

Les mesures adoptées et la réduction des risques à court terme ont revigoré les marchés¹

Au cours des trois mois écoulés jusqu'à début décembre, les prévisions en matière de croissance économique mondiale ont été revues à la baisse ; pourtant, la plupart des actifs sensibles à l'évolution de la croissance ont vu leur prix augmenter. Ces actifs ont bénéficié d'un nouvel assouplissement des politiques monétaires et du sentiment que certains risques majeurs pour l'économie mondiale à court terme s'étaient atténués. En particulier, la valorisation des actifs a réagi positivement aux nouvelles mesures adoptées pour remédier à la crise de la zone euro. Elle a en outre été soutenue par de nouveaux éléments permettant d'espérer qu'un repli marqué et prolongé de la croissance économique chinoise devenait moins probable. Des risques persistent cependant. Les incertitudes entourant la politique budgétaire des États-Unis, qui se rapprochait d'un substantiel resserrement à court terme, ont encouragé l'accumulation de liquidités et pesé sur les prix des actifs les plus vulnérables aux compressions budgétaires.

Le prix des actifs a augmenté malgré l'assombrissement des perspectives économiques

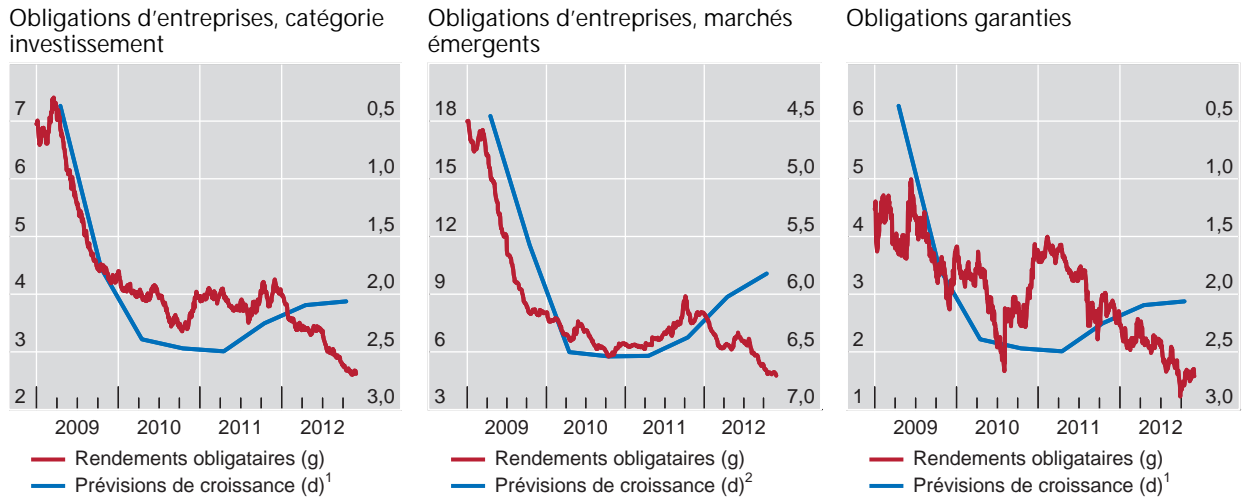
La plupart des actifs risqués ont vu leur prix augmenter pendant la période allant de début septembre à début décembre. Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'entreprise, tant dans la catégorie Investissement qu'au-dessous, ont chuté à leur plus bas niveau depuis la période précédant la crise financière de 2008. Il en est allé de même pour les obligations des marchés émergents, émises par les émetteurs souverains comme par les entreprises, libellées en monnaie locale ou dans une devise internationale. De plus, les rendements des obligations adossées à des créances hypothécaires ou à d'autres actifs ont atteint leur plus bas niveau jamais enregistré. Les cours des actions se sont, dans l'ensemble, raffermis durant la première partie de la période, mais ils se sont ensuite quelque peu repliés.

¹ Cet article a été rédigé par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions concernant le texte peuvent être adressées aux auteurs : Masazumi Hattori (masazumi.hattori@bis.org) et Nicholas Vause (nick.vause@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Magdalena Erdem (magdalena.erdem@bis.org) et Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

Rendements obligataires et prévisions de croissance économique

En %

Graphique 1



Les rendements obligataires sont ceux des indices obligataires de Bank of America Merrill Lynch. L'indice des obligations garanties comprend des obligations couvertes par des hypothèques sur immobilier résidentiel, par des crédits immobiliers commerciaux, par des créances sur cartes de crédit et par d'autres actifs. Les prévisions de croissance sont des prévisions approximatives à trois ans, annualisées, construites à partir des projections pour l'année en cours et les trois années civiles suivantes.

¹ Pour les économies avancées. ² Pour les marchés émergents.

