

## Highlights of Recent Trends in Financial Markets

### I. Background

Financial markets have staged a recovery in the past few months, reflecting a more positive outlook for some of the major economies and, compared to half a year ago, the reduction of geopolitical uncertainties. Growth figures for the United States and Japan for the second quarter 2003 surprised on the upside, and data for the third quarter have lent further support to the view that the anticipated recovery is in train. The recent rally on the markets was also boosted by the fact that, in the United States, the corporate sector had scored significant successes in rebuilding profits and productivity. In the euro area, by contrast, growth remains fairly sluggish, with the area as a whole stagnating and three of its economies (Germany, Italy and the Netherlands) having recorded consecutive quarters of negative growth. Nevertheless, the recent stock market rebound was particularly strong in some of the larger euro area economies, as markets seem to have priced in quite optimistic expectations regarding growth during the next year. Indeed, according to September Consensus forecasts, the outlook for euro area growth has been revised upwards for 2004, after a previous series of downward revisions, and the September European Commission index for economic sentiment was at its highest level for the year.

*The economic recovery now appears to be on a stronger footing...*

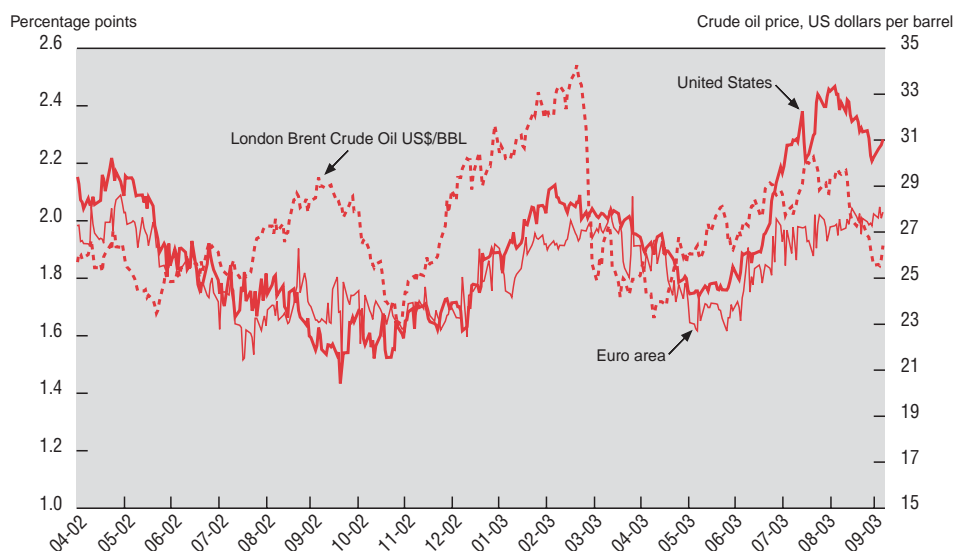
However, the optimism of financial markets may be cautioned by several downside risks. For example, rising interest rates in the future could curb investment and consumption expenditures. Consumption may be dented by lower mortgage refinancing activity in the wake of higher mortgage rates, and by higher debt burdens which are already at the high

*... but downside risks may caution the optimism.*

end of recent experience in the United States, and have risen rapidly in the United Kingdom due to record mortgage borrowings. There could be problems if the recent surge in house prices were to unwind rapidly. Consumption could further be negatively affected if the labour market stays weak. The pick-up in growth in the United States has not as yet been reflected in payroll and employment figures, and September consumer confidence figures declined from previous levels.

While corporate earnings are currently expected to pick up further, the outlook would obviously be negatively affected by any softening in consumer demand. The apparent gaps in corporate pension plans may lead companies to postpone their investment plans. In the United Kingdom in particular, corporate debt levels have increased substantially and could make companies highly vulnerable to shocks. If companies were to cut their investment in order to reduce their high leverage, this could cloud the outlook for the economy as a whole. In Japan, despite the recent growth rebound, the economy continues to shrink in nominal terms owing to deflation, which is further weakening corporate balance sheets. While policy initiatives and corporate reforms have begun to show some progress, investment remains weak, and problems in the banking sector have not yet been unwound. Moreover, recent currency realignments have resulted in a sharp appreciation in the yen, which could jeopardise the nascent recovery. In Europe, besides the already weak cyclical upturn, the banking sector in particular in Germany seems to have only just begun to recover from a particularly difficult period in 2002, when balance sheets worsened due to increased loan-loss provisions. More broadly, high unemployment figures, low consumer and business confidence, as well as a rising euro may weigh on demand in the area. While monetary policy rates currently continue to provide support for the upturn, concern has been expressed that oil prices could put pressure on inflation (Figure 1). As it stands, oil prices are still well below their highs of early March 2003, when uncertainties around a war in Iraq increased.

Figure 1. Implied inflation expectations and crude oil price



Note: Data as of 26 September 2003. Implied inflation expectations ("breakeven inflation") are differences in yields between 10-year government benchmark bonds and inflation indexed bonds (Merill Lynch government inflation-linked bond indices).

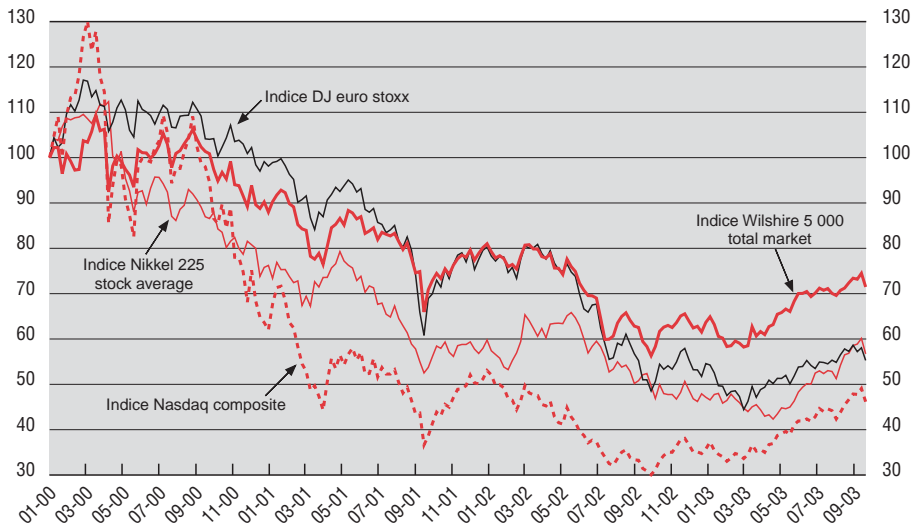
Source: Thomson Financial Datastream.

## II. Equity markets

All major equity market indices have gained since their lows in March 2003 (Figure 2). In the US, Japan, and Canada, those gains are currently in excess of ten per cent for the broad market indices (Table 1). However, as shown, shares have recuperated only a part of the losses suffered since the post-2000 downturn, attaining mid-2002 levels in most cases. But for sure, volatility of all major equity indices has declined lately below medium-term averages (Figure 3). Investors began in late-Spring to restructure their portfolios by re-investing in the stock market. These shifts were also reassured by forecasts of strong growth of companies' earnings. However, whether such forecasts become manifest remains to be seen. Based on current (*i.e.* relatively lower) earnings, price-earnings ratios in the United States are still slightly above medium-run as well as "pre-bubble" levels

*Signs of a waning bear market are becoming more manifest...*

Figure 2. Major Stock Market Indices  
Indices, 7 Jan 2000 = 100



Note: Weekly data until 26 September 2003  
Source: Thomson Financial Datastream.

for all sectors (Table 1 and Figure 4). In other countries, based on this measure, equities seem to be more realistically valued. If earnings prospects become clouded, rising bond yields may easily induce investors to shift their portfolios back towards fixed-income assets.

