ainsi se prémunir contre une hausse des taux de plusieurs manières : en prenant une position courte sur valeurs du Trésor sur le marché au comptant, en vendant des contrats à terme sur obligation du Trésor, en s'engageant à payer le volet fixe d'un contrat d'échange ou en achetant une option octroyant ce droit. En conséquence, toute modification de la duration des TAH peut accentuer les mouvements des cours sur ces autres marchés.

L'incidence potentielle de l'activité de couverture des détenteurs de TAH sur les autres segments des marchés des titres à revenu fixe s'est accrue ces dernières années, en raison de l'évolution de la structure des marchés hypothécaires et connexes. Premièrement, la dimension même des marchés hypothécaires est une source de vulnérabilité. Le marché américain des TAH a doublé de volume depuis 1995 et est devenu le plus grand marché à revenu fixe : fin mars 2003, l'encours de TAH totalisait \$4 900 milliards, contre un encours de \$3 300 milliards de titres du Trésor (graphique ci-dessous). Un rééquilibrage soudain par les détenteurs de TAH pourrait affecter la tenue de marché.

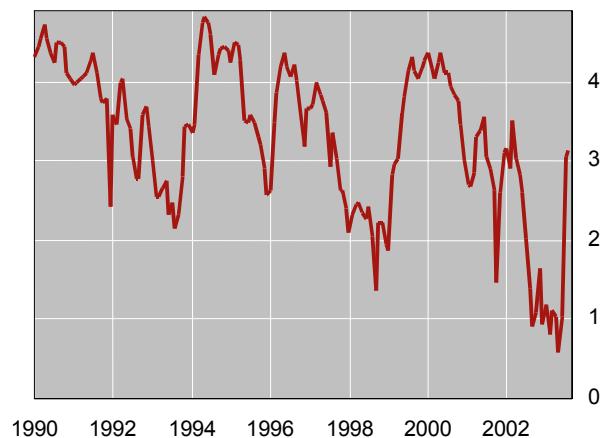
Deuxièmement, les multiples refinancements effectués depuis 2000 ont regroupé des TAH assortis de coupons similaires. Parmi les titres inclus dans l'indice Lehman Brothers, 70 % ont un coupon compris entre 5,5 et 6,5 %. Une telle concentration signifie que la sensibilité des TAH aux mouvements des taux d'intérêt a été identique pour un grand nombre de portefeuilles, renforçant ainsi l'éventualité d'un rééquilibrage soudain et généralisé en cas de variation des taux.

Troisièmement, sur certains marchés connexes, tels que celui des contrats d'échange, la concentration sur un petit nombre d'opérateurs de l'activité de couverture de gré à gré semble avoir rendu ces marchés plus vulnérables à une perte de liquidité. En période de forte volatilité, il suffit qu'un ou deux opérateurs franchissent leurs limites de risque et réduisent leur activité de tenue de marché pour que l'ensemble du marché souffre d'une perte de liquidité. En fait, c'est apparemment ce qui s'est produit le 1<sup>er</sup> août, lorsque la pénurie de liquidité a entraîné une flambée des écarts des contrats d'échange en dollars EU.

### Encours<sup>1</sup>



### Duration<sup>2</sup>



<sup>1</sup> En milliers de milliards de dollars EU. <sup>2</sup> Duration modifiée ajustée de l'indice Lehman Brothers des TAH à taux fixe aux États-Unis ; fin de mois. <sup>3</sup> TAH des agences fédérales et d'organismes privés ainsi qu'obligations garanties par des hypothèques.

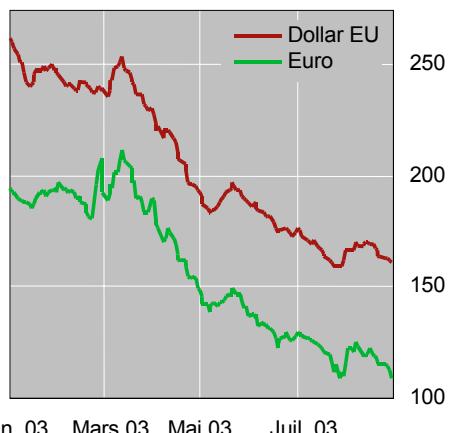
Sources : Bond Market Association ; Lehman Brothers.