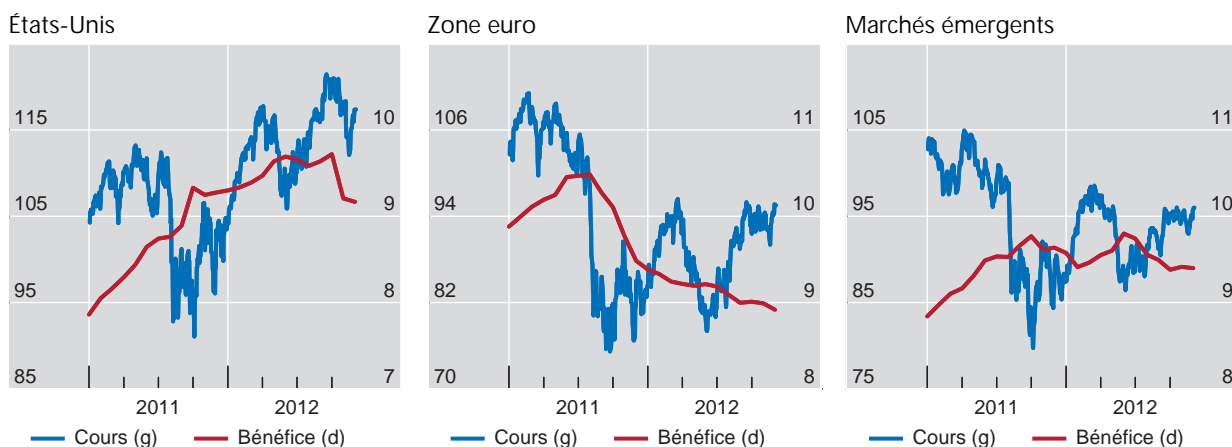
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; Datastream ; calculs BRI.

Fait surprenant, la hausse du cours des actions et des titres à revenu fixe a coïncidé avec un affaiblissement des perspectives économiques mondiales. Les projections ont été abaissées pour la croissance économique mondiale en 2012 et 2013. La révision à la baisse a été considérable pour la Grèce, l'Italie et l'Espagne, en ce qui concerne l'Europe, ainsi que pour le Brésil, la Chine et l'Inde, dans le cas des marchés émergents, sans compensation par des révisions substantielles en hausse ailleurs. Par le passé, un tel fléchissement des prévisions de croissance avait généralement été associé à des anticipations de hausse des taux de défaut et des rendements obligataires. Or, cette fois-ci, les rendements obligataires ont diminué (graphique 1). Suivant la même tendance, les cours des actions ont pour la plupart enregistré une légère augmentation sur la période, malgré une dégradation des anticipations de bénéfice des entreprises (graphique 2). Pour les sociétés américaines figurant dans l'indice S&P 500, les anticipations de bénéfice ont accusé une chute particulièrement brutale, suite à une baisse des bénéfices déclarés – la première depuis onze trimestres – et au fait qu'une proportion inhabituellement grande d'entre elles aient averti que leurs résultats à venir pourraient être inférieurs aux prévisions des analystes.

Cours des actions et bénéfices¹

Par action, en % des cours de décembre 2010

Graphique 2



¹ Cours des actions figurant dans les indices actions concernés de Morgan Stanley Capital International et prévisions à douze mois de bénéfice moyen.

Source : Datastream.

Des politiques monétaires plus accommodantes ont soutenu les prix des actifs

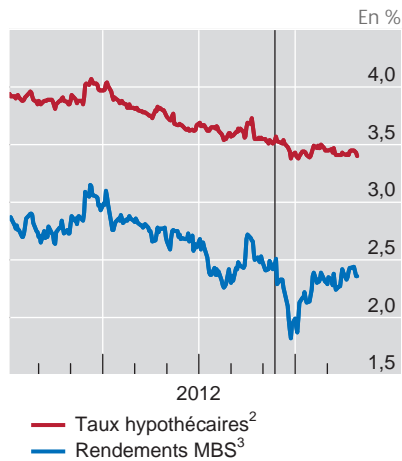
Les intervenants de marché ont attribué une part importante du raffermissement du prix des actifs aux nouvelles mesures d'assouplissement prises par les banques centrales, en particulier la Réserve fédérale américaine. Le 13 septembre, celle-ci a ainsi annoncé qu'elle allait immédiatement commencer à accroître la taille de son bilan en achetant, au rythme de 40 milliards de dollars par mois, des titres adossés à des créances hypothécaires. Contrairement aux précédents épisodes d'achats d'actifs, les responsables de la politique monétaire américaine n'ont pas fixé de limite à ce programme, déclarant qu'il se poursuivrait jusqu'à ce que les perspectives du marché du travail s'améliorent sensiblement. Dans le même temps, la Réserve fédérale a repoussé de plusieurs mois l'horizon de sa stratégie, annonçant qu'elle prévoyait le maintien de son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas jusqu'au milieu de 2015 au moins, même si la reprise économique se consolidait d'ici là aux États-Unis. La Banque du Japon a également étoffé son programme d'achat d'actifs, en septembre et en octobre, en accroissant de 21 000 milliards de yens le montant des titres de l'État japonais et d'autres actifs qu'elle prévoyait d'acheter d'ici la fin 2013. Par ailleurs, les banques centrales ont abaissé leur taux directeur en Australie, au Brésil, en Colombie, en Corée, en Hongrie, en Israël, aux Philippines, en République tchèque, en Suède et en Thaïlande.