**... with technology  
stocks moving  
ahead...**

From all appearances, the technology sector was the first to benefit from investors' renewed appetite for equity investments. This development may have been based on the perception that the correction in this sector, which had been the first and hardest hit in the downturn, had overshot and consequently that the sector held the strongest potential for future returns – at least in certain well-selected segments such as biotech industries. In Germany, where the losses since the 2000-highs were most extensive (the sector's index had dropped more than 80 per cent from its peak level), the swing in investors' optimism was most pronounced. The German technology index grew more than 40 per cent from the March-2003 low to its August level.

Table 1. Overall and sectoral stock market performance in major economies

	United States	Japan	Euro area	Germany	France	Italy	United Kingdom	Canada
<b>Broad stock market indices</b>								
	WILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
Peak month:	Mar-00	Mar-00	Mar-00	Mar-00	Aug-00	Mar-00	Dec-99	Aug-00
loss Aug.03./peak m.	-32.3%	-50.1%	-50.8%	-55.9%	-50.6%	-43.8%	-37.9%	-32.6%
gain Aug.03./Mar.03	19.0%	21.0%	21.5%	38.4%	20.4%	14.9%	15.0%	15.6%
P/E at peak <sup>2</sup>	30.3	83.6	26.1	22.5	22.2	34.3	25.9	23.8
P/E Aug.03 <sup>2</sup>	22.0	38.7	13.7	11.7	15.2	14.8	16.3	17.2
P/E avg. Jan.90- Aug.03 <sup>2</sup>	21.5	51.2	16.5	17.7	15.2	19.4	17.5	19.2
P/E avg.90-94 <sup>2</sup>	17.6	48.7	14.2	17.4	12.5	17.8	15.4	19.2
<b>Telecom, Media, IT<sup>1</sup></b>								
Peak month:	Mar-00	Feb-00	Mar-00	Mar-00	Mar-00	Mar-00	Mar-00	Aug-00
loss Aug.03./peak m.	-68.6%	-71.3%	-71.2%	-80.9%	-77.5%	-68.8%	-76.4%	-77.6%
gain Aug.03./Mar.03	20.6%	32.1%	26.3%	41.5%	25.1%	14.0%	18.3%	22.3%
P/E at peak	53.7	180.7	70.1	69.9	68.0	62.3	77.8	54.3
P/E Aug.03	33.6	67.1	20.0	21.0	24.0	12.8	19.7	20.7
P/E avg. Jan.90-Aug.03	29.4	66.5	22.2	34.0	19.7	21.3	25.3	29.1
P/E avg.90-94	21.2	49.7	14.3	28.6	13.0	13.6	14.8	27.1
<b>Banks<sup>1</sup></b>								
Peak month:	Jan-01	Oct-99	Jan-99	Aug-00	May-02	Nov-00	May-02	Aug-03
loss Aug.03./peak m.	-2.2%	-66.4%	-22.1%	-52.8%	-17.2%	-41.8%	-18.8%	0.0%
gain Aug.03./Mar.03	20.5%	20.3%	30.9%	45.9%	24.3%	22.6%	20.8%	11.4%
P/E at peak	18.3	429.9	20.4	15.5	11.2	18.4	16.8	18.3
P/E Aug.03	14.5	62.3	12.2	8.7	11.6	16.0	14.3	18.3
P/E avg. Jan.90-Aug.03	14.3	104.8	13.3	13.9	10.7	16.3	14.5	12.6
P/E avg.90-94	11.3	64.4	10.6	13.4	9.5	11.0	14.5	12.5
<b>Insurance companies<sup>1</sup></b>								
Peak month:	Dec-00	Apr-99	Jan-01	Nov-00	Nov-00	Nov-00	Dec-00	Jan-99
loss Aug.03./peak m.	-18.4%	-14.3%	-48.7%	-67.1%	-56.8%	-43.6%	-59.7%	-9.4%
gain Aug.03./Mar.03	18.2%	33.4%	36.1%	37.8%	38.8%	5.2%	25.0%	18.3%
P/E at peak	32.1	43.1	21.5	35.1	18.9	31.9	11.7	17.0
P/E Aug.03	19.9	49.7	8.7	6.8	13.5	20.7	24.0	10.6
P/E avg. Jan.90-Aug.03	18.8	47.6	22.2	35.7	13.6	30.0	25.1	13.5
P/E avg.90-94	13.9	49.3	24.7	47.7	11.4	33.6	29.2	12.2

1. Calculations based on monthly averages. Earnings per share, the denominators of the price-earnings ratios, are based on the latest annualised rate reflecting the last financial year or derived from an aggregation of interim period earnings. For France, the current earnings per share are a forecast provided by local sources. For the United Kingdom, the earnings are calculated by a rolling 12-months method of analysis based on interim, final and annual accounts.

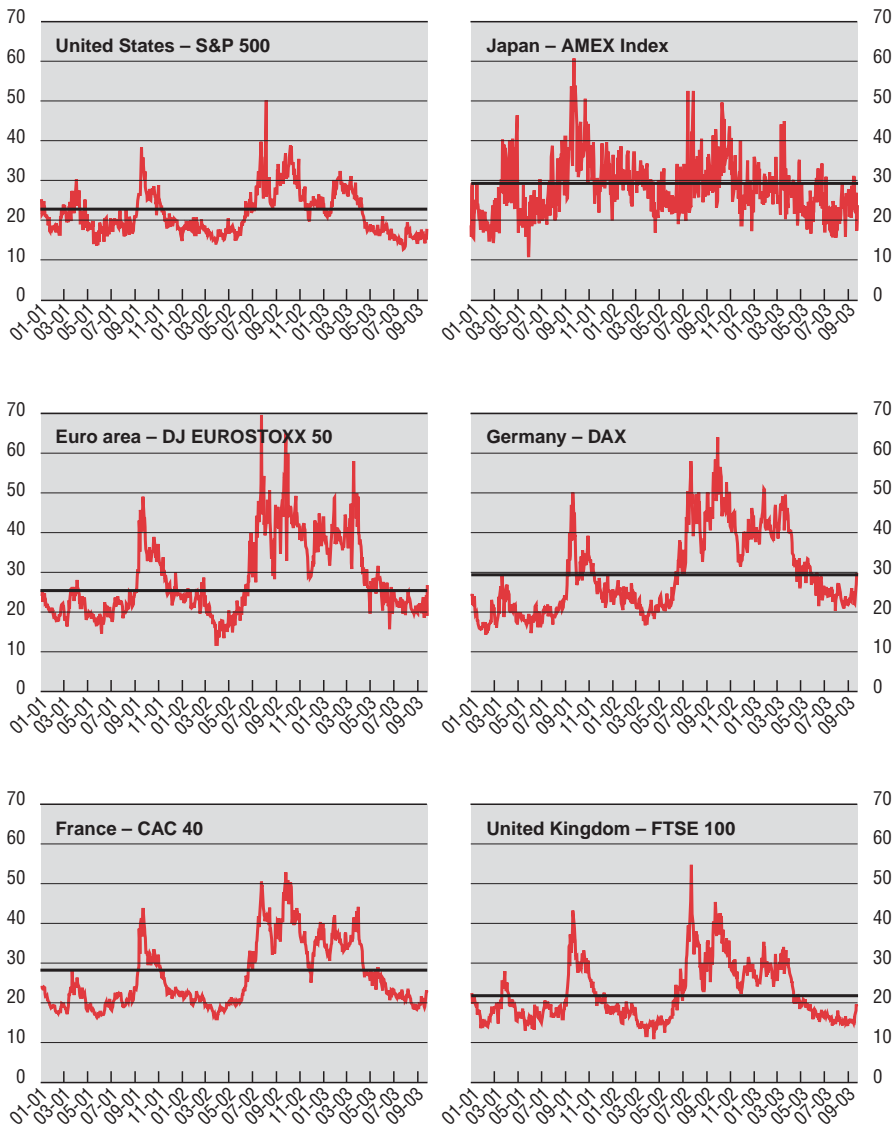
2. Datastream indices.