<sup>4</sup> Voir, par exemple, J. Fernald, F. Keane et P. Mosser, « Mortgage security hedging and the yield curve », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, été-automne 1994.

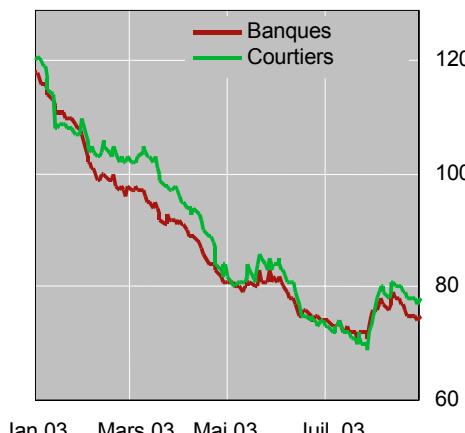
## Primes de risque<sup>1</sup>

En points de base

### Obligations BBB



### Établissements financiers



<sup>1</sup> Prime, ajustée en fonction des clauses optionnelles, sur obligation d'État ; indices d'obligations d'entreprises : calculs Merrill Lynch.

Sources : Bloomberg ; Merrill Lynch.

Graphique 1.5

provoqué une hausse de 30 points de base des écarts des TAH en juillet, qui a abouti à un sommet de 74 points, le 4 août.

Les marchés hypothécaires ont été particulièrement volatils fin juillet et début août. Devant l'élargissement des écarts des contrats d'échange, certains opérateurs avaient franchi leurs limites de risque de marché, ce qui les a amenés à réduire leurs activités. Étant donné la prédominance de quelques opérateurs sur le marché, les conditions de liquidité se sont rapidement détériorées, ce qui a rendu la couverture des TAH plus difficile et incité leurs détenteurs à vendre, de sorte que les primes se sont encore élargies.

Pour une fois, les adjudications de titres du Trésor EU ont également renforcé la volatilité début août. L'annonce de leurs résultats n'a habituellement guère d'incidence sur le marché du Trésor. Pourtant, le 5 août, le 10 ans a gagné 10 points de base, après l'écho mitigé rencontré par l'adjudication de titres à 3 ans. Les offres suivantes ont été mieux reçues, de sorte que les rendements se sont repliés.

Autre développement notable : les primes de risque n'ont été que modérément affectées par l'évolution des marchés des hypothèques et des contrats d'échange. Lors d'épisodes d'extrême volatilité, tels que la débâcle de LTCM en 1998, elles s'étaient accrues vis-à-vis des titres du Trésor au moins autant que les écarts de contrats d'échange. La différence de taux entre obligations d'entreprises et valeurs du Trésor s'est bien accentuée vers fin juillet, signe révélateur d'un ajustement des primes de risque des obligations d'entreprises par rapport aux contrats d'échange, mais le mouvement a été limité (graphique 1.5). Par comparaison avec les contrats d'échange, les primes de risque se sont en fait rétrécies, les contrats sur défaut restant plus ou moins inchangés.

Incidence modérée sur les primes de risque

Les écarts sur les placements de qualité ont été favorisés par des signes d'amélioration de la qualité du crédit. Au deuxième trimestre 2003, les résultats

d'entreprises ont continué à remonter, les défauts ont diminué et le ratio de rehaussements par rapport aux déclassements a inscrit son plus haut niveau depuis 1999. En conséquence, le long redressement des marchés du crédit, qui s'était amorcé en octobre 2002, s'est poursuivi jusqu'à fin juillet. Ayant déjà abandonné 110 points de base entre mi-octobre et début mai, l'écart entre obligations d'entreprises notées triple B et valeurs du Trésor EU a encore baissé de 25 points entre début mai et fin juillet, à 160 points.