Les mesures prises par la Réserve fédérale ont produit, sur les marchés financiers américains, un effet significatif quoique de courte durée. L'effet le plus direct a été une compression des rendements sur les titres adossés à des créances hypothécaires, laquelle a provoqué un abaissement des taux hypothécaires

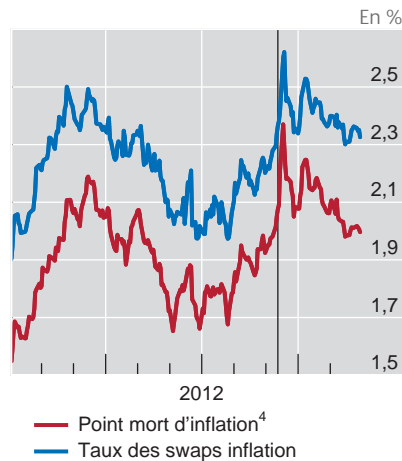
Réactions à l'annonce d'une troisième série d'achats d'actifs par la Réserve fédérale

Graphique 3

Rendements des MBS* américains et taux hypothécaires



Anticipations d'inflation aux États-Unis¹



Cours des métaux précieux



La ligne verticale matérialise la date du 12 septembre 2012, dernière clôture avant l'annonce du nouveau programme d'achats d'actifs par la Réserve fédérale.

¹ Horizon à cinq ans. ² Taux moyen sur les nouveaux emprunts hypothécaires à taux fixe à 30 ans d'après Bankrate.com. ³ Rendement de l'indice Barclays Capital pour les titres adossés à des hypothèques à 30 ans émis par le Fonds fédéral de refinancement des créances hypothécaires (FNMA) aux États-Unis. ⁴ Différence entre les rendements des bons du Trésor américain conventionnels et indexés sur l'inflation.

* MBS = titres adossés à des hypothèques (*mortgage-backed securities*).

Sources : Bloomberg ; Datastream.

(graphique 3, cadre de gauche). Tandis que l'écart entre ces deux indicateurs s'élargissait, le cours des actions des banques américaines a progressé par rapport au reste du marché des actions. De plus, la volonté affichée par la Réserve fédérale de procéder à une expansion de son bilan potentiellement illimitée a dopé tant les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation que les cours des métaux précieux utilisés comme couverture contre l'inflation (graphique 3, cadres du milieu et de droite). Face à cette hausse des attentes en matière d'inflation, le dollar s'est quelque peu déprécié. En quelques semaines, toutefois, tant l'inflation attendue que le cours du dollar étaient revenus à leurs niveaux antérieurs à l'annonce du 13 septembre, peut-être parce que les dernières données économiques semblaient réduire l'ampleur attendue de l'assouplissement quantitatif.

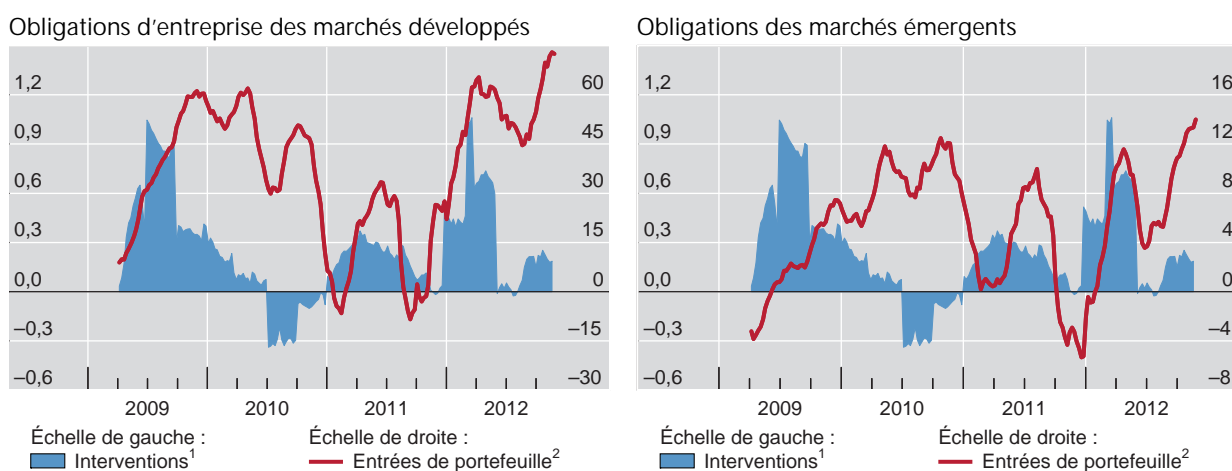
De façon plus générale, les nouvelles interventions quantitatives des grandes banques centrales semblent avoir poussé les investisseurs à prendre davantage de risques. En particulier, les fonds axés sur les obligations d'entreprise des marchés développés et sur les obligations d'État et d'entreprise des marchés émergents ont, les uns comme les autres, attiré des flux nets (graphique 4).