3. From Datastream Total Market indices.

Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 3. **Stock markets: implied volatilities**

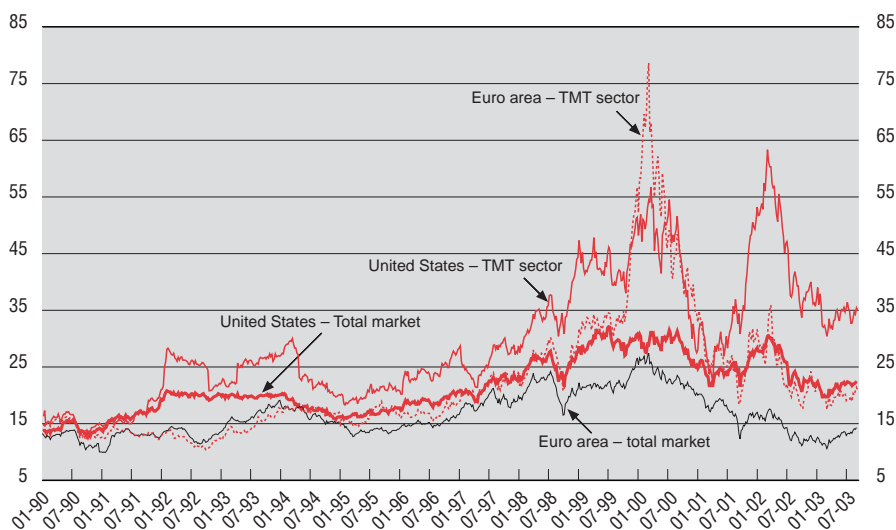
— average 10/03/00 – 26/09/03



Note: Daily data until 26 September 2003. Implied volatility can be interpreted as market expectation of risk (future volatility) and is derived from at-the-money call option prices (interpolated) using the Black-Scholes formula. The Cox-Rubinstein binomial method is used for American style options.

Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 4. Price-earnings ratios



*Note:* Weekly data until 26 September 2003. Based on Datastream indices. Earnings per share (EPS, the denominator of the price-earnings ratio) are based on the latest annualised rate reflecting the last financial year or derived from an aggregation of interim period earnings. For France, the current earnings per share are a forecast provided by local sources. For the United Kingdom, the earnings are calculated by a rolling 12 months method of analysis based on interim, final and annual accounts.

*Source:* Thomson Financial Datastream.

Equity indices of banks and insurance companies have gained since March 2003 in all major markets. In the United States, where the downward corrections of bank equity prices had been less pronounced than in other economies, the recent upswing has brought their valuations almost back to the peak levels of January 2001. In Japan, banking sector equities gained as much as US banks' shares (roughly 20 per cent) between March and August 2003, but their prices are still well below their levels of 1999 and earlier. In the euro area, banks' equity prices rose 20 per cent from March to August, but are still 20 per cent below their highs of 1999. In Germany, strong gains (45 per cent) were observed for the banking sector, which had undergone a particularly difficult period in 2002. In that year, falling equity prices reduced the value of banks' assets, and the economic downturn led to

*...and share prices  
of financial  
institutions also  
recovering...*

increases in loan-loss provisioning. Similar to the banking sector, the insurance sector in major economies has shown an improved performance gaining almost 40 per cent from March until August in some countries. After the difficult years of 2001 and 2002, prospects for the sector look somewhat brighter. The effects of heavy losses, caused by terrorist attacks and natural disasters, are being unwound and balance sheets are starting to strengthen.

*...but weaknesses in the financial sector have yet to be overcome.*

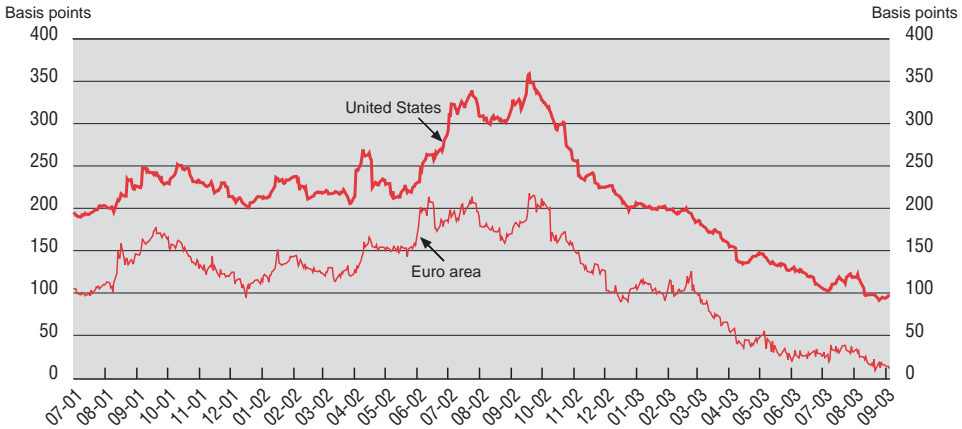
Despite the recent revaluation of financial institutions' equity prices, weaknesses remain, pent-up imbalances have not yet been fully unwound, and in many cases financial buffers have not been fully restored to cope with any additional adverse developments. For example, high interest rates could cut into commercial and mortgage lending activity and thereby depress profits. Banks in the US and also in the United Kingdom have profited from mortgage refinancing, a source of income that is drying out in the wake of higher rates. In Japan, there are signs of improvement, but the banking sector remains somewhat vulnerable, as reflected in banks' equity prices which are still about two-thirds below their October peak of 1999. In Europe, the still sluggish recovery, along with remaining weaknesses in the corporate sector, continue to be soft spots for banks. If unresolved, these factors may lead to a further deterioration of European banks' asset quality and, consequently, to increased provisioning. The European insurance sector, meanwhile, is still suffering from the financial strains that had accumulated in the past years. And while recent profit reports of large European insurance companies reflect a positive turnaround, rating agencies are still cautious in their assessment of the sector, noting that the layer of equity capital is still too thin to provide a safe cushion for future adversities.

