

Vue d'ensemble : les marchés touchés par de nouvelles préoccupations liées au risque de crédit

La période analysée a été dominée par une dégradation supplémentaire du marché du logement aux États-Unis et par les risques économiques et financiers qui y sont associés. Les prix des actifs à risque se sont redressés jusqu'en octobre, les inquiétudes face au risque systémique s'étant atténuées, grâce surtout à l'action résolue des banques centrales sur les marchés monétaires. Les incertitudes concernant les expositions au risque de crédit – notamment pour les instruments hypothécaires – n'ont pas disparu, cependant, ce qui a renforcé la crainte plus générale d'une aggravation des difficultés du marché du logement aux États-Unis et, en définitive, d'un affaiblissement plus large de l'économie. Le sentiment a recommencé à se détériorer à partir de mi-octobre, quand les opérateurs sont redevenus attentifs à ces risques, alors que les conditions restaient tendues sur les marchés monétaires.

Dans ce contexte, et compte tenu des nouveaux sommets atteints par les cours du pétrole, les marchés des actions ont chuté sur les principales places. Le secteur financier a été le plus durement touché, après une série d'annonces, par les banques, de millions de dollars de dépréciations à la suite de pertes de crédit. En outre, le secteur des entreprises aux États-Unis a, pour la première fois depuis longtemps, enregistré une baisse des bénéfices au troisième trimestre, d'une année sur l'autre.

Dans ce climat, les rendements des obligations d'État se sont contractés dans les grands pays industrialisés, du simple fait qu'il s'agit de valeurs refuges, mais aussi en raison d'anticipations d'un ralentissement économique. Le recul des rendements a été renforcé par la montée des anticipations d'assouplissement monétaire, surtout aux États-Unis, lesquelles, combinées à la vive hausse des cours du pétrole, ont pu contribuer à l'élévation du point mort d'inflation dans plusieurs pays.

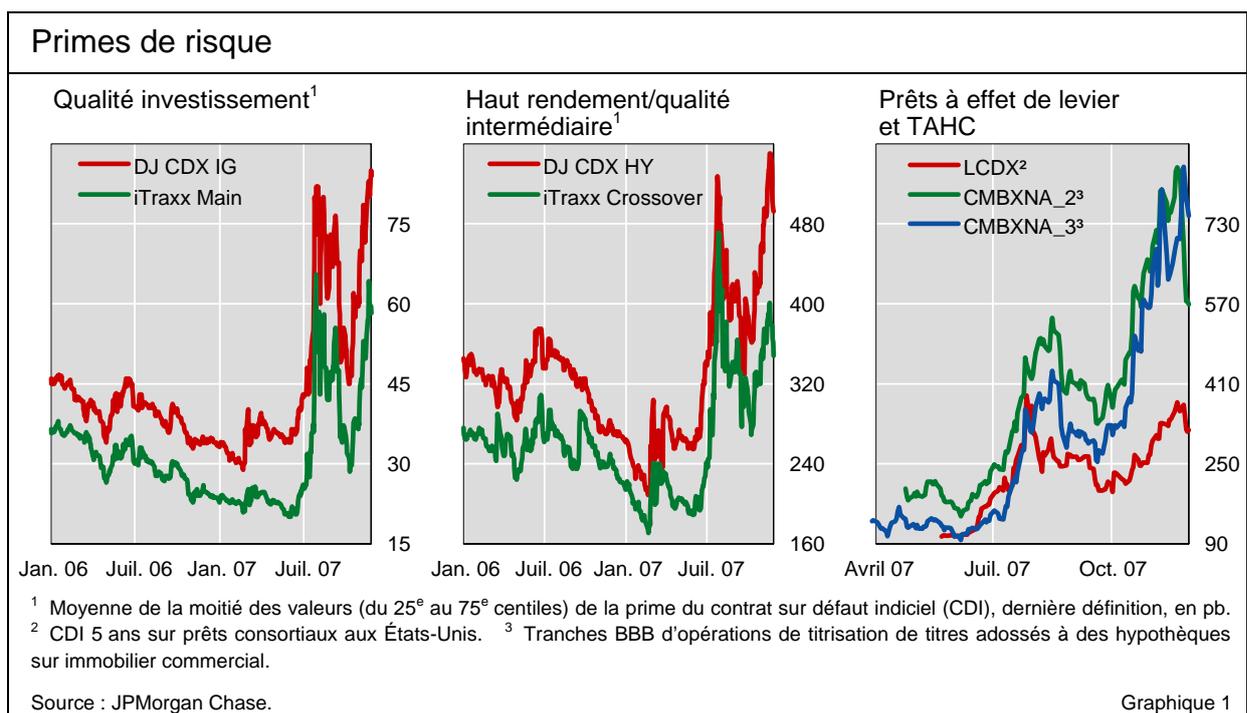
Bien qu'entraînés à la baisse par le repli général des marchés en fin de période, les actifs des économies émergentes ont bénéficié du fait que les risques pour la croissance ont été perçus comme devant être plus limités dans beaucoup de ces économies que dans les pays industrialisés. Les marchés des actions, en particulier, se sont mieux comportés, soutenus par les anticipations d'une poursuite de la forte hausse des bénéfices.

Le marché de la dette encore une fois sur le devant de la scène

L'évolution du marché de la dette a connu deux phases entre fin août et fin novembre : reprise temporaire, suivie d'un nouvel épisode de faiblesse généralisée. Le marché de la dette s'est redressé, dans son ensemble, jusqu'à mi-octobre, après des injections de liquidité répétées des banques centrales sur les marchés monétaires interbancaires et une baisse des taux directeurs aux États-Unis. Cependant, des nouvelles négatives concernant le marché américain du logement ont ensuite ravivé les préoccupations entourant les expositions directes et indirectes aux risques économiques et financiers associés. En conséquence, les grands indices de primes de risque, qui avaient touché des creux le 11 octobre ou aux environs de cette date, ont recommencé à monter. Entre fin août et le 30 novembre, l'indice américain CDX 5 ans s'est accru de 85 pb (à 492 pb) pour la catégorie à haut rendement et de 9 pb (à 76 pb) pour la catégorie investissement. Entre temps, il avait d'abord dépassé les sommets de fin juillet, avant de diminuer un peu. Les indices européens ont globalement suivi leurs homologues américains, repassant à 348 pb pour l'iTraxx Crossover et à près de 53 pb pour la catégorie investissement. À ces niveaux, les indices à haut rendement se situaient un peu au-dessus des valeurs associées par le passé à de faibles taux de défaut, ce qui laisse penser que les marchés anticipaient une hausse du risque de défaut (graphique 1, cadres de gauche et du milieu).

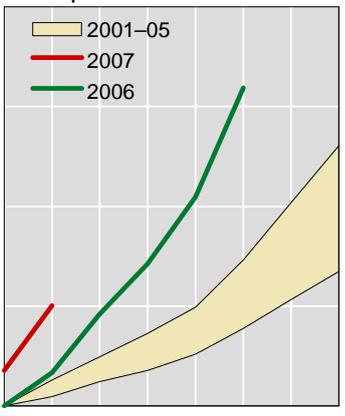
Fin septembre, notamment, le marché de la dette s'est largement redressé, la décision du Comité fédéral de l'open market (CFOM) d'abaisser l'objectif des fonds fédéraux de 50 pb, le 18 du mois, ayant déclenché une vive réaction des cours dans tous les segments du marché. Les primes de risque se sont nettement resserrées avec l'atténuation des craintes immédiates de risque systémique. Le sentiment positif a été renforcé par l'annonce par de grandes

Le marché de la dette se redresse jusqu'en octobre...

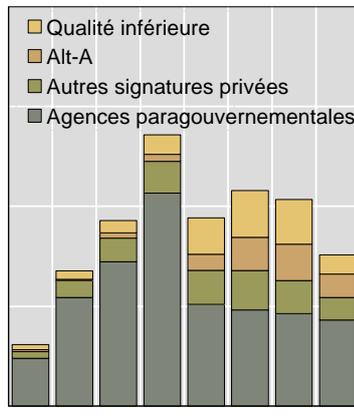


Marché hypothécaire aux États-Unis

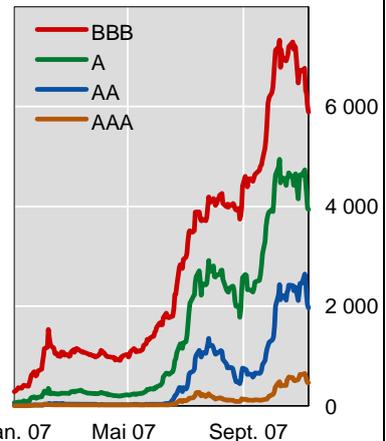
Taux de défaut sur les prêts à risque¹



Émission de TAH²



Primes sur tranches ABX³



¹ Prêts hypothécaires en souffrance (60 jours et plus), par année d'octroi, en % du total. En abscisse : nombre de mois après l'octroi. ² Titres adossés à des hypothèques, en milliers de milliards de dollars EU ; 2007 : trois premiers trimestres. ³ Indice JPMorgan Chase ABX.HE 2007-1 : indice d'ABS référencés sur prêts hypothécaires (immobilier résidentiel), dernière définition de l'indice ; primes de clôture, en pb.

Sources : JPMorgan Chase ; LoanPerformance ; UBS.

Graphique 2

banques d'importantes dépréciations qui, à l'époque, ont été considérées comme apportant une transparence tout à fait nécessaire sur les pertes liées aux titres hypothécaires. La reprise du marché a ensuite permis aux banques de reprendre leurs financements (\$400 milliards de prêts à effet de levier et d'obligations à haut rendement étaient en attente). L'indice LCDX de contrats dérivés sur défaut référencés sur des prêts bancaires garantis privilégiés se situait autour de 200 pb fin septembre, signe d'une amélioration des conditions (graphique 1, cadre de droite). Fin octobre, le montant des opérations en suspens avait été ramené à un niveau proche de \$245 milliards, plusieurs transactions auparavant retardées (comme First Data et TXU) ayant été relancées et placées sur le marché.

Malgré cette reprise, les conditions du marché sont demeurées peu favorables pour les instruments structurés, qui ont continué de souffrir de la détérioration de la qualité des actifs et des incertitudes entourant les valorisations. L'octroi de prêts hypothécaires de moindre qualité ayant pratiquement cessé et les autres produits hors agences fédérales ayant beaucoup ralenti, les grosses opérations de titrisation de qualité supérieure et Alt-A sont revenues à environ \$3 milliards nets en septembre, au lieu d'environ \$30 milliards par mois, voire plus, en 2005 et 2006. Étant donné le nombre important de prêts hypothécaires dont le taux sera révisé en 2008, la faiblesse des émissions nettes indiquait un nouveau ralentissement des remboursements anticipés et préluait à une augmentation des défauts – deux indicateurs qui suggéraient déjà depuis quelque temps une détérioration rapide des conditions fondamentales du crédit (graphique 2, cadres de gauche et du milieu). La publication de statistiques sur le logement, le 27 septembre, n'a fait qu'alourdir le climat, en révélant une baisse de 21 % des ventes de logements neufs par rapport à l'année précédente.