La relative quiétude des marchés du crédit atteste de la nature technique de l'élargissement des écarts de contrats d'échange fin juillet. Les investisseurs en obligations d'entreprises semblent avoir admis que le phénomène était largement dû à l'activité de couverture d'hypothèques et non à une hausse du risque de crédit global. Si les précédents épisodes d'augmentation des primes, tels que la crise de LTCM, se sont accompagnés d'une modification des perceptions du risque, les écarts des contrats sur défaut sur les grands établissements financiers sont, cette fois, restés quasiment inchangés.

Les agences de crédit immobilier américaines, Fannie Mae et Freddie Mac, ont constitué une exception, car elles ont vu leurs coûts d'emprunt augmenter sensiblement en juin et juillet. Les établissements de cette nature sont de loin les intervenants les plus importants du marché hypothécaire américain. La révélation d'irrégularités comptables et les carences présumées de la gouvernance d'entreprise auprès de Freddie Mac avaient déjà sensibilisé investisseurs et opérateurs aux insuffisances possibles de la gestion des risques dans ces deux agences. La soudaineté et l'ampleur de l'allongement des durées ont accentué ces préoccupations. Fin juillet, l'écart entre titres triple A d'agences fédérales et valeurs du Trésor s'est accru de 10 points de base, à 40 points.

Le calme relatif des marchés du crédit a permis à ceux des hypothèques et des contrats d'échange de se stabiliser début août. Les opérateurs sur dérivés de crédit, en particulier, ont profité des possibilités d'arbitrage créées par l'accroissement des écarts des contrats de taux. Une pratique courante sur le marché des dérivés consiste à acheter une obligation et une protection sur cette dernière, en empochant la différence entre prime sur obligation et écart du contrat sur défaut, celui-ci étant souvent moins élevé. Certains intervenants couvrent le risque de taux d'intérêt associé à l'achat d'obligations en payant un taux fixe. Lorsque l'écart entre obligations d'entreprises et contrats d'échange de taux s'est rétréci fin juillet, les opérateurs ayant adopté cette stratégie ont pris leurs bénéfices, vendant leurs obligations et dénouant leurs contrats. Cela a permis de rétablir un marché à deux directions. Début août, les écarts sur contrats d'échange, TAH et titres d'agence sont tous revenus de leurs sommets, s'inscrivant à des niveaux toutefois plus élevés que le mois précédent. La volatilité implicite des titres du Trésor a diminué, elle aussi.

Stabilisation  
en août pour les  
hypothèques et  
contrats d'échange

## La recherche de rendement s'atténue

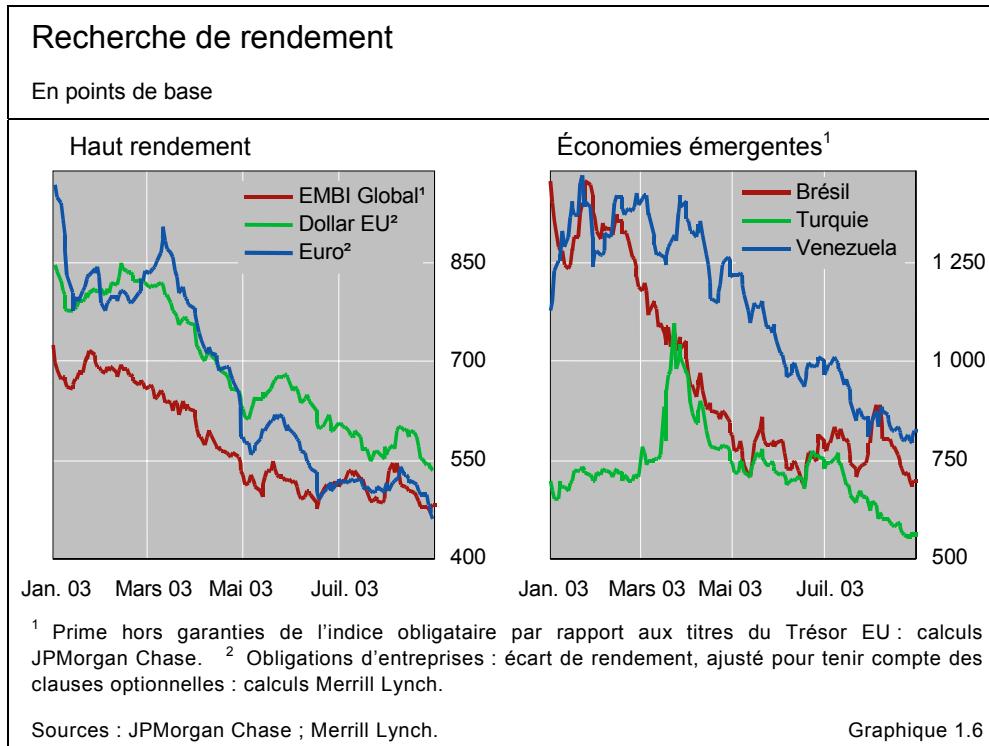
Bien qu'il n'y ait pas eu de dégagements généralisés sur les marchés du crédit, les investisseurs ont freiné leur quête de rendement. Après neuf mois d'afflux de capitaux, les fonds communs de placement américains particulièrement rémunérateurs ont fait face à des retraits fin juillet et début août. De fait, selon AMG Data Services, leur plus importante sortie jamais observée a été enregistrée la première semaine d'août.