### III. Bond markets and interest rates

*Favourable conditions in the corporate bond markets are fading ...*

Throughout the first half of 2003, the corporate sector experienced favourable bond market conditions. Yields dropped to 45-year lows in the US market, and tightening high-yield spreads made raising new capital through debt issuance relatively easy for some riskier borrowers as well (Figures 5 and 6). Accordingly, corporate bond issuance in both the

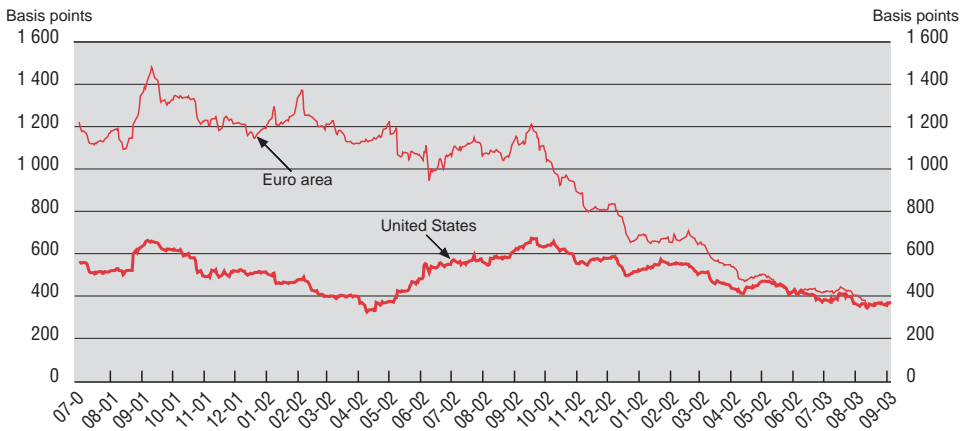
Figure 5. Corporate bond spreads



Note: Daily data until 26 September 2003. Aggregate corporate BAA bond yields (Lehman indices) minus 10-year government benchmark bond yields.

Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 6. High-yield bond spreads

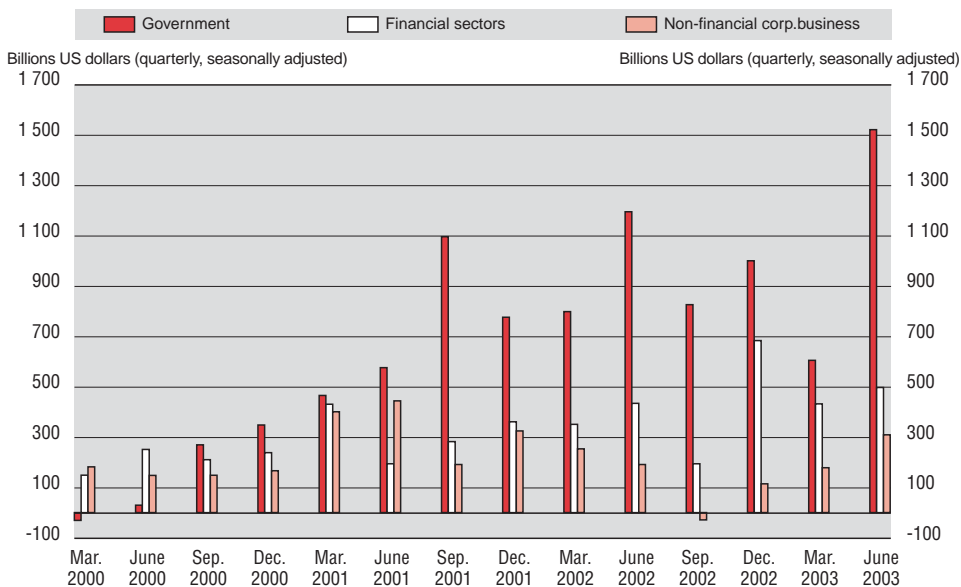


Note: Daily data until 26 September 2003. Aggregate corporate high-yield bond yields minus aggregate corporate BAA bond yields (Lehman indices).

Source: Thomson Financial Datastream.

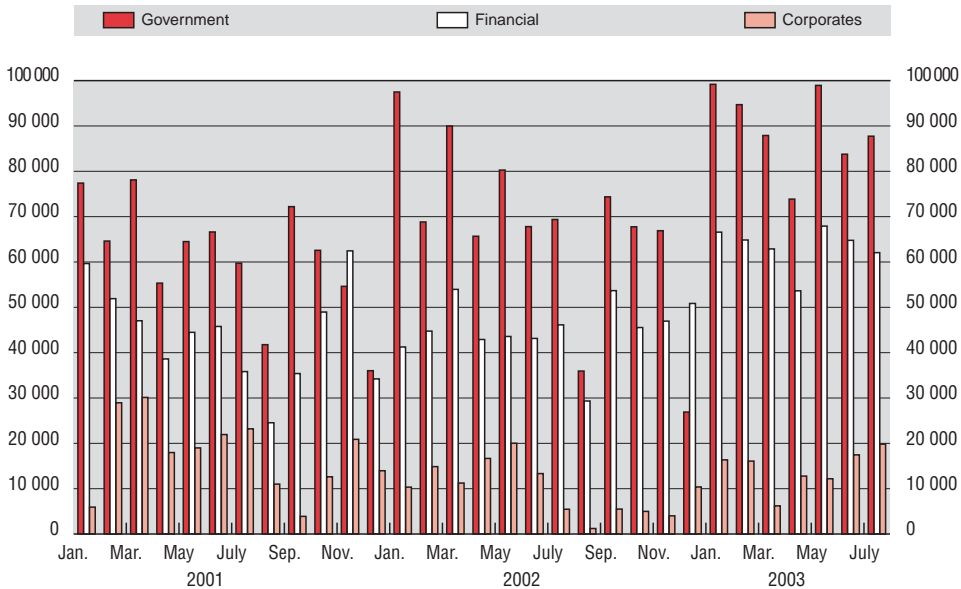
United States and Europe picked up over the first half of 2003 (Figures 7 and 8). Investors, who had become anxious about the risk of further equity market downturns, showed a marked preference for fixed-income assets and boosted demand in the bond market to such an extent that some observers began to worry that a bond market bubble may have begun. However, after the turnaround in the equity market, bond prices came down and yields started rising rapidly around the end of June. Contrary to the experiences in 1994 and 1998, when the bond market declined at a similar pace, the adjustments to falling bond prices and steeply rising yields do not seem to have caused major problems for financial institutions, thus far. This may be due in part to offsetting effects such as the increased valuation of share assets. In the United States, where corporate BAA bond prices had gained 6.5 per cent over the first half

Figure 7. **Net issuance of US bonds**  
Millions of US dollars, seasonally adjusted quarterly data



Note: Government includes Treasury, Municipal and Agency Securities.  
Source: US Federal Reserve Board, Flow of Funds Accounts of the United States.

Figure 8. Euro-denominated bond markets: volumes issued by type of issuer  
In millions of euros



*Note:* "Government" comprises bonds of agencies, central governments, municipals, regions, cities, and supra-nationals. "Financial" comprises asset-backed securities, financials' bonds, and Pfandbriefe. The latter includes Pfandbrief-style paper issued in EU-countries, like for instance French Obligations foncières, Spanish Cédulas hipotecarias, etc.