...malgré des préoccupations persistantes concernant la qualité des actifs...

...et la faiblesse des statistiques du marché du logement

Le sentiment s'est encore assombri à partir de la mi-octobre, lorsqu'une nouvelle vague de déclassements d'obligations hypothécaires a déclenché une seconde phase de faiblesse généralisée du marché de la dette. Entre le 11 et le 19 octobre, Moody's et Standard & Poor's ont déclassé chacun plus de 2 500 titres hypothécaires de moindre qualité, pour une valeur nominale à l'émission de quelque \$80 milliards. Ces déclassements sont intervenus alors que Fitch avait déjà procédé, le 8 octobre, à des révisions de ses notations portant sur environ \$18 milliards de titres datant de 2006. Ces déclassements touchant nombre de composantes des divers indices ABX.HE, les primes ABX se sont alors fortement élargies (graphique 2, cadre de droite), bien que les déclassements aient été largement anticipés en raison de mauvais chiffres de défauts sur les obligations constituant l'indice ABX (encadré 1). Les tranches privilégiées ont même eu tendance à enregistrer de moins bons résultats que celles de notation inférieure, car les opérateurs s'attendaient de plus en plus que les pertes finissent par franchir tous les seuils de protection. Si les primes se sont quelque peu stabilisées début novembre, on estime que les agents ayant investi dans les tranches de 2006 notées AA ont subi des pertes comptables de l'ordre de 30 % entre fin août et fin novembre, contre environ 20 % sur les tranches notées à l'origine BBB. Les primes des contrats indiciaires sur créances hypothécaires commerciales ont également augmenté, ce qui laisse penser que les investisseurs estimaient que ce secteur serait à son tour contaminé (graphique 1, cadre de droite).

De nouveaux
déclassements
de signatures de
moindre qualité...

Les nouvelles pressions à la vente sur les marchés hypothécaires s'expliquaient en partie par les préoccupations concernant des ventes d'actifs par des CDO et des véhicules d'investissements structurés (SIV). Or, plus de 500 CDO ont une exposition directe aux actifs déclassés par Moody's (pour ne mentionner que ceux-là). Il est apparu que les décotes sur les sûretés étayant les notations pouvaient permettre aux investisseurs privilégiés de faire jouer une clause les autorisant à liquider les sûretés sous-jacentes. Le problème apparenté des pertes comptables sur actifs détenus par des SIV est revenu d'actualité le 19 octobre, quand deux SIV n'ont pas été capables d'honorer leur dette, générant des craintes de ventes forcées d'actifs. Le marché du papier commercial donnait pourtant des signes de stabilisation, comme le montre la baisse des primes sur papier commercial adossé à des actifs (PCAA) bénéficiant d'un soutien de liquidité de 100 % (graphique 3, cadre de droite). Simultanément, les volumes continuaient néanmoins de diminuer et les financements restaient orientés vers le court terme (maximum 1 semaine), les investisseurs ayant toujours du mal à valoriser les sûretés de leur PCAA sur des marchés très peu liquides (graphique 3, cadres du milieu et de gauche).

...et des pertes
comptables aux
prix du marché...

...font à nouveau
craindre des ventes
forcées d'actifs

À partir de mi-octobre, le sentiment négatif dans le domaine des prêts hypothécaires s'est mis à rejaillir une fois encore sur le marché de la dette en général, les investisseurs redevenant sensibles aux problèmes non résolus concernant les expositions aux actifs à risque. L'incertitude persistante quant à l'ampleur et à la répartition des pertes résultant de ces expositions est illustrée

Les marchés
redeviennent
sensibles au degré
d'exposition
au risque...

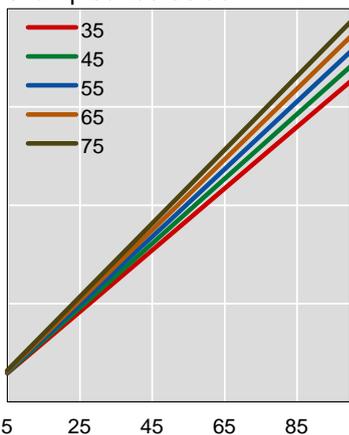
Encadré 1 : Crédits hypothécaires à risque : estimation sommaire de la dynamique des pertes

Les analystes des secteurs public et privé déplorent depuis longtemps que l'expansion rapide des marchés d'instruments financiers structurés, qui, certes, permettent aux intervenants de mieux tarifier et répartir les risques, a fait qu'il est devenu plus difficile de suivre la redistribution des risques dans le système financier¹. Précisément, les turbulences observées au second semestre 2007 sur l'ensemble des marchés financiers doivent beaucoup aux incertitudes quant à l'ampleur et à la distribution des pertes liées aux crédits hypothécaires à risque. Le présent encadré examine un aspect particulier de ces incertitudes : la situation complexe résultant de la (re)titrisation des prêts hypothécaires de moindre qualité. Pour cela, les auteurs soumettent à une analyse de sensibilité les projections de pertes sur un fonds de titres garantis par des crédits au logement. Deux conclusions majeures se dégagent : aux taux d'impayés actuels, les modèles, à partir d'hypothèses plausibles, peuvent produire des projections de pertes élevées ; des variations relativement mineures des hypothèses modélisées peuvent se traduire par de fortes augmentations des pertes projetées pour diverses tranches d'instruments présentant une exposition aux crédits hypothécaires à risque. Cela peut expliquer les nombreux déclassements décidés récemment par les agences de notation ainsi que l'évolution de la tarification d'instruments tels que l'indice ABX.

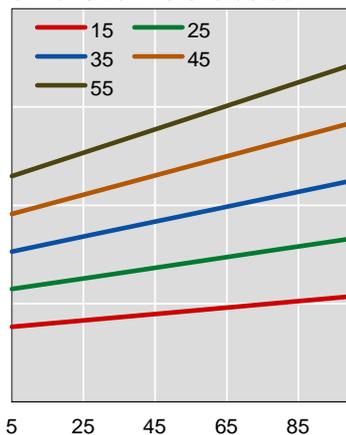
Les expositions sur crédits hypothécaires à risque ayant été largement titrisées, la dégradation du marché hypothécaire s'est inévitablement propagée aux instruments de (re)titrisation (*asset-backed securities* – ABS ; *collateralised debt obligations* – CDO) fondés sur ces crédits. Les impayés sur crédits à risque sont en hausse depuis 2005 et vont vraisemblablement atteindre un nouveau record, surtout pour les crédits les plus récents. Mais, entre la matérialisation des pertes sur les sous-jacents (quelle que soit leur qualité initiale) et celle des pertes sur les titres présentant une exposition à ces sous-jacents, on observe un long délai. Le processus de saisie du gage immobilier peut nécessiter plus d'un an, et les fonds de créances titrisées ne sont habituellement pas comptabilisés aux prix du marché, de sorte que les véhicules de titrisation les plus récents n'enregistreront pas de pertes importantes avant 2008. Toutefois, au vu de l'évolution des impayés, les marchés s'intéressent maintenant à l'ampleur des pertes projetées et aux conditions dans lesquelles celles-ci se traduiront en pertes pour les diverses tranches d'ABS et, ultérieurement, de CDO.

Projections de pertes¹ : expositions sur l'indice ABX.HE 07-1

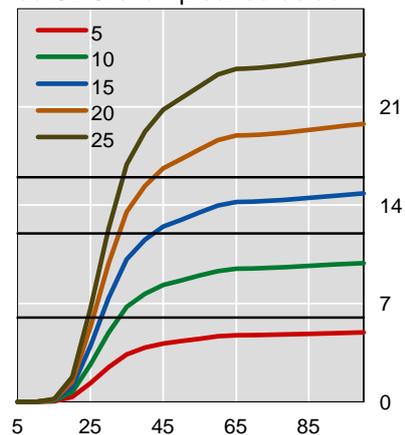
Pertes moyennes sur transactions et ampleur du défaut²



Pertes moyennes sur transactions et transition vers le défaut³



Pertes sur le fonds de sûretés du CDO et ampleur du défaut⁴



¹ En % de l'encours initial. ² Pertes moyennes (ordonnée) sur les composantes de l'indice ABX.HE 07-1, comme fonction de diverses hypothèses concernant l'ampleur du défaut (abscisse) et le taux de transition vers le défaut. ³ Pertes moyennes (ordonnée) sur les composantes de l'indice ABX.HE 07-1, comme fonction de diverses hypothèses concernant le taux de transition (abscisse) et l'ampleur du défaut. ⁴ Pertes sur le fonds de sûretés (ordonnée), comme fonction de l'ampleur du défaut (abscisse) et de la proportion d'actifs à risque présents dans le fonds, avec un taux de transition de 65 % et une exposition aux composantes individuelles de l'indice ABX.HE 07-1 correspondant à une tranche de 10-15 % de pertes. Les lignes horizontales indiquent les niveaux de pertes de 6 %, 12 % et 16 % dans le fonds de sûretés.

Sources : Intex ; Loan Performance ; UBS ; calculs BRI.

L'analyse produit une estimation sommaire des pertes résultant de la crise des crédits hypothécaires à risque en réalisant des projections simples de défaut sur la base des données, datant de novembre 2007, concernant les impayés et les saisies à partir des transactions individuelles. Le fonds de créances échantillon correspond aux composantes de l'indice ABX.HE 07-1 (opérations de titrisation de crédits au logement). La démarche procède en trois étapes. Premièrement, sur la base d'une hypothèse de taux de transition vers le défaut (c'est-à-dire le pourcentage de prêts actuellement en souffrance qui donneront lieu à une saisie ou à une procédure judiciaire plus large), les données sur les impayés sont transposées en projections de défaut. Deuxièmement, ces projections sont positionnées dans le temps sur la base des relations historiques entre l'âge moyen des crédits hypothécaires et le pourcentage de pertes observé sur la durée de vie des crédits hypothécaires selon l'année d'octroi^①. Troisièmement, les projections de défaut ainsi obtenues, combinées à des hypothèses d'ampleur du défaut, permettent d'établir des projections de pertes sur la durée de vie des crédits. Afin de mesurer la sensibilité de ces projections à une variation des paramètres, les auteurs font varier l'ampleur du défaut et le taux de transition, produisant ainsi une matrice de projections de pertes pour différents jeux d'hypothèses.