Dans le même temps, la hausse des émissions a permis de tempérer les anticipations de désendettement des entreprises, qui avaient favorisé le rétrécissement des primes de risque les mois précédents. Profitant de la générosité des conditions de crédit, les sociétés moins bien notées ont davantage emprunté. Il en est résulté des tensions sur les primes des obligations à haut rendement (graphique 1.6). En outre, les annonces d'émissions de qualité se sont sensiblement accrues, elles aussi. Exemple notable fin juin : General Motors et ses filiales de financement ont procédé à une importante série de lancements qui, selon des informations de marché, visait à compenser les pertes subies dans le cadre de la caisse de retraite (« Marché des titres de dette »).

Les investisseurs ont également délaissé le marché des obligations des économies émergentes, dont les conditions de financement ont commencé à se détériorer vers la mi-juin, plus d'un mois avant celui des titres d'entreprises. L'indice EMBI Global a touché un creux record de 476 points de base, le 17 juin, et s'est ensuite inscrit en baisse avec la montée des rendements du Trésor. C'est le Brésil qui a été le plus durement touché : la prime sur la dette souveraine s'est élargie de quelque 200 points de base entre mi-juin et début

Les primes sur obligations à haut rendement augmentent ...

... celles des titres de dette des économies émergentes aussi ...



août, et le real s'est déprécié de 6 % vis-à-vis du dollar EU, à BRL 3,07. Même les signatures de qualité, comme l'Afrique du Sud et le Mexique, ont vu leurs primes de risque s'accroître.

Grâce aux bonnes nouvelles économiques et politiques, les primes se sont légèrement réduites début août. Fin juillet, Standard & Poor's avait rehaussé d'un cran la notation de la Turquie et du Venezuela, à B et B- respectivement. Début août, le gouvernement brésilien a fait approuver au législatif sa réforme du régime de retraite des fonctionnaires. Aux Philippines, les primes, qui avaient fait un bond de 50 points de base fin juillet suite à la rébellion de quelques membres des forces armées, ont diminué, elles aussi, grâce à l'intervention rapide du gouvernement pour maintenir l'ordre.

... même si de graves difficultés de financement sont peu probables

Le renchérissement du crédit - dû tant à l'augmentation des primes qu'à la hausse des rendements - ne devrait pas poser de difficultés majeures aux économies émergentes. De nombreux emprunteurs avaient procédé à des financements anticipés en début d'année, en prévision de la montée des rendements. Les émissions nettes, au premier semestre 2003, ont dépassé de près de 30 % leur niveau de la même période de 2002 (« Marché des titres de dette »). En outre, les résidents des économies émergentes se reportent de plus en plus sur les marchés obligataires locaux pour satisfaire leurs besoins de financement (étude « Évolution des liens entre marchés à maturité et marchés émergents »).