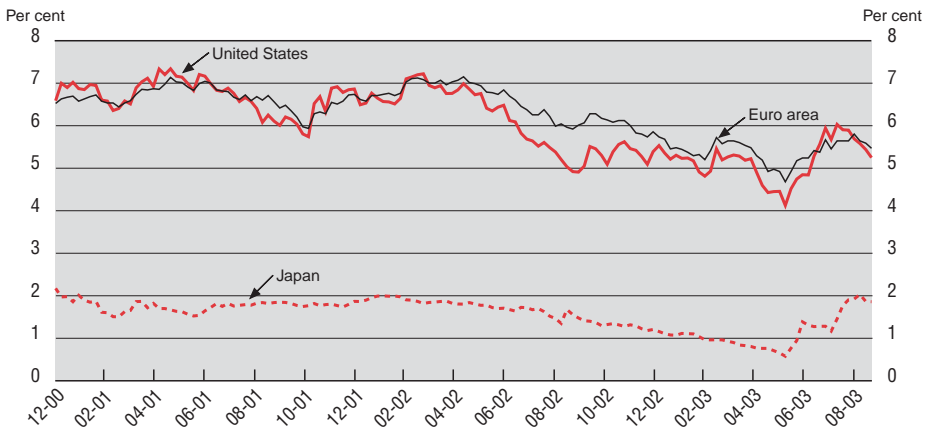
*Source:* European Commission (DG ECFIN).

of 2003, prices dropped over 3 per cent from July to September, with somewhat larger swings at the long end of the maturity spectrum.<sup>1</sup> The performance in the euro area was similar, although somewhat less pronounced. European BAA bonds gained 4.5 per cent over the first six months of 2003, but dropped 1.5 per cent from July until September. In contrast to equity markets, where it declined over the past few months, volatility rose over the period in the bond markets. In the process, waning demand for corporate bonds made new debt financing more expensive, and even though the supply of corporate bonds might be expected to ebb somewhat, this drop is unlikely to compensate for the pressure coming from the increase in the supply of government bonds.

**... and increased government bond issuance may drive up long-term interest rates...**

Government bond issuance has increased sharply over the past couple of months in the major economies (Figures 7 and 8). In the United States as well as in Europe, public sector financing needs have increased substantially. In the United States, government net issuance (including Treasury, Municipal and Agency Securities) rose, in seasonally adjusted terms, from two billion US dollars in the fourth quarter of 2002 to over three billion US dollars in the second quarter of 2003. Further defence-related and peace-keeping expenses, coupled with tax cuts, will widen budget deficits and increase debt issuance in the near future. In Europe, net issuance of government bonds has climbed 60 per cent from the last quarter of 2002 to the second quarter of 2003, and figures for July indicate further increases. Increased issuance may have been a major factor behind the recent rise in long-term interest rates (Figure 9). These increases were most pronounced from mid-June until the middle or end of August, when yields for 10-year benchmark bonds rose from 3 to 4.5 per cent in the United States and from 3.5 to almost 4.4 per cent in the euro area. In Japan, starting from very low levels, the benchmark yield has climbed more than one percentage point to 1.5 per cent. In September the

Figure 9. 10-year government benchmark bond yields



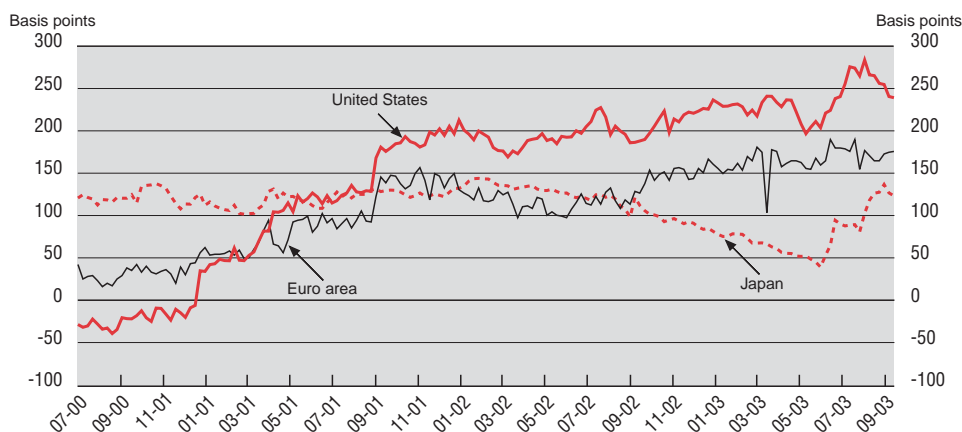
Note: Weekly data until 26 September 2003.  
Source: Thomson Financial Datastream.

upward trend in government bond yields has been slightly reversed in all three economies. Combined with historically low rates at the short end of the maturity spectrum, the hike in long-term yields has been reflected in rising term spreads (Figure 10) and steeper yield curves (Figure 11). If growth expectations are not met, high long-term rates actually could slow down a recovery or even make it short-lived.

In the United States, the Federal Reserve has lowered its Federal Funds target rate to a historical low of one percent, with the last drop occurring on June 25, only a few weeks after the European Central Bank (ECB) had pared its main refinancing rate to two per cent on June 6. The Fed's move was accompanied by a removal of the downward bias from further monetary policy decisions and was expected to support a nascent recovery. In line with these prospects and the Fed's announcements, markets expect short-term rates to increase only slightly, a quarter percentage point, by the end of 2003, but steep increases are expected at the end of the second quarter of 2004 (Figure 12). For the euro area, a rising euro had already effectively tightened monetary conditions. The ECB's June decision counteracted these tendencies

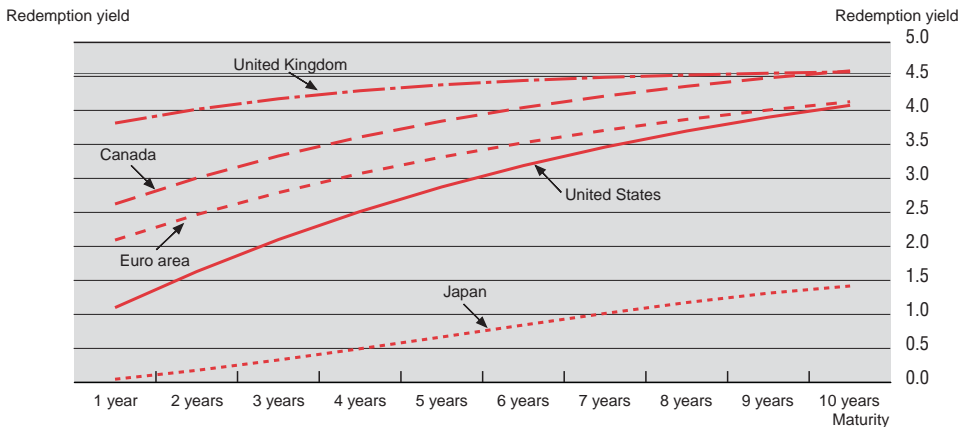
*... while policy rates  
are at historical  
lows...*

Figure 10. Yield spreads: 10-year minus 2-year government bond yields



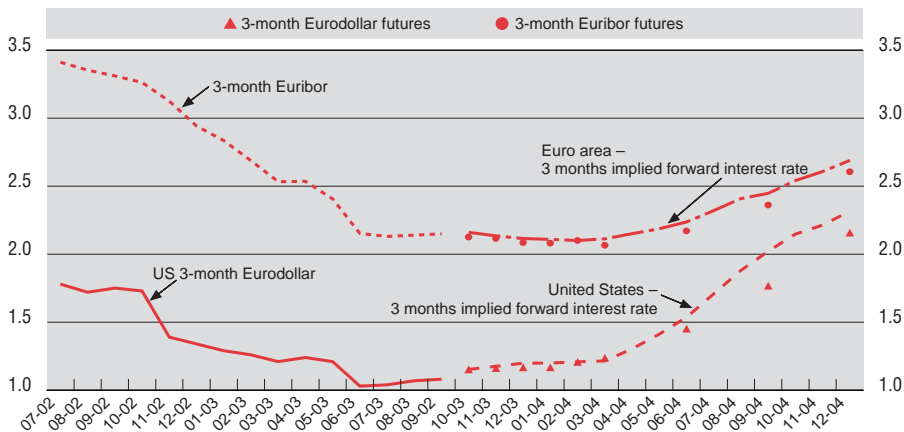
Note: Weekly data until 26 September 2003.  
Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 11. Yield curves



Note: Data as of 25 September 2003.  
Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 12. United States and euro area – implied forward and futures interest rates



Note: Data as of 26 September 2003. Actual rates: United States: 3-months eurodollar middle rate (bid, 11a.m. London); euro area: Euribor 3 month offered rate; monthly averages. Latest actual values, marked as asterisks, are weekly averages from 3-7 March 2003. Implied forward rates are derived from zero-bond yield curves. Eurodollar futures: 3-month (CME); Euribor futures: 3-months (LIFFE).