Les pertes sur la durée de vie d'un portefeuille composé, en pondérations égales, des 20 titres constitutifs de l'indice ABX.HE 07-1 sont projetées comme fonction de deux variables : ampleur du défaut et taux de transition (graphique, cadres de gauche et du milieu). Ces pertes projetées franchissent le seuil de 10 % pour une ampleur du défaut de quelque 25 %, et elles dépassent 15 % pour une ampleur du défaut de 35 % et plus. Jusqu'à présent, une hausse des prix du logement faible ou négative s'est accompagnée d'un taux de transition de 60–70 % et d'une ampleur du défaut de l'ordre de 30–40 %. Les pertes projetées se situeraient donc à 15 %, voire plus. Étant donné la faiblesse exceptionnelle du contexte actuel, des pertes bien plus élevées sont même possibles, ce qui explique que l'indice ABX se négocie avec de fortes décotes.

La même analyse est reprise afin d'illustrer la dynamique des pertes sur un CDO hypothétique dont le fonds de sûretés comporte en partie des opérations de titrisation de crédits hypothécaires à risque^②. Le graphique (cadre de droite) montre les projections de pertes sur un CDO constitué, en pondérations égales, des composantes de l'indice ABX, pour une tranche de 10–15 % de pertes^③ (ce qui signifie que les pertes subies au niveau des ABS sous-jacents ne se propageront aux fonds de sûretés du CDO que lorsque les premiers 10 % de pertes auront été absorbés par les créances sous-jacentes à l'ABS, et que le taux de pertes du CDO sera plafonné à 15 %, le reste du fonds étant tenu pour immunisé). Le graphique représente les pertes projetées sur le fonds de sûretés, avec un taux de transition fixé à 65 %, comme fonction de l'ampleur du défaut et de la proportion d'actifs de moindre qualité présente dans le fonds de sûretés. Les lignes horizontales (niveaux de pertes de 6 %, 12 % et 16 %) indiquent approximativement le point où les tranches notées BBB, AA et A, respectivement, pourraient commencer à subir des pertes, dans la mesure où les structures des montages hypothétiques remplissent les conditions correspondant à ces notes^④.

Bien que de nature hypothétique, cette analyse montre à quel point les pertes projetées sur CDO peuvent être sensibles à une variation de l'exposition aux crédits hypothécaires à risque et de l'ampleur du défaut. Selon les projections, les fonds de sûretés des CDO subirait des pertes avec une ampleur du défaut d'environ 15 %, car les pertes dépassent alors le seuil de protection fourni par les créances de rang inférieur dans le montage ABS. Pour une ampleur du défaut plus élevée, les pertes projetées sur CDO s'accroissent et s'approchent de 6 %, niveau où intervient normalement la tranche de moindre rang des CDO. Si le fonds de sûretés du CDO n'est pas très exposé aux crédits hypothécaires à risque, cette tranche de moindre rang peut être considérée « sûre », même avec une ampleur du défaut très élevée. Une exposition plus forte, cependant, combinée à une ampleur du défaut de 30–40 % (dans un scénario de faiblesse des prix du logement, par exemple) peut facilement faire monter les pertes projetées au-delà des seuils correspondant par hypothèse aux notes BBB et A. Cette sensibilité des projections de pertes aux variations des paramètres du modèle est en phase avec les déclassements amples et généralisés observés jusqu'à maintenant des opérations de titrisation utilisant comme sous-jacents des crédits hypothécaires à risque. Elle laisse entrevoir des déclassements supplémentaires au cas où le marché du logement se dégraderait davantage.

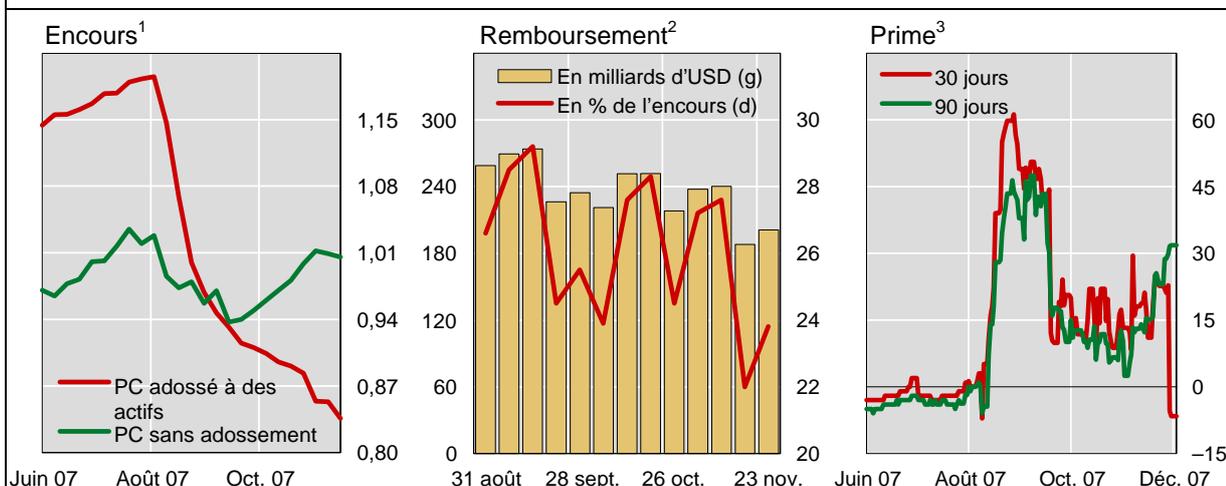
^① Ces instruments structurés ont souvent pour caractéristique d'être divisés en tranches, destinées à protéger les tranches du niveau supérieur jusqu'à ce que les tranches des niveaux inférieurs aient absorbé les pertes. Voir CSFM, *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, janvier 2005. ^② À cette fin, les pertes sur la durée

de vie du crédit sont définies comme les défauts cumulés au 60^e mois, et le positionnement dans le temps est fondé sur une moyenne historique dans un environnement de hausse faible (moins de 5 %) des prix du logement. UBS, *Mortgage Strategist*, 26 juin 2007, explique en détail la méthodologie de projection. [Ⓢ] Pour des raisons de commodité, les auteurs ont posé plusieurs hypothèses simplificatrices, qui restreignent toute transposition directe des résultats aux CDO effectifs. D'après les chiffres de Moody's, l'exposition des CDO aux actifs à risque a été très variée, s'échelonnant de moins de 1 % à 88 % du montant du fonds de sûretés. En outre, les expositions aux actifs à risque tendent à être bien plus diversifiées que l'indice ABX, car les sûretés proviennent en moyenne de 64 émetteurs, avec un faible taux de concentration. De surcroît, les fonds de sûretés tendent à comporter des actifs plus anciens, ce qui réduit le risque associé aux crédits hypothécaires les plus risqués. Voir Moody's, *The impact of subprime residential mortgage-backed securities on Moody's-rated structured finance CDOs: a preliminary review*, 23 mars 2007. [Ⓢ] Cette fourchette correspond, grosso modo, à la qualité de la note BBB, compte tenu de la marge nette et du surdimensionnement des sûretés. [Ⓢ] Voir I. Fender et J. Kiff, « CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications », *Journal of Credit Risk*, vol. 1(3), 2005, pp. 37–58.

par la tarification des protections contre le risque de défaut des banques et d'autres établissements financiers, qui a révélé les préoccupations croissantes suscitées par la perception de tensions dans le secteur financier. Même si d'importantes provisions, pendant le troisième quart de l'exercice, avaient déjà laissé pressentir des pertes, les révisions massives des bénéfices et le nouvel accès de faiblesse du marché de la dette semblaient annoncer l'imminence de nouvelles pertes. Des préoccupations connexes sur la situation de fonds propres des banques ont été aggravées par des déclassements supplémentaires. Le 23 octobre, Standard & Poor's a abaissé la note de 145 tranches de CDO représentant un total de \$3,7 milliards à l'émission. La même semaine, Moody's a déclassé 117 tranches de CDO, tandis que Fitch a placé quelque \$37 milliards de CDO sous surveillance en vue d'un possible déclassement. D'autres séries de révisions de notes se sont produites les semaines suivantes. Les primes des CDO sont alors montées à des niveaux bien supérieurs à ceux de l'été pour nombre de banques et d'établissements financiers, surtout pour les signatures très engagées dans la titrisation et connues pour avoir largement recours aux financements de gros. La différenciation entre grandes banques est cependant restée plus faible

...entraînant une forte augmentation des primes pour le secteur financier...

Papier commercial (PC) aux États-Unis



¹ En milliers de milliards de dollars EU. ² Papier commercial adossé à des actifs venant à échéance durant la semaine suivante. ³ Rendement du papier commercial adossé à des actifs (qualité A1+) moins Libor correspondant, en pb.

Sources : Conseil de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 3

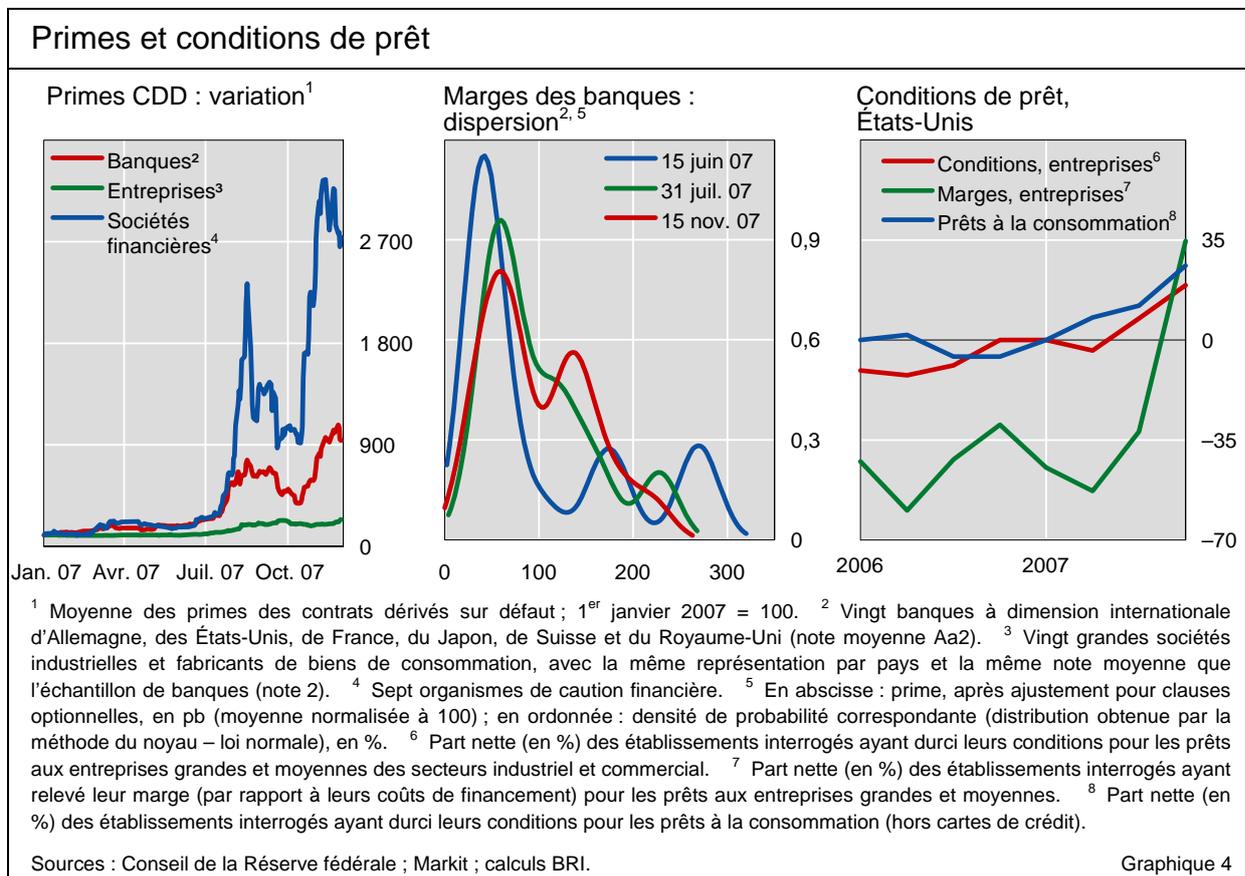
qu'avant le repli du marché de la dette, ce qui peut s'expliquer par un manque persistant de transparence quant à leurs expositions (graphique 4, cadres de gauche et du milieu).