En fait, l'atténuation de la recherche de rendement n'est pas forcément un développement défavorable pour certaines économies. Des entrées de capitaux à court terme avaient exercé des tensions sur plusieurs monnaies, menaçant de peser à leur tour sur les exportations. Diverses économies émergentes ont réagi en intensifiant les contrôles sur les entrées de capitaux ou en les supprimant sur les sorties. Ainsi, l'Argentine a imposé, en mai, des contrôles sur les afflux à court terme. La Chine les a assouplis sur les sorties, en juin, de même que la Thaïlande le mois suivant.

### Les valeurs bancaires suivent le rythme du marché des actions

Le marché des actions conserve ses gains antérieurs ...

Les dégagements sur les marchés obligataires n'ont guère eu d'incidence directe sur les actions. Les places américaines et européennes s'étaient redressées en avril et mai, grâce aux anticipations de reprise de la croissance. Dans la mesure où la montée des rendements résultait d'une perception analogue, les investisseurs en obligations ont semblé vouloir seulement rejoindre l'optimisme des opérateurs sur actions.

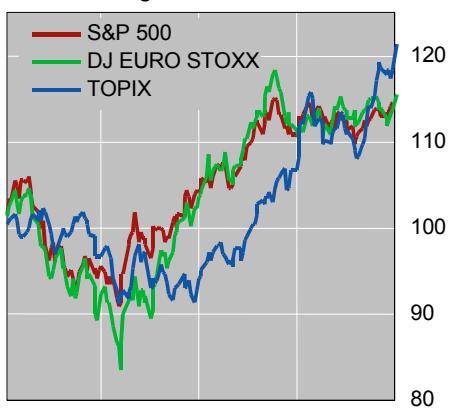
... tandis que les valeurs financières restent insensibles à la hausse des taux

Il convient de noter que le secteur financier a suivi le rythme du marché global des actions, malgré la montée des taux longs. Les cotations de Fannie Mae et Freddie Mac se sont repliées début juin, suite à la révélation de carences dans la gouvernance d'entreprise, puis de nouveau la seconde quinzaine, en raison de la volatilité des marchés hypothécaires. Cependant, les cours des actions de la majorité des autres établissements financiers américains et européens sont restés largement inchangés, signe que les intervenants n'étaient pas préoccupés par la vulnérabilité des bilans de ces établissements.

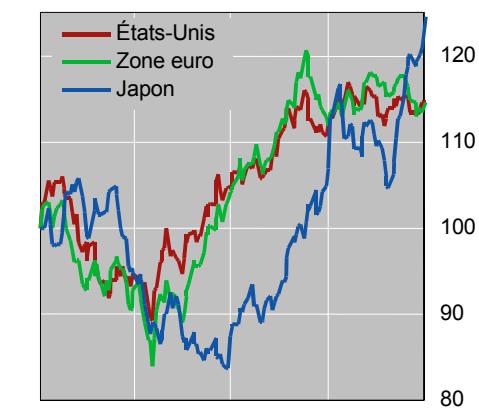
## Marchés des actions

Fin décembre 2002 = 100

### Indices larges



### Établissements financiers



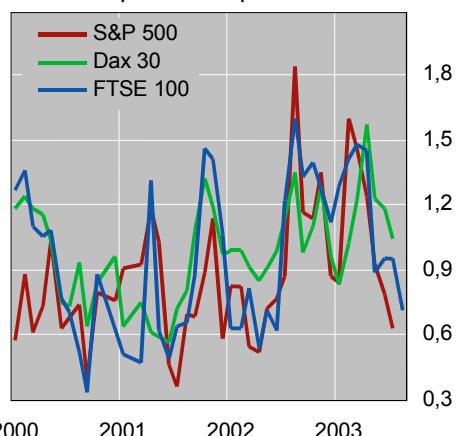
Sources : Bloomberg ; Datastream.