Les investisseurs étant désormais plus demandeurs d'actifs risqués, les émetteurs d'obligations ont réussi à placer plus de titres d'emprunt que les mois précédents, y compris des types d'obligations relativement risqués. Par exemple, en septembre, octobre et novembre, l'émission d'obligations d'entreprises non financières s'est approchée de son niveau le plus élevé depuis le début de l'année et y est demeurée, avec une hausse plus que proportionnelle de l'activité d'émission

Souscription d'obligations et interventions des grandes banques centrales

En milliers de milliards de dollars

Graphique 4



¹ Variation sur trois mois du total cumulé des achats d'actifs financés par la création de réserves de la Banque d'Angleterre, de la Banque du Japon et de la Réserve fédérale, ainsi que ceux effectués dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme de la Banque centrale européenne. ² Montant net sur trois mois des apports aux fonds obligataires sous gestion.

Sources : BCE ; Banque du Japon ; Datastream ; EPFR ; calculs BRI.

dans la catégorie spéculative. Pendant ces trois mois également, l'activité d'émission obligataire des marchés émergents a été plus soutenue que celle de l'année précédente, les placements d'obligations d'entreprise ayant davantage progressé que ceux des obligations souveraines. En outre, l'émission d'obligations européennes subordonnées a été, pendant ces trois mois, nettement plus dynamique que plus tôt dans l'année, non seulement de la part des emprunteurs financiers, qui ont avancé la date de certaines opérations prévues en 2013 pour tenir compte de changements annoncés dans la réglementation, mais aussi des emprunteurs non financiers.

L'assouplissement opéré par les grandes banques centrales ne s'est pas traduit par une appréciation des monnaies des marchés émergents

L'assouplissement des politiques monétaires dans les économies avancées pouvait laisser prévoir un afflux de capitaux vers les économies émergentes et, partant, une appréciation de leurs monnaies. Lorsque cette situation s'était produite, entre novembre 2010 et juin 2011, le dollar des États-Unis s'était déprécié de plus de 5 %. Cette fois-ci, au contraire, le dollar s'est apprécié au cours des trois mois commençant début septembre, non seulement par rapport à plusieurs monnaies d'économies émergentes mais aussi sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux (graphique 5, cadre de gauche).

Taux de change effectif du dollar^{1,2}Indice des prix des produits de base³Volatilité des taux de change sur les marchés émergents⁴

¹ Moyenne géométrique de 60 taux de change nominaux bilatéraux, pondérés en fonction des échanges sur la période 2008-10. ² Les lignes verticales matérialisent le début des deuxième (3 novembre 2010) et troisième (13 septembre 2012) séries d'achats d'actifs par la Réserve fédérale. ³ Indices S&P Goldman Sachs des prix des produits de base. ⁴ Indice des volatilités implicites dans les options au cours à trois mois, pondérées par les volumes des transactions.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JP Morgan Chase.

Des perspectives de croissance moins favorables sur les marchés émergents expliquent en partie cette différence de réaction des monnaies et des flux de capitaux de ces pays face à l'assouplissement monétaire dans les économies avancées. Ces anticipations ont, en outre, entraîné à la baisse le prix des produits de base (graphique 5, cadre du milieu).

Plusieurs économies émergentes ont adopté des mesures visant à empêcher une appréciation de leur monnaie pendant la période étudiée. La banque centrale du Brésil est intervenue sur les marchés des changes, et les cambistes pensent que d'autres banques centrales en Amérique latine et en Asie de l'Est en ont fait autant. La banque centrale tchèque a signalé qu'elle pourrait elle aussi envisager une intervention, en fonction de l'évolution de la valeur de sa monnaie. En Corée, les pouvoirs publics ont lancé une enquête de conformité concernant les restrictions imposées aux positions de change prises par les banques pour profiter d'une appréciation de la monnaie locale. De plus, ils ont abaissé les limites visant l'exposition des banques aux dérivés sur la monnaie. Toutes ces mesures ont été généralement associées à une stabilisation de la valeur des monnaies, comme en témoignent les volatilités implicites dans les options (graphique 5, cadre de droite).

Les prix des actifs ont également été soutenus par une réduction de certains risques majeurs

Les prix des actifs ont également bénéficié, pendant la période, d'une réduction perçue de certains risques majeurs pour l'économie mondiale. En particulier, la perspective d'une aggravation à court terme de la crise de la zone euro a paru

s'estomper, suite à l'annonce de nouvelles mesures. Par ailleurs, le risque d'un repli marqué et prolongé de la croissance chinoise a semblé s'atténuer après la publication, en octobre, de données économiques meilleures que prévu. Cependant, le risque d'un brutal resserrement de la politique budgétaire américaine à partir du début 2013 n'a pas disparu, et se serait même intensifié, selon certains commentateurs, du fait que les élections fédérales se sont à nouveau traduites par un équilibre des forces propice aux blocages politiques.