Des pertes liées aux titres hypothécaires ont commencé à apparaître hors du secteur bancaire. Les organismes de caution financière, qui fournissent des rehaussements de crédit externes (notamment pour des titres adossés à des hypothèques), ont été particulièrement touchés. L'alourdissement des primes sur les tranches seniors des instruments structurés avait entraîné des pertes (en comptabilité aux prix du marché) au titre des assurances souscrites sur ces produits. Par conséquent, les craintes d'une éventuelle hausse des sinistres ont fait fortement augmenter les primes sur CDD pour des signatures comme Ambac et FGIC, fin octobre et début novembre. Cela souligne les préoccupations du marché quant à la détérioration des expositions envers les titres hypothécaires même les mieux notés ainsi que l'éventualité de pertes pour les détenteurs de ces instruments au cas où des déclassements ou d'autres événements entraîneraient des dépréciations de ces positions (graphique 4, cadre de gauche).

...ce qui ravive les craintes de nouvelles pertes...

Les mauvais résultats des primes du secteur financier se sont poursuivis pendant la majeure partie de novembre, entretenus par d'autres annonces de bénéfices décevants et de pertes liées aux titres hypothécaires. Les primes ont toutefois un peu diminué en fin de mois, après des injections de liquidité très remarquées. En revanche, les primes sur emprunts d'entreprises n'ont pas connu de fluctuations aussi marquées, ni une telle dispersion au cours de la période, même si une enquête menée aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans

...et entraîne un durcissement des conditions de financement



la zone euro a fait état d'un durcissement des conditions du crédit pour les entreprises et les ménages. Dans la mesure où cela indiquait un ralentissement économique et une moindre disponibilité des financements (voir la partie « Faits saillants » pour plus de détails sur les émissions d'entreprises), les primes demandées aux entreprises de faible qualité pourraient, à leur tour, subir des tensions à la hausse (graphique 4, cadre de droite).

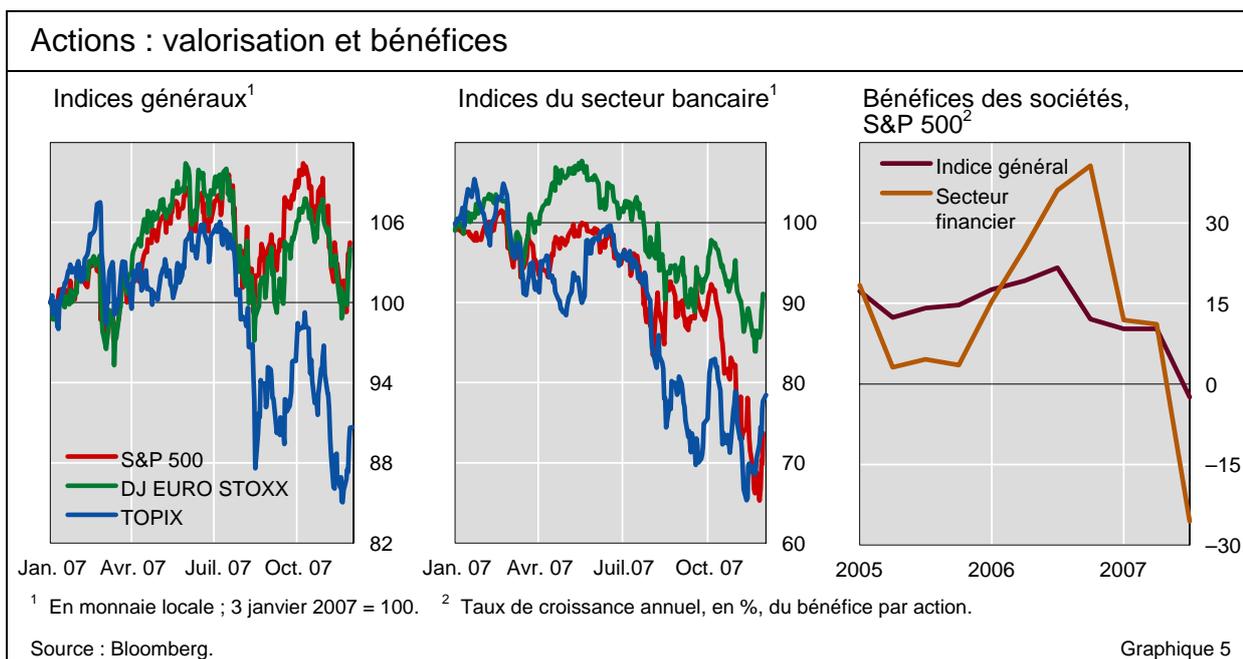
Les actions des banques sont durement frappées par les dépréciations d'actifs

Les marchés mondiaux des actions ont, dans l'ensemble, suivi l'évolution des marchés de la dette durant la période sous revue. Les cours ont d'abord affiché une reprise généralisée, l'indice S&P 500 atteignant un record le 9 octobre. À partir de la mi-octobre, toutefois, ils se sont mis à baisser, de nouvelles préoccupations concernant le risque de crédit ayant encore suscité des craintes quant aux bénéfices futurs et réduit l'appétit des investisseurs pour le risque. Les bons résultats de la dernière semaine de novembre ont fait remonter les cours après les minimums du début du mois. Entre mi-octobre et fin novembre, cependant, les principaux indices ont diminué : -4,4 % pour le S&P 500 ; -7,6 % pour le TOPIX ; et -2,6 % pour le Dow Jones EURO STOXX (graphique 5, cadre de gauche).

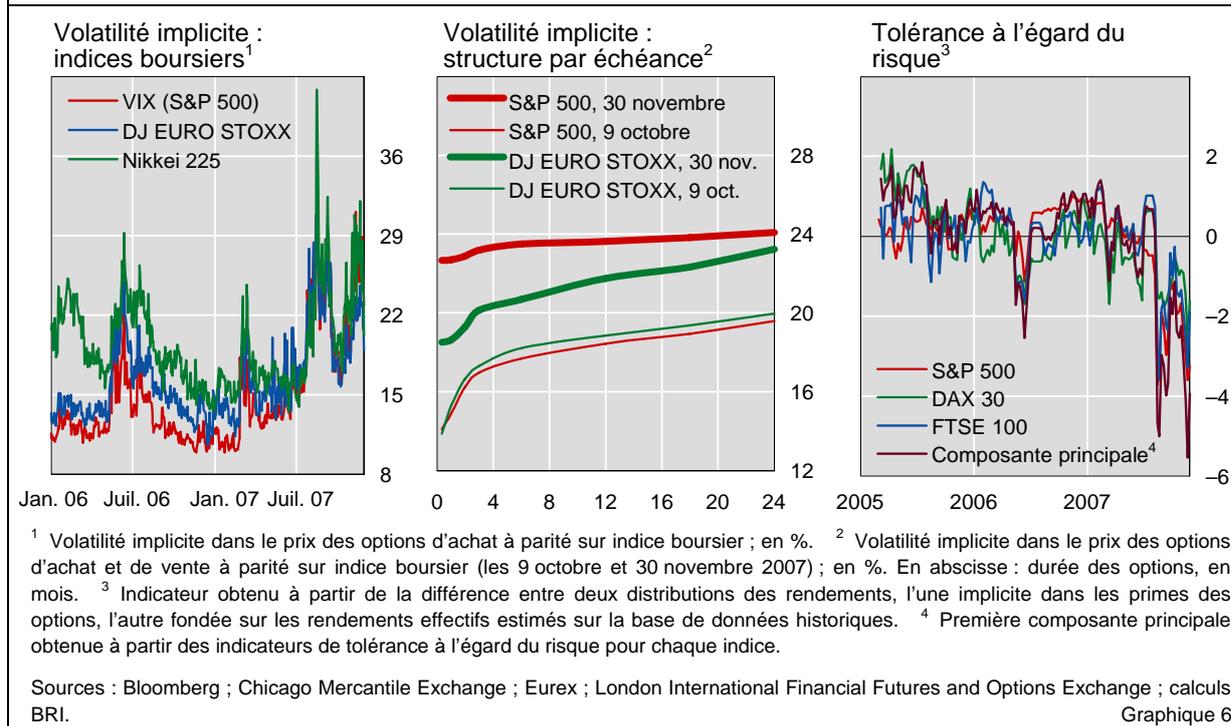
Les cours des actions chutent en raison de préoccupations concernant le risque de crédit...

...de la nette baisse des bénéfices...

La croissance des bénéfices au troisième trimestre a été beaucoup moins bonne, surtout aux États-Unis, que les années précédentes, ce qui a contribué à la baisse des actions. Si les surprises positives touchant les bénéfices ont continué d'être plus nombreuses que les négatives, les anticipations concernant leur croissance (par rapport auxquelles ont été comparés les bénéfices annoncés) ont été nettement moins élevées qu'auparavant, ce qui signifie aussi que les bénéfices réalisés ont été beaucoup plus faibles. D'une



Actions : volatilité du marché et tolérance à l'égard du risque



année sur l'autre, les bénéfices ont reculé de 2,5 % (en termes pondérés par le nombre d'actions en circulation), mettant fin à vingt trimestres d'une croissance à deux chiffres avec une moyenne à pas moins de 17 % (graphique 5, cadre de droite).