Graphique 1.7

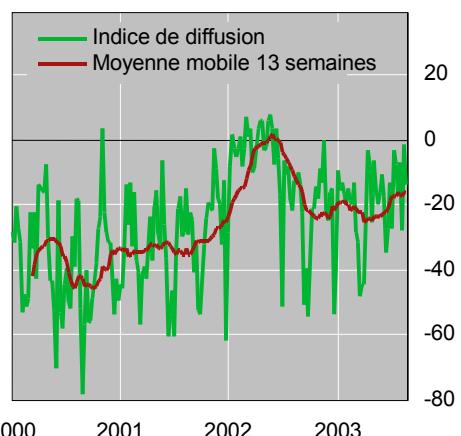
Le redressement des marchés des actions aux États-Unis et en Europe s'est interrompu en juillet, même lorsque les estimations sur l'aversion effective des investisseurs à l'égard du risque ont continué à fléchir (graphique 1.7). Cette aversion a semblé suivre les mouvements significatifs du marché plutôt que les précéder. Les bénéfices, qui ont généralement dépassé les anticipations, ne sont pas parvenus à soutenir le rebond du marché. De plus en plus, les investisseurs ont paru ne pas tenir compte, dans les prévisions des analystes, d'une nouvelle accélération des bénéfices au second semestre et

## Aversion pour le risque et avertissements sur résultats

### Aversion pour le risque<sup>1</sup>



### Avertissements sur résultats<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Valeurs obtenues en comparant les probabilités implicites des prix des options aux probabilités estimées à partir d'une série chronologique de rendements réalisés au moyen de l'approche de N. Tarashev et al. « Attitude des investisseurs à l'égard du risque : enseignements fournis par les options », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2003. <sup>2</sup> Différence entre annonces positives et négatives des entreprises concernant les résultats prévus, en % du total des annonces.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 1.8

accorder davantage de crédit aux avertissements sur résultats (graphique 1.8). Un exemple notable a été l'annonce du distributeur américain Costco, le 5 août, prévoyant une chute des bénéfices, qui a entraîné un repli du marché.

Les marchés asiatiques se sont démarqués pour la plupart de leurs homologues américains et européens entre mai et août. Au Japon, des surprises économiques positives ont contribué à une hausse de près de 20 % du TOPIX entre fin mai et fin août. De fortes progressions ont suivi la publication de l'enquête *Tankan*, le 4 juillet, et du chiffre du PIB au deuxième trimestre, le 12 août. Investir sur le marché japonais des actions a fini par être considéré comme une stratégie misant sur une reflation à l'échelle mondiale et a donc attiré d'importants capitaux étrangers. La baisse marquée des indices nippons a généralement été associée à des annonces de résultats médiocres dans le secteur technologique aux États-Unis, le marché japonais étant resté tributaire de la vigueur de la reprise américaine à venir.

Les banques nippones se sont particulièrement bien comportées sur la période. Les investisseurs ont apparemment estimé que les pertes sur les portefeuilles d'obligations des banques, dues à la poussée des rendements, seraient largement compensées par leurs gains sur actions et la baisse des taux des défauts de paiements. Les entreprises en difficulté financière ont obtenu, en outre, de bons résultats. La recapitalisation publique, annoncée en mai, de Resona, cinquième groupe bancaire japonais (opération très favorable pour les actionnaires existants), a été considérée comme un signal que le gouvernement soutiendrait le système bancaire pour préserver les petits emprunteurs des faillites.

Les autres places asiatiques, qui s'étaient nettement moins bien comportées que leurs homologues américaines et européennes en début d'année, ont regagné du terrain à partir de mai. En Thaïlande, en Inde et à Taiwan, elles ont toutes repris plus de 30 % en termes de monnaie nationale entre début mai et fin août. Les craintes suscitées par le virus SRAS, qui ont eu une lourde incidence durant l'année, se sont atténuées, grâce à la baisse du nombre de cas signalés. Les marchés ont été soutenus, par ailleurs, par la vigueur continue des exportations de la région.