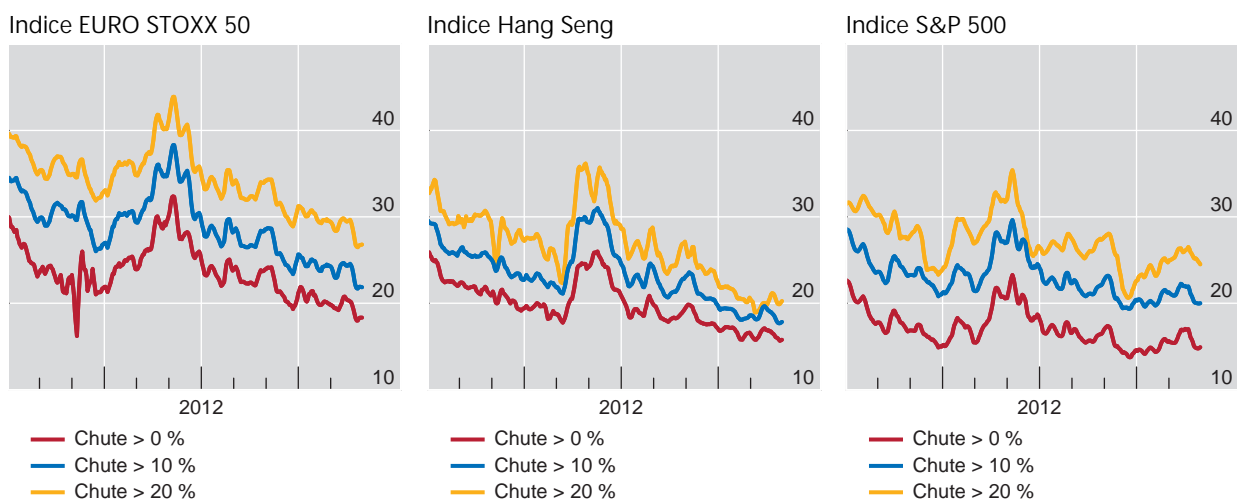
Les variations du prix des options permettant de s'assurer contre une forte baisse du prix des actifs ont confirmé l'évolution perçue de ces risques (graphique 6). Le coût d'une assurance contre une chute de 20 % ou plus de l'indice EURO STOXX 50, considérée comme l'indicateur d'une grave crise économique dans la zone euro, a diminué au cours des trois mois commençant début septembre, encore que le prix d'une protection contre une baisse plus faible ait reculé dans les mêmes proportions. Le coût de l'assurance contre une forte chute de l'indice Hang Seng, qui pourrait se produire en cas de ralentissement marqué de la croissance économique chinoise, a lui aussi diminué, tandis que le prix de la protection contre une baisse plus faible enregistrerait un recul moins net. En revanche, l'assurance contre une chute de 20 % ou plus de l'indice S&P 500, qui pourrait accompagner un resserrement brutal de la politique budgétaire américaine, a vu son prix augmenter quelque peu. Cette hausse a été légèrement plus forte que celle du coût d'assurances contre une moindre baisse des cours.

Dans la zone euro, les projets d'achats d'obligations souveraines par la BCE ont donné un vigoureux essor aux marchés de la dette, et soutenu plus généralement les marchés financiers. Après que Mario Draghi, le président de la BCE, eut fait allusion à de tels projets dans son discours de Londres le 26 juillet, le Conseil des gouverneurs les a présentés en détail le 6 septembre. Il a ainsi annoncé que la BCE allait racheter des obligations émises par les États de la zone euro avec une durée

Coût de l'assurance contre une chute du cours des actions¹

Volatilités implicites, en %

Graphique 6



¹ Primes d'assurance contre une chute des indices actions sur trois mois par rapport aux cours à terme (3 mois), exprimées sous forme de volatilités implicites correspondant à ces primes, sur la base de la formule Black-Scholes de tarification des options. Une hausse des volatilités implicites traduit une hausse des primes.

Source : Bloomberg.

résiduelle de un à trois ans, et qu'elle avait l'intention d'accepter un statut identique à celui des autres créanciers, pour autant que les gouvernements concernés s'engagent au préalable à appliquer un programme d'ajustement économique. Dans le sillage de cette annonce, les rendements des obligations des États en difficulté financière se sont détendus, après avoir déjà considérablement baissé suite au discours de M. Draghi, surtout pour les durées admissibles au rachat (graphique 7).

Les rendements des obligations espagnoles ont toutefois rebondi peu de temps après, coïncidant avec une révision à la hausse du déficit budgétaire enregistré en 2011 et attendu pour 2012, l'annonce que les programmes existants de soutien aux banques ne pourraient pas être financés par des fonds européens, et la campagne en faveur de l'indépendance menée par le président de la Catalogne. Par contraste, les rendements des obligations italiennes sont demeurés à des niveaux beaucoup plus faibles, et le gouvernement a placé en octobre, en une seule émission, un montant d'emprunts record pour l'Europe.