À partir de mi-octobre, les marchés mondiaux des actions ont aussi souffert des très mauvais résultats du secteur financier, après une série de dépréciations, pour plusieurs milliards de dollars, liées à des produits structurés. À la suite de ces pertes, les banques, surtout aux États-Unis, ont vu les cours de leurs actions s'effondrer (graphique 5, cadre du milieu), et, dans plusieurs d'entre elles, la haute direction a connu des remaniements. Comme il fallait s'y attendre, les bénéfices du troisième trimestre des sociétés financières américaines du S&P 500 ont lourdement chuté, beaucoup plus que ceux de l'indice général (graphique 5, cadre de droite). La morosité ne s'est cependant pas limitée aux banques des États-Unis, puisque plusieurs établissements d'autres pays ont également déclaré des pertes liées aux crédits à risque. En outre, les investisseurs craignaient que les dépréciations révélées pour le troisième trimestre ne représentent, en fin de compte, qu'une fraction du montant total, ce qui a encore pesé sur les cours des actions bancaires. Une évolution semblable a été observée dans d'autres segments du secteur financier. Quelques-uns des plus importants organismes de garantie ont enregistré une contraction de 40–60 % du cours de leurs actions en octobre, tandis que les sociétés de financement hypothécaire américaines Freddie Mac et Fannie Mae ont perdu plus de 40 % de leur capitalisation boursière entre mi-octobre et fin novembre, malgré une certaine reprise la dernière semaine de novembre – en raison d'anticipations accrues de nouveaux abaissements des

...et de dépréciations massives par les banques...

taux par la Fed et de rumeurs faisant état d'un plan, financé par le gouvernement, visant à réduire le nombre de saisies de logements.

...tandis que la volatilité implicite s'amplifie à nouveau

Dans ce contexte, la volatilité implicite a encore vivement augmenté, après être redescendue des sommets d'août (graphique 6, cadre de gauche). L'indice de volatilité implicite S&P 500 VIX, qui était tombé à 16 % le 9 octobre, est remonté à 31 % à peine plus d'un mois plus tard, dépassant le niveau atteint au plus fort de la première phase de crise de la dette. Une évolution semblable s'est produite ailleurs : la volatilité implicite à 1 mois sur l'indice DJ EURO STOXX 50 et sur le Nikkei 225 s'est considérablement accrue durant la deuxième moitié de la période sous revue (graphique 6, cadre de gauche). En outre, le profil par échéance de la volatilité implicite à fin novembre suggérait que les opérateurs s'attendaient à ce que la volatilité des cours des actions et les primes de risque associées restent élevées pendant quelque temps (graphique 6, cadre du milieu). Simultanément, les indicateurs de tolérance pour le risque sur les marchés des actions ont nettement diminué, après s'être brièvement redressés en septembre (graphique 6, cadre de droite).

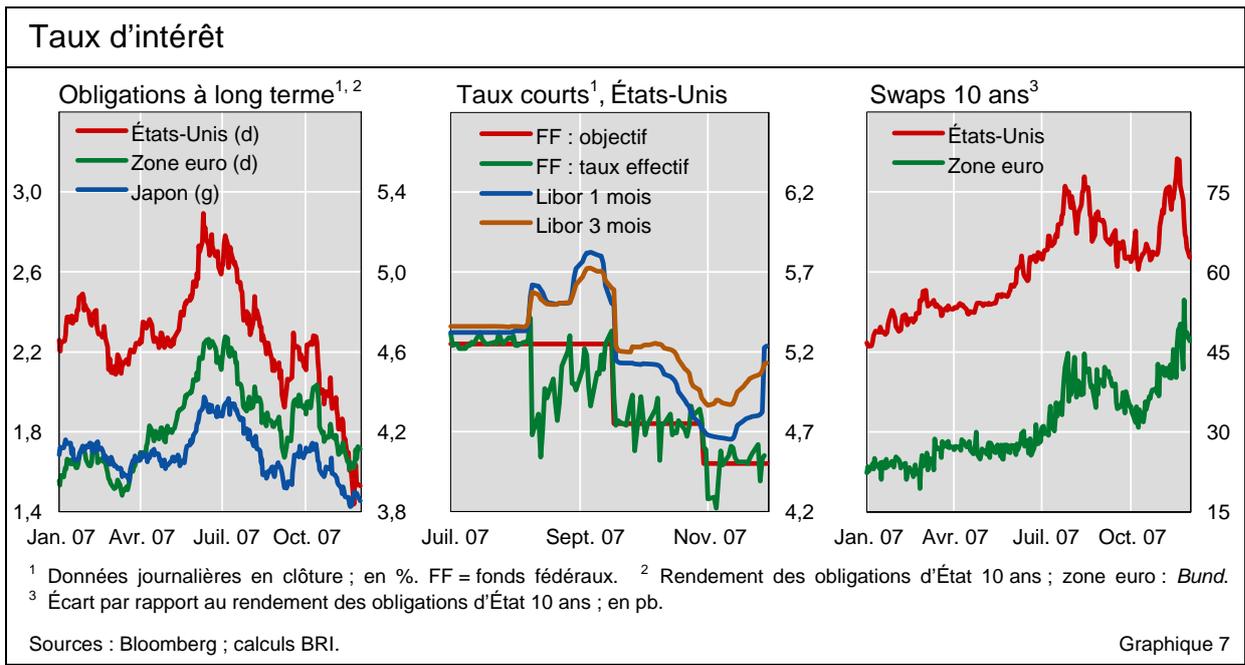
Les rendements obligataires souffrent de leur statut de valeurs refuges et de préoccupations concernant la croissance

Durant la période sous revue, les rendements des obligations à long terme des grandes économies industrialisées ont largement reflété l'évolution des marchés de la dette et des autres actifs à risque. Ils ont un peu augmenté en septembre et début octobre, lorsque les conditions ont semblé s'améliorer sur les marchés financiers, mais se sont ensuite repliés quand des tensions sont réapparues et que la fuite vers la qualité a repris (graphique 7, cadre de gauche). Comme pendant l'été, ce sont les rendements américains qui ont affiché les plus fortes baisses parmi les économies du G 3 : les obligations du Trésor 10 ans ont perdu près de 75 pb entre mi-octobre et fin novembre, contre -30 pb et -25 pb environ pour leurs homologues de la zone euro et du Japon respectivement.

Les rendements obligataires baissent...

Sur les marchés monétaires, qui connaissaient de graves perturbations depuis début août, la situation a continué de se détériorer jusqu'en septembre : les taux interbancaires, déjà élevés, n'ont cessé de monter dans la plupart des grandes économies. Le Royaume-Uni a connu les hausses parmi les plus fortes, les problèmes de liquidité de Northern Rock (banque accordant des prêts hypothécaires) devenant de plus en plus évidents, au point que les épargnants inquiets ont fini par se ruier sur l'établissement pour retirer leurs fonds. L'annonce par le Trésor britannique, le 17 septembre, que les dépôts chez Northern Rock seraient garantis par le gouvernement a mis fin à cette ruée et a semblé contribuer à apaiser certaines des tensions sur les marchés interbancaires également.

La situation s'est lentement améliorée sur les marchés monétaires durant la seconde moitié de septembre et pendant une bonne partie d'octobre, les primes interbancaires diminuant un peu, phénomène attribuable à une interruption temporaire de la série de mauvaises nouvelles sur les crédits à



risque, à une poursuite des injections de liquidité par les banques centrales (encadré 2) et à un assouplissement de la politique monétaire des États-Unis. La réduction de 50 pb du taux directeur de la Réserve fédérale, le 18 septembre, a eu un effet particulièrement marqué (graphique 7, cadre du milieu).

Cependant, le flux de mauvaises nouvelles en provenance du secteur bancaire a repris mi-octobre, et le sentiment s'est détérioré sur les marchés de la dette, de sorte que les taux monétaires interbancaires se sont tendus une fois encore. Autre signe d'une nervosité croissante, les primes des swaps ont considérablement augmenté (graphique 7, cadre de droite), ce qui, par le passé, a été associé à une plus grande aversion pour le risque et à la perception d'une montée des risques pour le système bancaire. L'écart entre taux interbancaire 3 mois et taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS) s'est également creusé (graphique 8), ce qui révèle à la fois une préférence accrue pour la liquidité et une hausse de la prime de risque de contrepartie : les prêts interbancaires apportent un financement immédiat, tandis que les swaps OIS sont réglés sur une base nette à échéance. Les intervenants étaient spécialement préoccupés par la liquidité en fin d'année, période où la demande a tendance à s'amplifier et où les marchés sont particulièrement exposés à l'illiquidité – comme l'indique la vive hausse des taux interbancaires 1 mois au moment où cette échéance portait sur la fin de l'année (graphique 7, cadre du milieu). Cependant, outre les préoccupations de fin d'année, les écarts à terme implicites entre taux interbancaire et taux des swaps OIS semblaient signaler des anticipations de pénurie durable de liquidités et des inquiétudes persistantes concernant le risque de contrepartie. Ces écarts à terme se sont élargis pour les horizons allant bien au-delà du début de 2008 et le profil par échéance après la nouvelle année reflétait les anticipations des investisseurs selon lesquelles les tensions resteraient fortes sur les marchés monétaires pour une assez longue période (graphique 8).

...en raison d'une intensification des tensions sur le marché monétaire...

...prévues pour durer

Encadré 2 : Action des banques centrales face aux turbulences sur les marchés monétaires

François-Louis Michaud et William Nelson

Depuis août, les banques centrales des pays industrialisés confrontés à des tensions sur les marchés monétaires ont eu recours à une large palette de mesures (tableau) en vue d'équilibrer l'offre et la demande de soldes de réserves au niveau du taux directeur. La demande, plus forte et plus volatile, traduisait l'incertitude croissante des banques vis-à-vis de leurs flux de paiements et le vif renchérissement du risque lié à la couverture de leurs besoins de trésorerie. Ces mesures, adaptées à l'évaluation de la situation par la banque centrale et au cadre opérationnel local, ont consisté à modifier les caractéristiques des opérations de marché (volume, fréquence ou durée), ainsi qu'à assouplir les conditions des facilités de refinancement permanentes. Les différences de cadre opérationnel d'un pays à l'autre rendent toutefois difficile toute comparaison de la vigueur respective de ces mesures.

Mesures prises depuis août 2007¹ pour renforcer la liquidité

	BRA	BdC	Fed	BCE	BoJ	BoE	BNS
Mesures exceptionnelles de réglage fin (fréquence, conditions)	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Opérations d'open market exceptionnelles à long terme	Non	Non	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
Modification de la facilité permanente	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Non
Élargissement de la liste des sûretés éligibles	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Oui	Oui ²
Modification des réserves obligatoires	Non	Non	Non	Non	Non	Oui ³	Non
Autres modifications concernant l'offre de réserves	Non	Non	Non	Oui ⁴	Non	Non	Non

BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BdC = Banque du Canada ; Fed = Système de Réserve fédérale des États-Unis ; BCE = Banque centrale européenne ; BoJ = Banque du Japon ; BoE = Banque d'Angleterre ; BNS = Banque nationale suisse.