Source: Thomson Financial Datastream, OECD.

and enhanced prospects for a recovery. For the near future, markets attach a high probability to short-term rates staying flat, with increases not expected before the second quarter of 2004.

Similar supportive measures were taken by other major central banks. For example, to counteract weakening demand conditions, the Bank of England reduced its repo rate by a quarter percentage point to a 48-year low of 3.5 per cent on 10 July 2003. As implied by interest rate futures and zero-bond yield curves, markets do not strongly expect this cut to be reversed before the end of the year.<sup>2</sup> In Canada, where demand conditions had been more favourable, the Bank of Canada had raised its target for the overnight rate to 3.25 per cent in two steps during the first half of 2003, on March 4 and April 15. However, given signs of a worsening economic climate, the bank reversed its moves on July 15 and September 3, bringing the rate back to 2.75 per cent, and markets do not expect rates to rise before the second quarter 2004. In Japan, interest rate futures indicate a slight rise of about half a percentage point in the second half of 2004. Even though inference at these margins may not be very significant, this rise may reflect a somewhat more positive outlook on the Japanese economy.

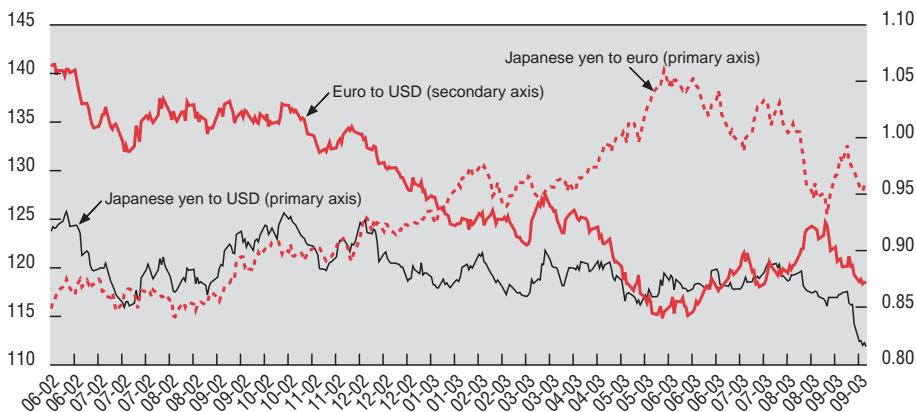
*... and support  
the recovery  
in major  
economies.*

#### **IV. Foreign exchange markets and emerging economies**

As early as 2002, the dollar began to decline against the euro and the yen, and while the trend against the euro continued largely unabated, the yen at one point had slightly reversed this movement (Figure 13). It had become apparent that the Bank of Japan had been intervening to prevent a yen appreciation.<sup>3</sup> However, after the call for more flexible exchange rates expressed in the G7 communiqué of 20 September 2003, the dollar fell and the yen rose to its strongest value against the dollar since December 2000, and also rose against the euro, although renewed intervention may halt the rise. This call for more flexible exchange rates was fostered, in part, by comments from US officials directed at selected Asian currencies. The remarks suggested that those countries' currencies were significantly undervalued, which among other effects, undermined the competitive

*A weaker dollar  
would help to  
unwind  
imbalances...*

Figure 13. Major exchange rates



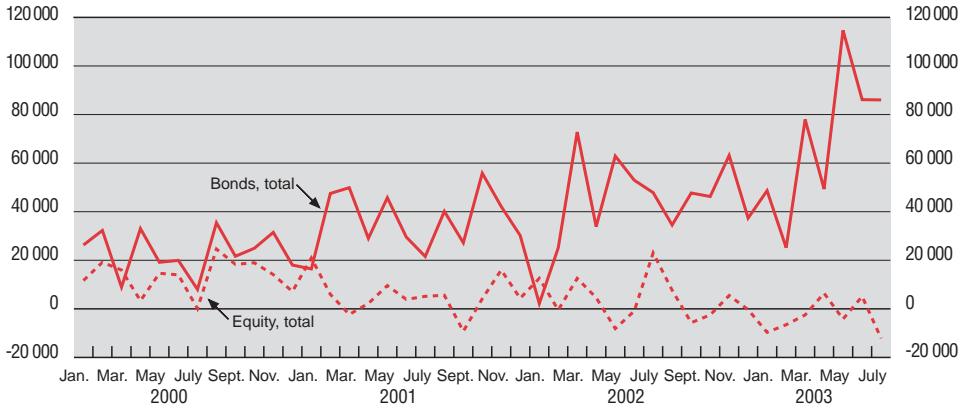
Note: Daily data until 26 September 2003.  
 Source: Thomson Financial Datastream.

position of the United States. Over the past several years, strong US demand had led to persistent and increasing current account deficits, which are approaching the level of 5 per cent of GDP. Given the large dependence of the world economy on the US performance, however, consolidating the US current account could put some strains on the world economy. So far, the euro area, with the euro appreciating against the dollar, has had to bear the brunt of the adjustment.

**... but there could be unwelcome side-effects.**

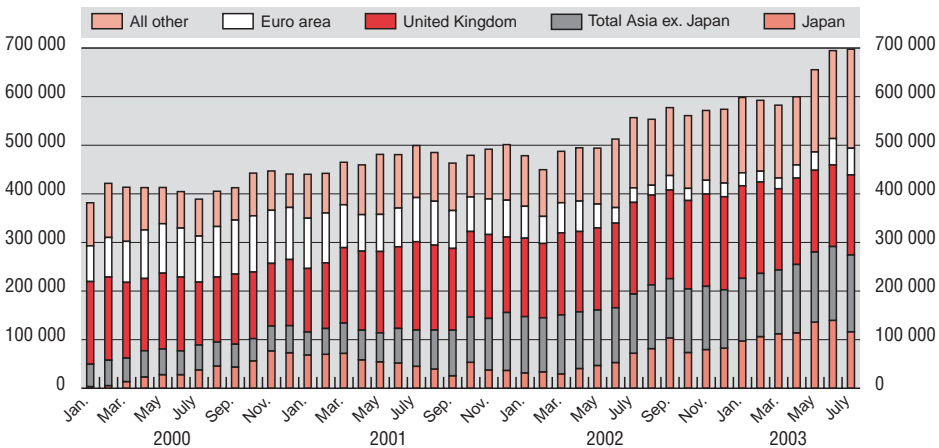
The United States has not had problems so far in financing its current account deficits, given international investors' preference for US assets. Private flows continued to increase especially during the boom years of the stock market, but more recently, it seems that much of the current account financing has come from official sources, amid signs that private investors had begun to shift from US equities towards bonds (Figure 14). Asian countries, which hold the lion's share of US assets abroad,<sup>4</sup> have been major buyers of US assets (Figure 15). With the recent currency market interventions, these flows have often been official purchases which