Les prix des actifs ont enregistré une hausse particulièrement vive en Grèce, dont le gouvernement a fini par recevoir de nouveaux décaissements de prêts au titre du programme conclu avec le FMI et l'UE. Ces fonds devaient être versés en septembre, mais la Grèce a pris du retard dans la réalisation de certains objectifs économiques prévus à son programme. Le gouvernement grec a ensuite négocié un ajustement de ce programme, qui prévoyait une diminution et un report de remboursements dus sur la dette publique, le versement à Athènes d'une partie des bénéfices réalisés sur les obligations grecques détenues par l'Eurosystème, et un plan de rachat de la dette détenue par le secteur privé. D'après certains articles de presse, de nombreux fonds spéculatifs auraient acheté des obligations grecques dans cette perspective. Ces facteurs ont contribué à faire baisser les rendements au cours des trois mois écoulés jusqu'à début décembre (graphique 7, cadre de droite). L'indice actions de la Bourse d'Athènes a progressé de près d'un tiers sur la même période.

Rendements obligataires dans la zone euro

En %

Graphique 7



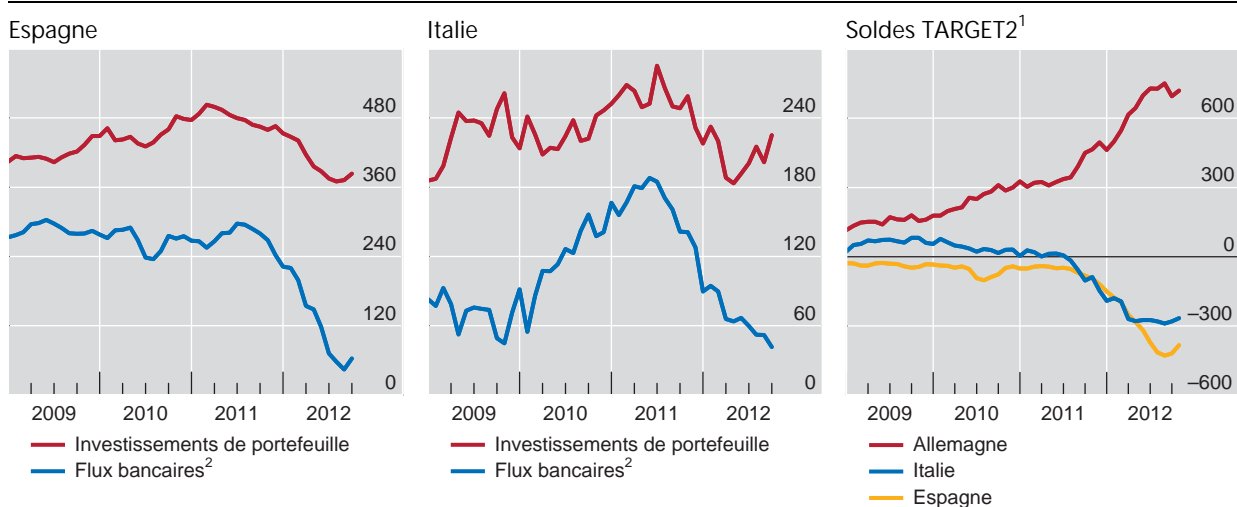
Les lignes verticales matérialisent les clôtures du 25 juillet et du 5 septembre, dates des derniers rendements avant, respectivement, la déclaration du président de la BCE, Mario Draghi, annonçant que l'institution se tenait prête à faire tout ce qui était nécessaire pour sauver l'euro, et l'annonce par la BCE des précisions concernant ses opérations monétaires sur titres.

Source : Bloomberg.

Flux de capitaux transfrontières et soldes TARGET2 dans certains pays de la zone euro¹

En milliards d'euros

Graphique 8



¹ Entrées nettes cumulées, depuis le lancement de l'UEM, et créances nettes des banques centrales nationales sur la BCE, reflétant les achats de biens et d'actifs auprès de résidents, réglés au moyen du système de règlement brut en temps réel TARGET2. ² Tous les flux de capitaux enregistrés dans le compte financier de la balance des paiements, hors investissements directs, de portefeuille et dérivés, exception faite de ceux de la banque centrale. Il s'agit principalement de dépôts, de prêts et d'opérations de pension.

Sources : Deutsche Bundesbank ; Banque d'Italie ; Banque d'Espagne ; Datastream ; calculs BRI.

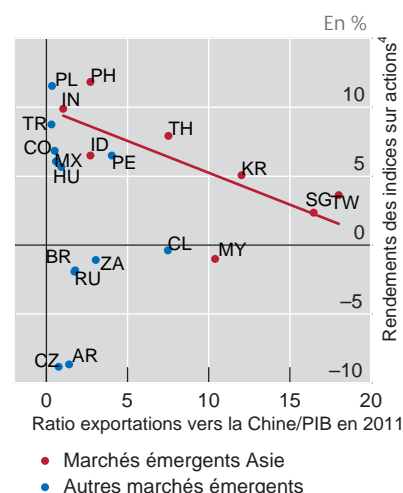
Les flux de capitaux ont également semblé refléter l'opinion selon laquelle la crise de la zone euro était moins susceptible de s'intensifier. Les investisseurs estimant que le risque d'un changement de monnaie de libellé de la dette s'était atténué², l'Espagne et l'Italie ont reçu des investissements de portefeuille nets en septembre. Dans le même temps, les banques de ces pays ont vu se ralentir ou se stabiliser les sorties de dépôts et d'autres ressources (graphique 8, cadres de gauche et du milieu). Des données provenant d'autres sources montrent que les dépôts, dans ces banques, ont bien résisté en octobre. Certains des flux nets de capitaux dont ont bénéficié l'Espagne et l'Italie sont probablement venus d'Allemagne, la Bundesbank ayant enregistré une diminution de ses créances sur la BCE générées par des versements nets d'autres pays de la zone euro. À l'inverse, les banques centrales d'Espagne et d'Italie avaient des engagements auprès de la BCE qui étaient engendrés par des versements nets en faveur d'autres pays de la zone euro, engagements qui ont eux aussi diminué. Ces changements se sont inscrits dans une tendance inverse à celle de l'année précédente (graphique 8, cadre de droite).