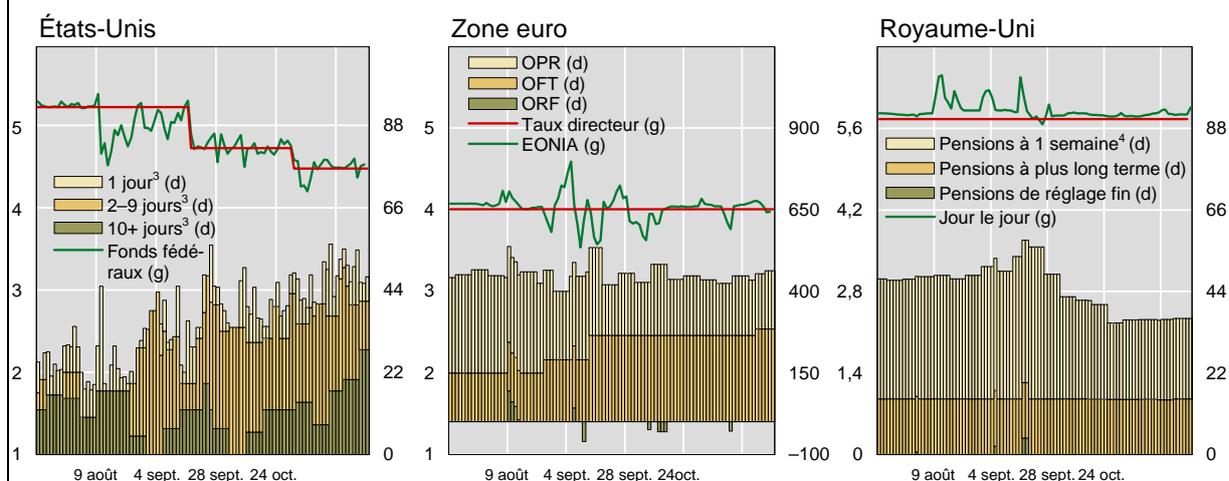
¹ Mesures prises par les banques centrales émettrices des monnaies les plus négociées. ² Mesure non liée aux turbulences, entrée en vigueur le 1^{er} octobre. ³ Mesure prise en septembre. ⁴ Depuis octobre ; fourniture, au début de la période de constitution des réserves, de liquidités supplémentaires, reprises progressivement ensuite.

Sources : banques centrales.

Devant les tensions à la hausse sur le taux interbancaire au jour le jour, plusieurs banques centrales ont temporairement injecté d'importantes réserves supplémentaires, début août, et ont également fourni ces réserves de façon plus flexible (graphique, cadres de gauche et du milieu). La BCE a effectué des opérations de réglage fin d'apport de liquidité chaque jour, du 9 au 14 août, alors qu'elle ne les pratiquait auparavant qu'une fois par mois environ. Le montant ainsi injecté est passé de €95 milliards le 9 à €8 milliards le 14. Pour la première de ces opérations, la BCE s'est écartée de sa procédure habituelle en satisfaisant la totalité de la demande à 4 % (son taux directeur) ; par la suite, elle a recouru, comme à l'accoutumée, à des appels d'offres à taux variable. Le vendredi 10 août, fait exceptionnel, la Réserve fédérale a procédé à trois prises en pension d'un jour à l'autre sur appel d'offres (la dernière en début d'après-midi), pour un total de \$38 milliards. Si la Fed n'a pas élargi la liste des actifs qu'elle accepte en garantie pour ses opérations de marché, elle a néanmoins accepté de prendre de plus forts volumes de titres hypothécaires de ses contreparties, certains jours du milieu d'août, au lieu de titres émis par le Trésor ou par les agences paragonnementales. En Australie, au Canada, au Japon et en Suisse, la banque centrale a également mené des opérations de marché en dehors du calendrier annoncé ou d'un montant supérieur à la normale, en août et, pour certaines, par la suite.

La Banque d'Angleterre fournit habituellement des réserves, par le biais d'opérations de marché, d'un montant égal à la somme des objectifs de réserves choisis par les banques commerciales au début de chaque période (d'un mois) de constitution des réserves[®]. En septembre, devant la désorganisation persistante des marchés, l'objectif de réserves s'est accru globalement de 6 %. Le 13, en outre, comme le taux des pensions à 24 heures continuait

Opérations temporaires des banques centrales¹ et taux du marché monétaire², 2007



¹ Encours, en milliards d'unités de la monnaie locale ; échelles de droite ; les fournitures/reprises de liquidités sont dénotées par le signe +/- . États-Unis et Royaume-Uni : prises en pension ; zone euro : OPR = opérations principales de refinancement ; OFT = opérations de refinancement à plus long terme ; ORF = opérations de réglage fin d'apport de liquidité. ² En %. ³ Échéance initiale, en jours ouvrés ; échelles de gauche. ⁴ La diminution des pensions à 1 semaine s'explique par les tirages effectués dans le cadre de la facilité de soutien à Northern Rock.

Sources : données nationales.

d'être anormalement plus élevé que le taux directeur, la Banque d'Angleterre a augmenté de 25 % le montant global des réserves fournies. Elle a aussi, le 18, injecté 25 % de réserves supplémentaires par rapport à l'objectif, au moyen d'une opération de réglage fin. Ces réserves additionnelles ont ensuite été de nouveau offertes lors de l'opération hebdomadaire d'open market suivante, le 20.

De surcroît, les banques centrales ont pris certaines mesures destinées à mettre fin au tarissement durable des financements sur les marchés monétaires pour les échéances déterminées au delà du jour le jour. La Réserve fédérale a abaissé de 50 pb le taux d'intérêt de sa facilité permanente, le 17 août, et en a allongé jusqu'à 30 jours la durée permise – assouplissement vraisemblablement destiné à encourager les banques commerciales à se consentir mutuellement des crédits ou des lignes de garantie. La BCE a effectué des opérations exceptionnelles de refinancement à plus long terme le 23 août et le 12 septembre ; elle a, depuis, maintenu la part accrue des financements accordés sous cette forme. De même, la Banque d'Angleterre a, pour la première fois, offert des prises en pension à 3 mois, le 21 septembre, en quatre appels d'offres qui n'ont cependant suscité aucune soumission, les taux à terme ayant déjà quelque peu baissé après l'annonce du programme. Fin novembre, la Réserve fédérale et la BCE ont décidé, face à la montée des tensions de fin d'année sur les taux interbancaires, de mener des opérations de refinancement à terme supplémentaires couvrant le début de 2008 et elles ont annoncé leur intention de prendre des mesures additionnelles, en tant que de besoin, pour maintenir les taux interbancaires proches du taux directeur.

Plusieurs banques centrales ont, de plus, quelque peu élargi la gamme des sûretés éligibles, de façon temporaire ou permanente. La Réserve fédérale, qui acceptait déjà du papier commercial hypothécaire au guichet de l'escompte, a commencé, en août, à admettre des titres pour lesquels la banque livreuse fournit un soutien de liquidité ou de crédit. La Banque du Canada a décidé, en août, d'accepter temporairement comme sûretés pour ses opérations de marché tous les titres éligibles à sa facilité permanente de trésorerie. La Banque de Réserve d'Australie a, en septembre, inclus le papier commercial hypothécaire et les titres garantis par de l'immobilier résidentiel dans la liste des titres éligibles pour ses pensions au jour le jour et pour ses opérations discrétionnaires. Pour ses pensions à 3 mois, la Banque d'Angleterre était prête à accepter une plus grande variété de sûretés que pour ses opérations ordinaires.

Si le volume brut des injections de liquidité s'est accru durant les turbulences, cette hausse a été en grande partie annulée par la suite, parallèlement au repli de la demande moyenne des banques commerciales pour alimenter leurs réserves obligatoires. Aux États-Unis, par exemple, après un pic lors d'une période de constitution d'août, le montant des réserves excédentaires (non représenté dans le graphique) est ensuite revenu à un niveau normal, bien que les montants injectés par les prises en pension aient augmenté pour répondre à une élévation saisonnière des besoins de trésorerie et à l'arrivée à échéance de bons du Trésor achetés ferme. Dans la zone euro, la relative stabilité de l'encours des opérations de refinancement s'explique en partie par le fait que les montants injectés ont été réabsorbés pour faire coïncider l'encours avec la demande correspondant au niveau fixé par les réserves obligatoires.

Comparer les montants des opérations des banques centrales – en termes bruts ou même cumulés nets – n'aide pas nécessairement à évaluer dans quelle mesure ces opérations ont répondu à la demande accrue de réserves. Par exemple, plus les opérations sont à court terme et plus elles doivent être nombreuses pour satisfaire une demande donnée. Ainsi, le pic d'injections de liquidité, début août, aux États-Unis et dans la zone euro, correspond à des pensions au jour le jour, dénouées le lendemain. En outre, le volume de la demande peut varier grandement d'un pays à l'autre, parce que les obligations de réserves sont différentes – elles sont notamment bien plus élevées dans la zone euro qu'aux États-Unis, par exemple.

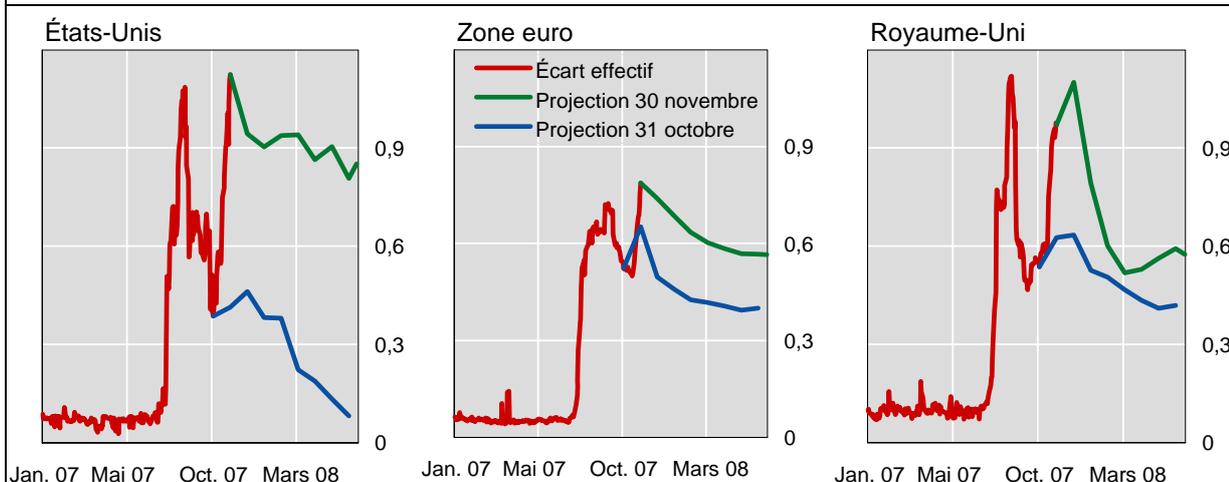
Ⓣ Les banques peuvent, sur la période de constitution des réserves, compenser un déficit (par rapport à l'objectif) par un excédent. À noter que, en dehors du Royaume-Uni, c'est généralement la banque centrale qui fixe, selon une procédure déterminée, le montant moyen des réserves obligatoires. Voir BRI, *Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area*, BIS Papers n° 9, décembre 2001 ; Comité des marchés, *Monetary policy frameworks and central bank operations*, BRI, décembre 2007.