Figure 14. **Net portfolio flows into US by category**  
Millions of US dollars



Sources: US Treasury, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

Figure 15. **Net portfolio flows into US by country**  
Millions of US dollars, 12-month moving sums



Sources: US Treasury, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

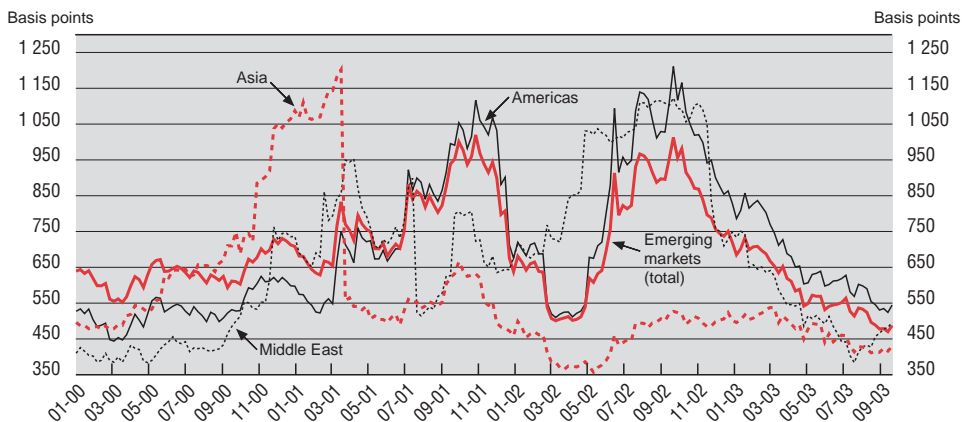
have added to the foreign exchange reserves of the respective countries. Should such purchases now come to an end, the pursuant fall in demand for US treasuries could increase US interest rates, assuming private demand for US assets

does not offset the drop in official demand. Thus, on the one hand the falling dollar should have positive effects in terms of US competitiveness and should bring current account deficits back to more sustainable levels. On the other hand, higher interest rates could impact on domestic demand, possibly countering the increases in export demand, with possible negative repercussions on other countries.

**Emerging markets prospects are on the upside.**

Emerging markets are taking part in the brightening prospects for the world economy. Capital flows to emerging markets are increasing, and investors are regaining their confidence in those markets, as reflected in the tightening yield spreads of emerging market bond indices (EMBI) over US government paper (Figure 16). In Asia as well as in Latin America, major equity indices have been rising strongly (Figure 17). Both overall indices rose over 30 per cent from April until September, with the Asian total market index slightly outperforming the Latin American one. While the success of the Asian emerging economies has already been well-based, the pickup in major Latin American markets is particularly noteworthy. In Brazil, where the Bovespa index rose in line with the overall Latin American index, investors

Figure 16. Emerging market spreads

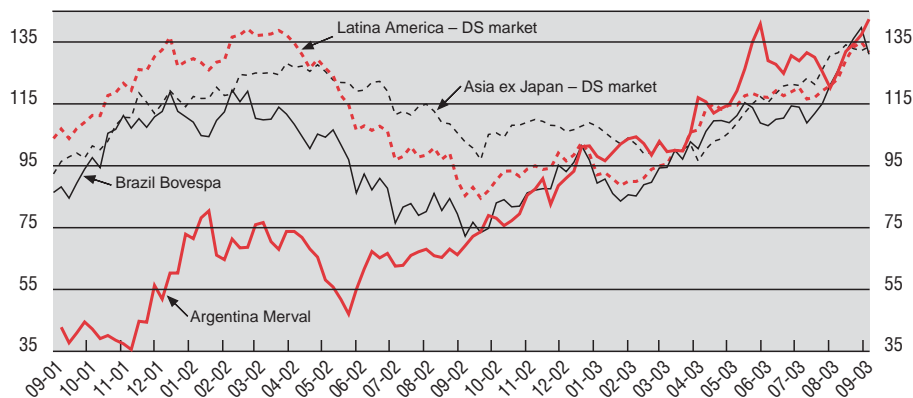


Note: Weekly data until 26 September 2003. Lehman indices, redemption yields minus 5-year US government bond index yield.

Source: Thomson Financial Datastream.

Figure 17. **Equity indices for selected emerging markets**

Indices, 2 Apr 03 = 100



Note: Weekly data until 26 September 2003.

Source: Thomson Financial Datastream.

have apparently gained confidence in the reform plans of the new government, for example the public employee pension reform, which got legislative approval early in August 2003. Despite some remaining shortcomings in corporate governance, and the fact that growth prospects for this year remain weak (about half a per cent), the country's prospects are positive. In Argentina, the Merval index has been rising ever since the country's default, and recently, from April until September 2003, climbed another 40 per cent, outperforming the overall Latin American market. It seems that even though the recent USD 100 billion debt restructuring programme of September 2003 did not meet undivided acceptance of creditors, its overall evaluation was positive.

## Notes

1. All calculations are based on daily data of Lehman indices as provided by Thomson Financial Datastream.
2. This and the other assessments of market's interest rate expectations are based on the respective country's three-month implied forward rates calculated from zero-coupon yield curves, as well as the respective futures rates. For the United Kingdom, these are LIFFE three-month sterling futures, for Canada, 90-day bank acceptance futures, and for Japan, TIFFE 3-month euroyen futures.
3. These interventions were, in the course of the year 2003 until end of September, of a magnitude of 13,500 billion yen (equivalent to USD 120 billion or EUR 107 billion), according to official announcements.
4. Japan; Mainland China and Hong Kong, China; Korea; Chinese Taipei; Singapore; and Thailand hold 54 per cent of US assets; with about 33 per cent held by Japan alone (data as of June 2003 by the US Treasury International Capital Reporting System).

## L'actualité récente des marchés de capitaux

### I. Rappel

Ces derniers mois, les marchés de capitaux ont entamé un mouvement de reprise, qui traduit des perspectives plus positives pour certaines des grandes économies et, par rapport à la situation d'il y a un an et demi, une diminution des incertitudes géopolitiques. Les chiffres de la croissance aux États-Unis et au Japon pour le deuxième trimestre 2003 ont constitué une bonne surprise, et les données pour le troisième trimestre sont venues conforter l'idée que la reprise attendue était en marche. Le récent redressement des marchés a aussi été amplifié par le fait qu'aux États-Unis, le secteur des entreprises a enregistré des succès importants en reconstituant ses bénéfices et en redressant sa productivité. Dans la zone euro, en revanche, la croissance est restée assez médiocre, l'ensemble de la zone connaissant une stagnation et trois de ses économies (Allemagne, Italie et Pays-Bas) ayant subi plusieurs trimestres consécutifs de croissance négative. Néanmoins, le récent rebond du marché d'actions a été particulièrement vif dans certaines grandes économies de la zone euro, car les marchés semblent avoir pris en compte les anticipations assez optimistes sur l'évolution de la croissance au cours de l'année prochaine. De fait, d'après les prévisions moyennes du secteur privé de septembre, les perspectives de croissance de la zone euro ont été revues à la hausse pour 2004, après avoir subi une série de révisions en baisse ; quant à l'indice de confiance des agents économiques publié par la Commission européenne en septembre, il s'est inscrit à son niveau le plus élevé de l'année.