En dépit de ce nouveau soutien apporté aux pays de la zone euro en difficulté, les rendements des obligations émises par les États financièrement plus solides sont demeurés pratiquement stables. Ainsi, les rendements des obligations à deux ans

² C'est ce que semblait indiquer, par exemple, le rétrécissement des écarts entre les rendements de plusieurs obligations libellées en euros et émises en droit international par des entreprises publiques italiennes, d'une part, et ceux d'obligations de durées similaires émises par l'État italien et relevant du droit national, d'autre part (voir encadré 2 – Identification de la juridiction d'émission dans l'étude « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette »). C'est aussi ce que laissent penser les valorisations des paris en ligne sur intrade.com, misant sur l'annonce d'un abandon de l'euro à une date donnée par un pays quelconque de la zone monétaire.

Taux de change fortement dépendants de la Chine^{1,2}Taux de change peu dépendants de la Chine^{1,3}

Rendements des indices actions



AR = Argentine, BR = Brésil, CL = Chili, CO = Colombie, CZ = République tchèque, HU = Hongrie, ID = Indonésie, IN = Inde, KR = Corée, MX = Mexique, MY = Malaisie, PE = Pérou, PH = Philippines, PL = Pologne, RU = Russie, SG = Singapour, TH = Thaïlande, TW = Taïpei chinois, TR = Turquie, ZA = Afrique du Sud.

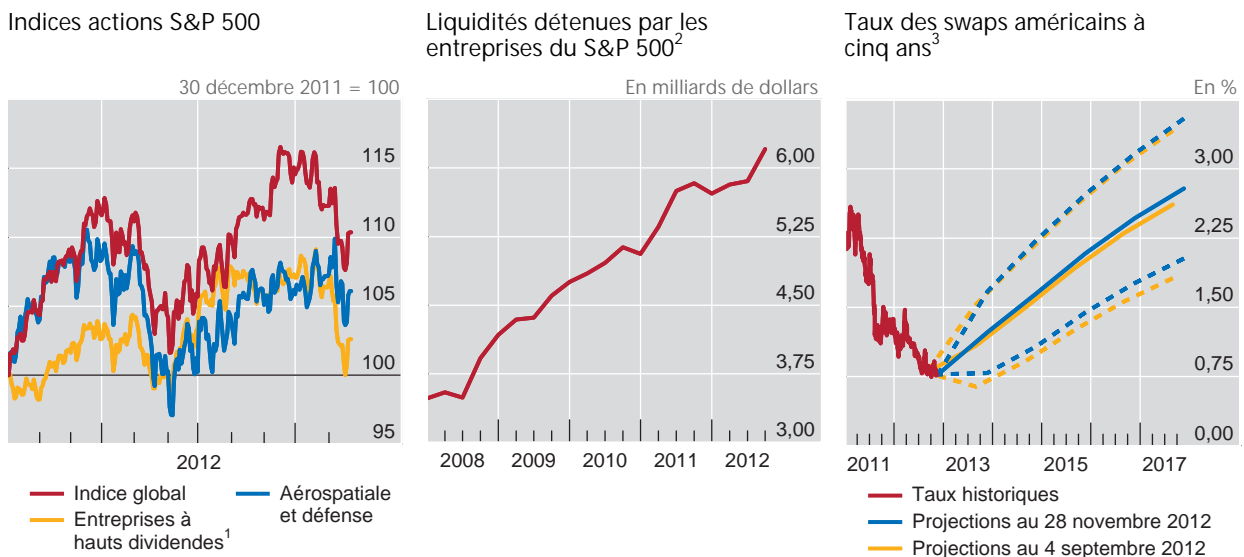
¹ Dollars des États-Unis par unité de monnaie locale : une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar. ² Pays dont le ratio d'exportations vers la Chine par rapport au PIB dépassait 10 % en 2011. ³ Pays dont le ratio d'exportations vers la Chine par rapport au PIB était inférieur à 10 % en 2011. ⁴ En dollars des États-Unis, entre fin août et début décembre 2012.

Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics, Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; Datastream.

émises par l'Allemagne, la France et les Pays-Bas sont restés proches de zéro, tandis que les rendements de la dette de ces pays à dix ans avoisinaient des niveaux historiquement bas. Le fait que Moody's ait retiré à la France sa note AAA n'a eu que peu d'effets sur ces rendements.