Probabilité croissante de nouvelles réductions de taux par la Fed...

Dans ce contexte, les anticipations d'une poursuite des réductions de taux par la Réserve fédérale se sont renforcées fin octobre et en novembre, tandis que naissait l'idée que la BCE et la Banque du Japon maintiendraient le statu quo pendant quelque temps (graphique 9, cadres de gauche et du milieu). Si la réduction de 50 pb de la Réserve fédérale, le 18 septembre, a été plus ample que prévu, celle de 25 pb qui a suivi, le 31 octobre, a été totalement anticipée

Écart de taux 3 mois Libor–OIS : valeurs effective et projetée¹

En %



¹ Écart entre taux interbancaire 3 mois (États-Unis : Libor eurodollar ; zone euro : Euribor ; Royaume-Uni : Libor) et taux des swaps jour le jour indiciels (OIS) de même échéance (zone euro : EONIA) ; en pb. Les projections sont obtenues par les taux 3 mois implicites dans la structure par échéance de l'écart Libor–OIS aux deux dates indiquées.

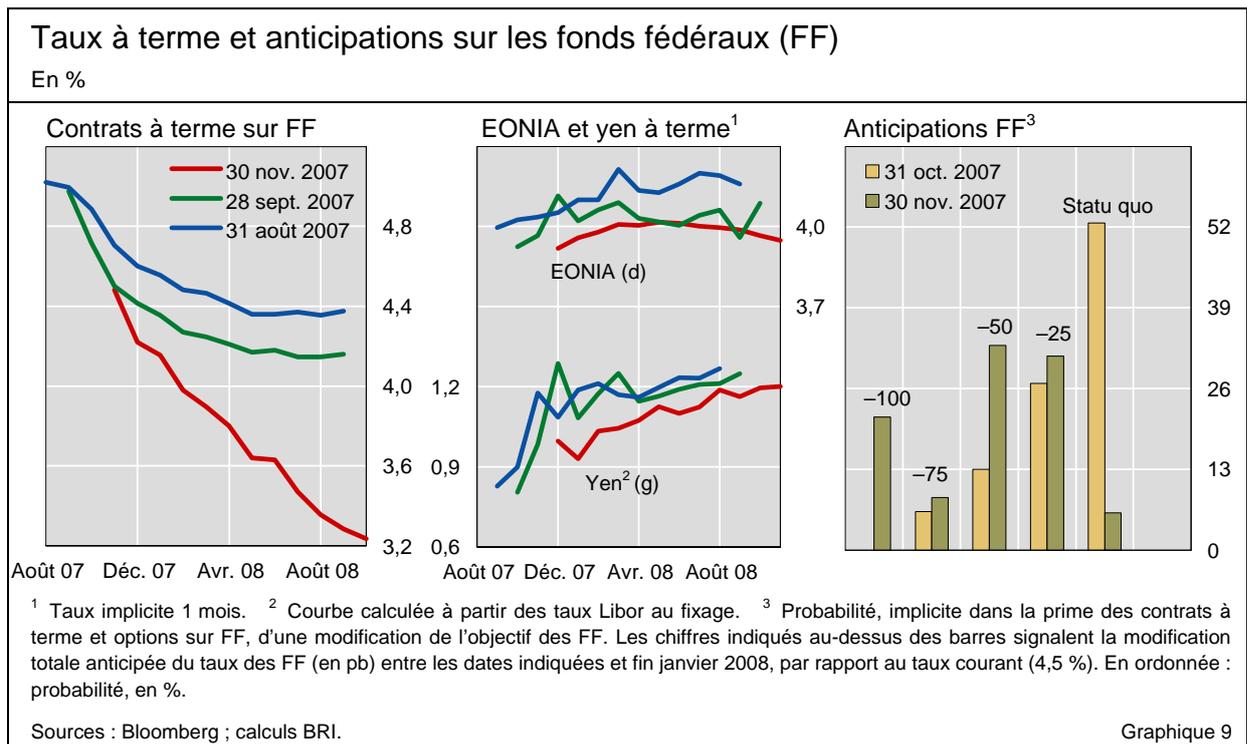
Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 8

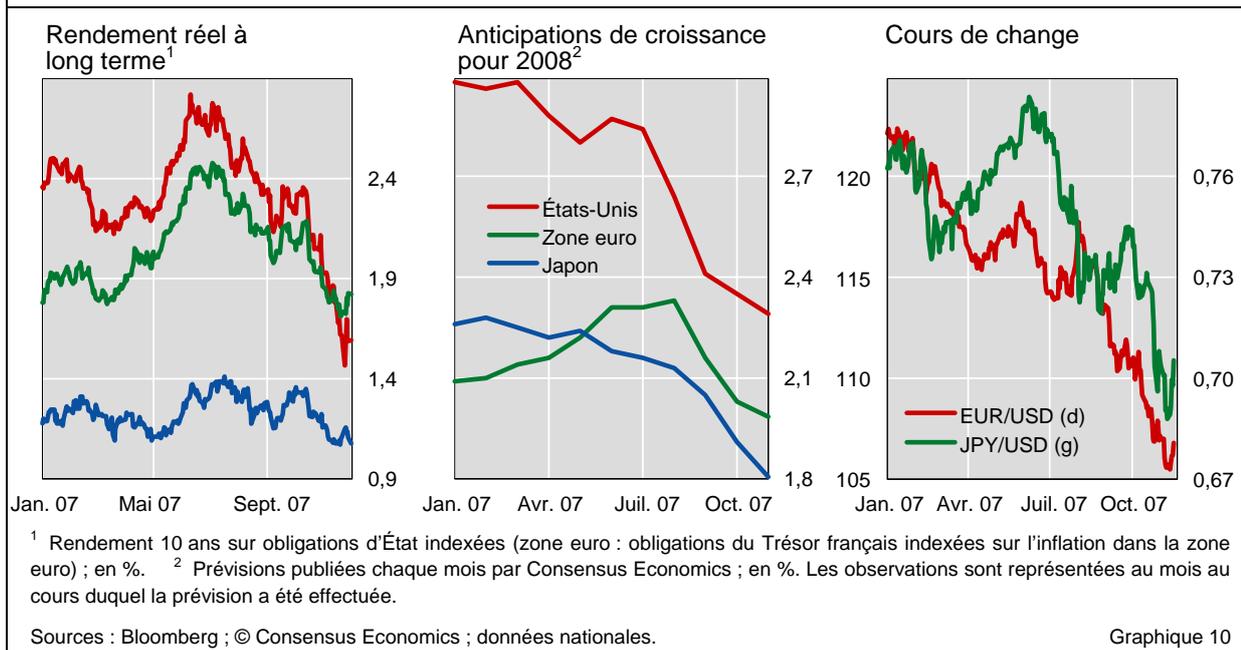
par les marchés. À ce moment-là, la déclaration du CFOM semblait contenir un message neutre (« le risque d'une hausse de l'inflation compense grosso modo celui d'un ralentissement de la croissance ») et la probabilité, implicite dans le cours des options, que la Réserve fédérale reste attentiste jusqu'à fin janvier 2008 était supérieure à 50 %. Cette probabilité a cependant rapidement baissé dans les semaines suivant la réunion du CFOM. Fin novembre, les responsables de la Réserve fédérale indiquaient la nécessité de faire preuve de flexibilité dans la fixation des taux directeurs, et la probabilité implicite dans le cours des options n'était plus que d'environ 5 % fin janvier ; le scénario le plus probable était celui de réductions des taux d'au moins 50 pb (graphique 9, cadre de droite).

Comme le montrent les fortes baisses des rendements réels des obligations indexées, les anticipations de nouvel assouplissement monétaire ont été largement alimentées par les craintes de répercussions d'une crise financière prolongée sur la croissance de l'économie réelle. Des signes d'une nette détérioration de la confiance des ménages et d'un début de contraction des bénéfices ont entraîné une remontée des anticipations de grave ralentissement économique. L'opinion des investisseurs selon laquelle l'économie des États-Unis était particulièrement vulnérable s'est reflétée dans la chute plus prononcée des rendements réels longs dans ce pays : entre fin août et fin novembre, le rendement des obligations indexées 10 ans a perdu 75 pb, contre -30 pb et -15 pb environ dans la zone euro et au Japon respectivement (graphique 10, cadre de gauche). Les résultats d'enquêtes menées par des économistes de banques ont assez largement confirmé cette observation : les anticipations de croissance du PIB réel aux États-Unis en 2008 ont continué de se contracter, malgré les importantes révisions en baisse des mois précédents (graphique 10, cadre du milieu). Les anticipations

...du fait de craintes d'un vif ralentissement économique



Rendement réel, anticipations de croissance et cours de change



La crise financière réduit les perspectives de croissance dans la zone euro...

concernant la zone euro et le Japon, qui avaient relativement bien résisté aux turbulences de l'été, ont également fortement décliné à l'automne. Dans le cas du Japon, cela semble s'expliquer essentiellement par la faiblesse persistante de l'économie domestique, alors que, pour la zone euro, ces ajustements se sont révélés dus en grande partie aux bouleversements financiers incessants et au resserrement des conditions du crédit qui en a résulté, conjugués à la dépréciation du dollar.

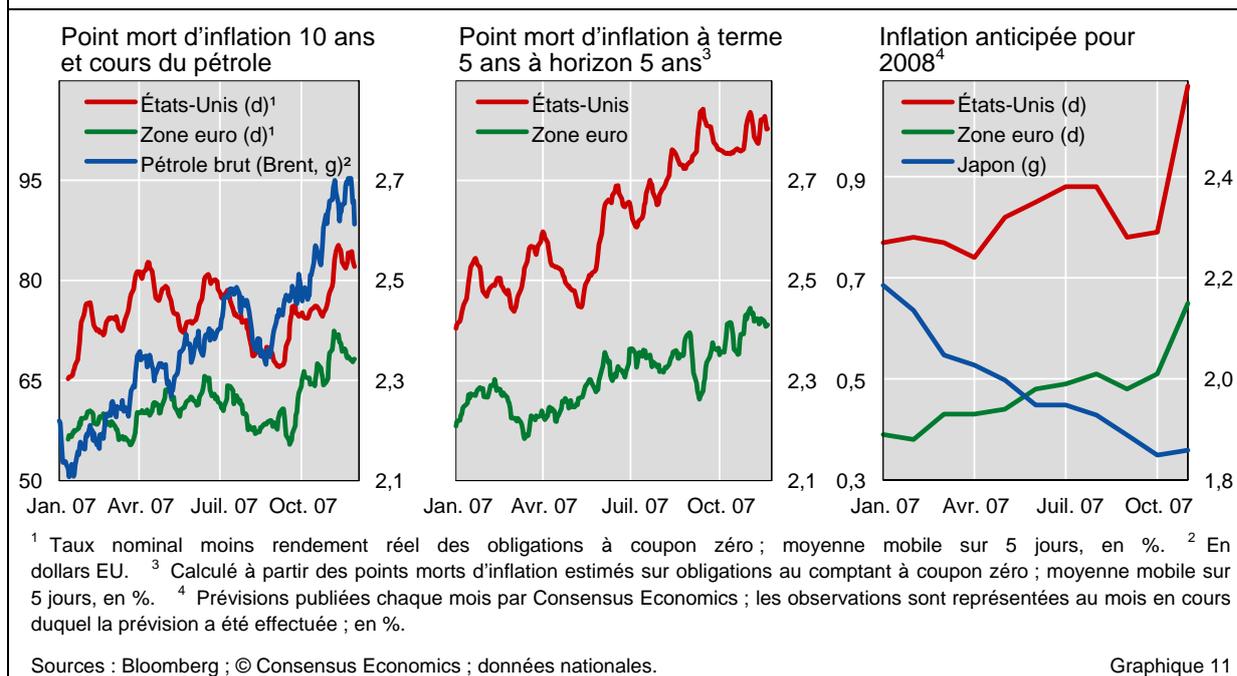
Avec la remontée des inquiétudes sur le marché de la dette en octobre et novembre, les marchés des changes ont connu des fluctuations de cours semblables à celles enregistrées durant la première phase de la crise. Un moindre appétit pour le risque ainsi qu'une poussée de volatilité ont incité les investisseurs, une fois encore, à dénouer certaines de leurs opérations de portage. En conséquence, les monnaies de financement (à faible rendement), comme le yen et le franc suisse, se sont raffermies par rapport aux monnaies cibles (à plus haut rendement), notamment le dollar néo-zélandais et le dollar australien. Cependant, contrairement à ce qui s'était produit pendant l'été, le dollar EU a connu entre septembre et novembre une chute importante et prolongée, touchant à plusieurs reprises des creux absolus contre euro et son plus bas niveau depuis des années par rapport au yen et à d'autres monnaies (graphique 10, cadre de droite). Le sentiment que les taux directeurs seraient abaissés plus fortement et plus vite aux États-Unis que dans la plupart des autres économies semble avoir joué un rôle important dans la faiblesse du dollar.

...tandis que la chute du dollar se poursuit

La hausse du point mort d'inflation...

Une autre caractéristique des turbulences financières de la période sous revue est le fait qu'elles ont été associées à une élévation du point mort d'inflation, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro. Alors qu'il était

Point mort d'inflation, cours du pétrole et anticipations d'inflation



demeuré stable ou avait un peu diminué au moment du léger dégage­ment de février–mars ainsi que pendant le premier épisode de turbulences de l'été, le point mort d'inflation à 10 ans est monté d'environ 20 pb aux États-Unis et de 10 pb dans la zone euro entre fin août et fin novembre (graphique 11, cadre de gauche). Ce phénomène semble signaler une hausse manifeste de l'inflation attendue, comme le confirment les résultats d'enquêtes indiquant une remontée des anticipations d'inflation pour 2008 aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 11, cadre de droite). La corrélation plus étroite entre cours du pétrole et point mort d'inflation, ces derniers mois, laisse penser que l'augmentation des anticipations d'inflation peut notamment s'expliquer par le renchérissement des prix pétroliers pendant la majeure partie de la période. Cependant, les anticipations sur la politique monétaire ont également pu jouer un rôle. Le point mort d'inflation à terme 5 ans à horizon 5 ans, moins susceptible d'être influencé par la hausse des cours du pétrole et d'autres chocs temporaires, a continué de se hisser à des niveaux assez élevés aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 11, cadre du milieu). Les investisseurs semblaient de plus en plus convaincus que les banques centrales pourraient être amenées à suivre une politique plus accommodante que dans les conditions normales afin de contenir les risques pour la croissance nés de la fragilité des marchés financiers.

...signale une augmentation des anticipations d'inflation...

...alors que les cours du pétrole montent...

...et que les agents anticipent une politique monétaire plus accommodante

Les marchés émergents montrent des signes de découplage et de recouplage

Les actifs des marchés émergents ont généralement continué de bénéficier du fait que les risques pour la croissance ont été perçus comme devant être plus limités dans beaucoup de ces économies qu'aux États-Unis et dans les autres

Les actifs des marchés émergents se négocient sur la base d'un « découplage »...

pays industrialisés. Reflétant ce « découplage » et entraînés par d'importantes plus-values entre fin août et fin octobre, les grands indices boursiers des marchés émergents ont obtenu de meilleurs résultats que leurs homologues des pays industrialisés. Toutefois, avec une nouvelle augmentation des primes de risque à partir de mi-octobre, les divergences croissantes entre marché de la dette et marché des actions laissent penser que les investisseurs n'étaient pas tous du même avis quant à la viabilité des écarts de valorisation entre marchés et entre pays. Ces tensions ont pu également contribuer à affaiblir les marchés des actions par la suite.

...mais les obligations...

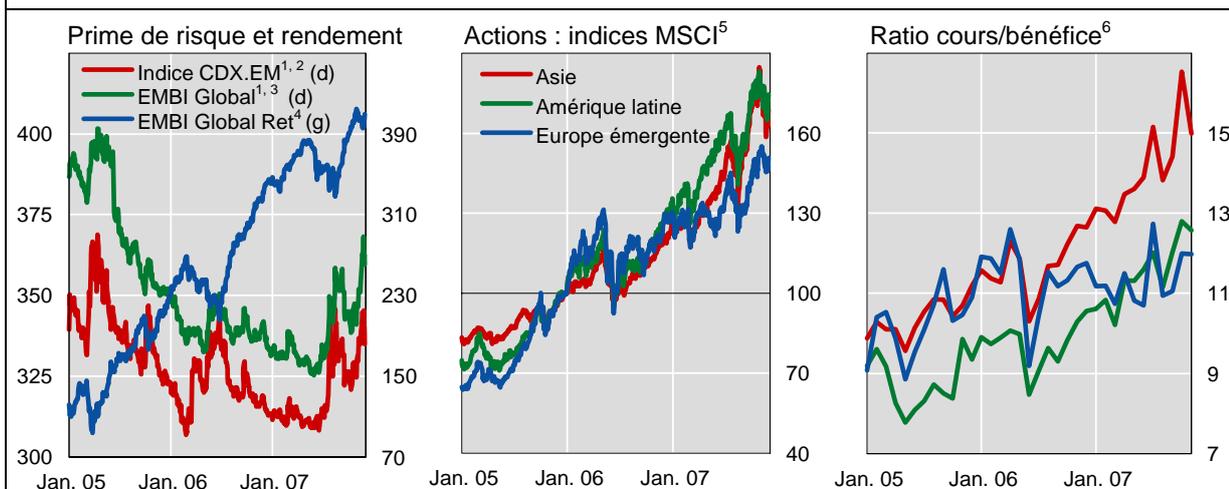
À fin novembre, l'indice EMBI Global avait gagné quelque 4,3 % en termes de rendement par rapport à fin août, et 6,7 % par rapport à son minimum de mi-août. Ces bons résultats ont contribué à dissimuler un net revirement du sentiment, conforme au climat sur les marchés de la dette en général. Les primes des économies émergentes, qui avaient diminué jusqu'au 12 octobre, sont montées à près de 260 pb en fin de période, soit environ 4 points de plus qu'à leur maximum du 16 août (graphique 12, cadre de gauche). Signe d'une différenciation accrue entre emprunteurs, la hausse des prix des principaux produits de base (le cours du brut West Texas Intermediate a dépassé \$90 le baril le 25 octobre) a eu tendance à soutenir les signatures telles que l'Équateur et le Venezuela pendant une partie de la période.

...et les actions...

Les actions des marchés émergents ont touché plusieurs sommets successifs au mois d'octobre, avant de baisser en novembre. Les valorisations ont profité notamment de l'évolution positive du marché américain. Entre la décision du CFOM, le 18 septembre, et le 9 octobre, date où le S&P 500 a atteint un maximum historique, l'indice MSCI des marchés émergents a gagné quelque 11 % en termes de monnaies locales, puis encore 5,5 % jusqu'à fin octobre. Même s'il a ensuite perdu une partie de ces gains en novembre, il a

...sont entraînées à la baisse par le repli généralisé des marchés

Actifs des économies émergentes



¹ En pb. ² Moyenne de la moitié des valeurs (du 25^e au 75^e centiles) de la prime du contrat sur défaut indicial (dernière définition), référencé sur les titres à 5 ans de 14 émetteurs. ³ Primes appliquées à l'emprunteur souverain par rapport au rendement des obligations d'État sans risque correspondantes. ⁴ Rendement total cumulé, calculé par JPMorgan Chase. ⁵ En monnaie locale ; 31 décembre 2005 = 100. ⁶ Calculé sur la base des prévisions consensuelles du bénéfice d'exploitation de l'exercice en cours ; indices MSCI.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; I/B/E/S ; calculs BRI.

Graphique 12

enregistré une hausse d'environ 24 % par rapport à son minimum du 17 août. En dollars EU, sa progression a été encore supérieure (près de 30 %), en raison de la dépréciation de 3,9 % de la monnaie américaine en termes effectifs envers les partenaires commerciaux des marchés émergents (graphique 12, cadre du milieu).

Les actions des marchés émergents ont continué de bénéficier d'anticipations d'une solide activité économique, les prévisions récentes suggérant une croissance d'environ 4 % du PIB mondial en 2008. Les prévisions consensuelles de croissance pour la Chine sont demeurées supérieures de plus d'un point de pourcentage à celles d'un an auparavant. Reflétant ce sentiment positif, les prévisions de bénéfices sont restées soutenues, ce qui a limité l'augmentation des mesures prospectives de la valorisation des actions. Après d'importantes hausses des cours sur de nombreux marchés émergents jusqu'à fin octobre, les ratios moyens cours/bénéfice, à environ 14, étaient plus ou moins comparables à ceux des grands pays industrialisés. S'ils ont diminué par la suite sous l'effet de la baisse des marchés des actions, ils sont demeurés élevés, dans plusieurs économies, par rapport au passé et par comparaison avec d'autres marchés. Ainsi, les valorisations en Chine et en Inde dépassaient de plus de 30 % celles des États-Unis et du Japon, et de plus encore leurs moyennes historiques. Dans la mesure où les conditions macroéconomiques mondiales ont contribué à soutenir ces niveaux, les valorisations pourraient paraître excessives pour certains marchés si des modifications des perspectives mondiales venaient corriger à la baisse les projections de bénéfices (graphique 12, cadre de droite).

Les prévisions de croissance restent favorables...

...mais les valorisations des actions de certains pays atteignent des niveaux exceptionnels