Par ailleurs, les marchés financiers ont été soutenus par les nouvelles laissant espérer une moindre probabilité de voir l'économie chinoise accuser un ralentissement marqué et prolongé. En particulier, le rebond de la production industrielle et de la croissance des exportations observé en octobre ainsi que les résultats de l'enquête auprès des directeurs d'achats ont apaisé les craintes de voir la croissance chinoise subir un atterrissage brutal. Le risque de défaut menaçant les actifs vulnérables à un fort ralentissement économique, tels que les prêts bancaires, a dès lors été perçu comme moins important. Ainsi, le cours des actions des banques chinoises a davantage progressé, durant les trois mois précédant début décembre, que le cours des actions non bancaires.

Bien que le risque d'une importante dégradation de la situation soit perçu comme moins menaçant, les effets de l'affaiblissement de la croissance économique en Chine se sont néanmoins propagés à d'autres marchés émergents, surtout en Asie. Dans cette région du monde, les fluctuations des taux de change en 2012 avaient déjà mis en évidence l'importance de la Chine pour les investisseurs dans plusieurs pays de la région. En particulier, les taux de change des économies fortement dépendantes des exportations vers la Chine avaient évolué de façon quasiment synchronisée – laissant penser qu'ils réagissaient largement aux nouvelles de Chine – alors que, dans les économies moins dépendantes, ils avaient connu des évolutions plus individualisées (graphique 9, cadres de gauche et du



¹ Indice des 50 entreprises versant les dividendes les plus élevés. ² Moyenne des liquidités et titres négociables détenus par les entreprises. ³ Les projections centrales (lignes continues) sont les prix à terme, et les projections supérieures et inférieures (lignes discontinues), qui couvrent environ 70 % du total des taux d'intérêt possibles, sont calculées à partir des volatilités des swaptions.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

milieu). De plus, durant les trois mois commençant début septembre, les indices des cours des actions observés sur les marchés émergents d'Asie fortement dépendants de la Chine ont moins progressé que ceux des économies émergentes moins dépendantes. Les indices des cours des actions non asiatiques paraissent, quant à eux, moins sensibles aux nouvelles venues de Chine (graphique 9, cadre de droite).

Cependant, les risques économiques à court terme n'ont pas tous diminué, notamment aux États-Unis, où le gouvernement maintenait le cap d'une réduction du déficit budgétaire d'environ 4 % du PIB à partir du début de 2013, ce qui, de l'avis de la plupart des économistes, plongerait l'économie américaine dans la récession. Les incertitudes quant à la manière dont la dérive budgétaire allait être surmontée ont pesé sur le cours de certaines actions. En particulier, les actions à haut rendement, dont les dividendes sont susceptibles d'être plus lourdement taxés, et les actions du secteur de la défense, exposées aux compressions budgétaires, ont vu leur cours baisser par rapport à l'ensemble du marché américain (graphique 10, cadre de gauche). Les incertitudes budgétaires ont, de plus, poussé les entreprises américaines à conserver plus d'actifs liquides tels que des dépôts bancaires et des titres négociables (graphique 10, cadre du milieu), ce qui a entraîné des pressions supplémentaires à la baisse sur les rendements de ces actifs. Pourtant, cette incertitude à court terme n'a eu, entre début septembre et fin novembre, pratiquement aucun effet sur la trajectoire future des taux d'intérêt à moyen terme impliquée par le prix des dérivés (graphique 10, cadre de droite). Cette situation laissait penser que les investisseurs faisaient confiance au gouvernement américain pour abaisser, à terme, la trajectoire de la dette.

Conclusion

Les prix des actifs ont, dans l'ensemble, progressé durant la période allant de début septembre à début décembre, grâce à un nouvel assouplissement des politiques monétaires et à l'atténuation perçue de certains risques majeurs à court terme. Néanmoins, des risques significatifs à long terme ont continué à peser sur la valorisation future des actifs, notamment ceux relatifs à la crise de la zone euro, à la politique budgétaire américaine et aux perspectives en demi-teinte de la croissance économique mondiale. Pourtant, la volatilité implicite des cours des actions, y compris à longue échéance, est revenue près de son point bas historique, atteint au milieu des années 2000. De même, les prix de certains actifs ont commencé à paraître historiquement très élevés par rapport à leur degré de risque. Par exemple, les écarts mondiaux de rendement sur les obligations d'entreprise à haut rendement sont tombés à des niveaux comparables à ceux de la fin 2007, mais avec un taux de défaut avoisinant les 3 %, alors que celui-ci était plus proche de 1 % à la fin de 2007. Il en a été de même pour les rendements des obligations d'entreprise de bonne qualité, mais avec des taux de défaut de respectivement un peu plus de 1 % et environ 0,5 %. De fait, les investisseurs étaient nombreux à estimer qu'ils étaient moins bien rémunérés pour le risque encouru que par le passé, mais qu'ils n'avaient guère d'autres choix, les taux de nombreux dépôts bancaires étant proches de zéro et l'offre d'autres placements à faible risque étant en régression.