*La reprise économique semble avoir désormais une assise plus solide...*

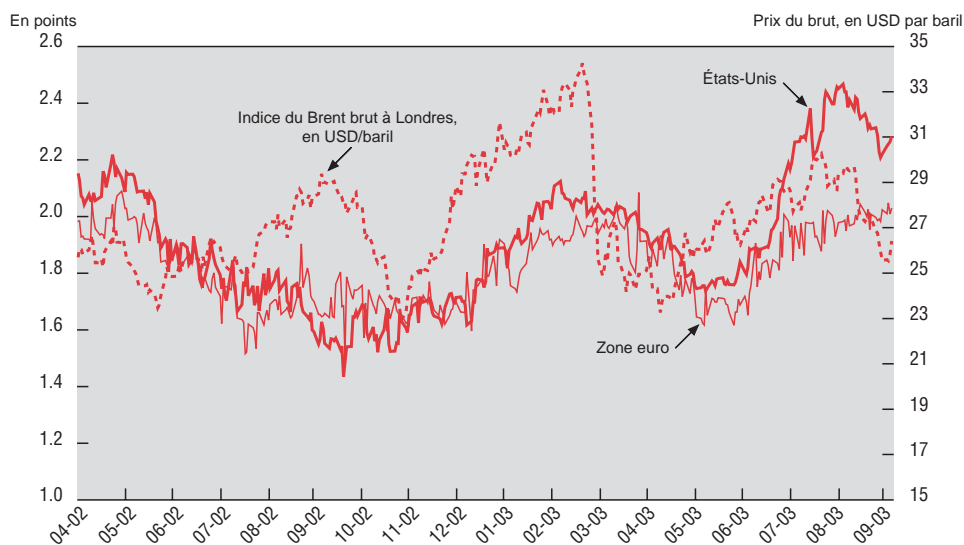
*... mais un certain nombre de risques pourraient tempérer l'optimisme.*

Toutefois, plusieurs risques pourraient bien tempérer l'optimisme des marchés de capitaux. C'est ainsi qu'une hausse des taux d'intérêt pourrait freiner l'investissement et les dépenses de consommation. La consommation risque de subir le ralentissement des opérations de refinancement hypothécaire à la suite d'un redressement des taux hypothécaires et d'un alourdissement des charges de la dette qui, ces derniers temps, sont particulièrement élevées aux États-Unis et qui ont fortement augmenté au Royaume-Uni sous l'effet d'un gonflement record des emprunts hypothécaires. Si la poussée récente des prix des logements devait laisser la place à une soudaine décade, on pourrait connaître des problèmes. La consommation pourrait être par ailleurs affectée si le marché du travail reste mal orienté. Le redressement de la croissance aux États-Unis ne s'est pas encore fait sentir sur les salaires et l'emploi et les données sur la confiance des consommateurs se sont inscrites en repli par rapport à leur niveau antérieur.

Même si l'on pense actuellement que les bénéfices des entreprises vont encore progresser, cette perspective pourrait manifestement être mise à mal en cas de tassement de la demande de consommation. Les déficits de financement apparents des plans de retraite professionnels pourraient amener les sociétés à reporter à plus tard leurs projets d'investissement. Au Royaume-Uni, en particulier, le niveau de l'endettement des sociétés a sensiblement augmenté et cela pourrait les rendre très vulnérables à des chocs. Si les sociétés devaient réduire leurs investissements pour se désendetter, ce sont les perspectives de toute l'économie qui s'en trouveraient assombries. Au Japon, malgré le récent redressement de la croissance, l'activité économique recule encore en termes nominaux sous l'effet de la déflation, qui continue d'entraîner une détérioration des bilans des entreprises. Même si les initiatives des pouvoirs publics et les réformes des sociétés marquent quelques progrès, l'investissement reste faible et les problèmes du secteur bancaire n'ont pas encore été réglés. De plus, les récents réalignements des monnaies se sont traduits par une forte hausse du yen, qui risque de mettre en danger la reprise naissante. En Europe, outre la lenteur du redémarrage du cycle, en Allemagne, en particulier, le secteur bancaire semble tout juste commencer à

se remettre d'une période particulièrement difficile en 2002, qui avait été marquée par une détérioration des bilans sous l'effet de l'augmentation des provisions pour pertes sur prêts. Plus généralement, l'ampleur du chômage, la confiance médiocre des consommateurs et des entreprises, ainsi que la hausse de l'euro risquent de peser sur la demande dans cette zone. Bien que les taux directeurs continuent de soutenir la reprise, un renchérissement du pétrole est de nature à exercer des tensions sur l'inflation (graphique 1). En l'état actuel des choses, les prix du pétrole restent largement inférieurs à leur sommet du début mars 2003, période de montée des incertitudes sur le déclenchement d'une guerre en Irak.

Graphique 1. **Anticipations sur l'évolution de l'inflation implicite et du prix du pétrole brut**



Notes : Données au 26 septembre 2003. Les anticipations d'inflation implicite (« point mort d'inflation ») sont égales aux écarts de rendement entre les obligations d'État de référence à 10 ans et les obligations indexées sur l'inflation (indices des obligations d'État indexées sur l'inflation calculés par Merrill Lynch).

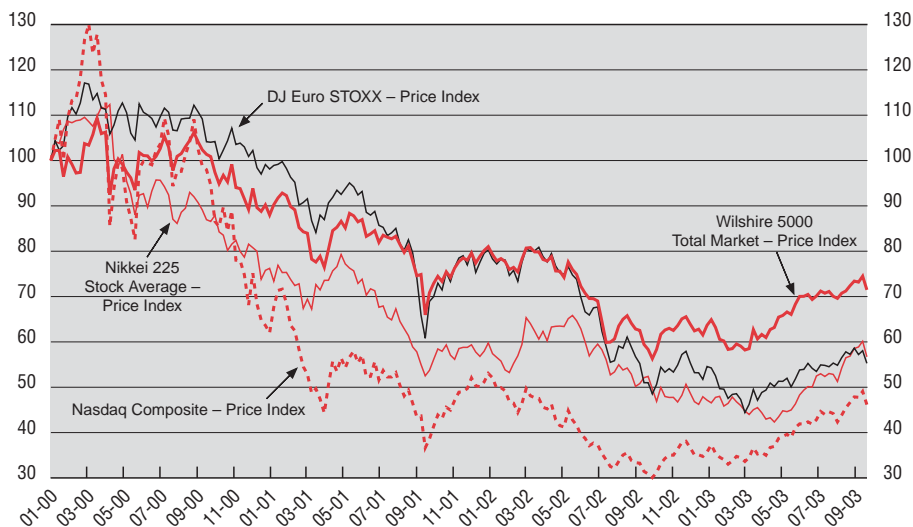
Source : Thomson Financial Datastream.

## II. Marchés d'actions

*Les signes que la baisse du marché se termine sont de plus en plus manifestes...*

Tous les grands indices des marchés d'actions ont progressé depuis leurs creux du mois de mars 2003 (graphique 2). Aux États-Unis, au Japon et au Canada, cette progression dépasse actuellement les 10 % pour les indices boursiers généralistes (tableau 1). Toutefois, comme on peut le voir, les actions n'ont fait que regagner une partie du terrain perdu depuis le mouvement de baisse qui a suivi l'année 2000 et elles ont simplement renoué dans la plupart des cas avec leur niveau de la mi-2002. Quoi qu'il en soit, la volatilité de tous les grands indices boursiers a diminué ces derniers temps pour s'inscrire en dessous des moyennes à moyen terme (graphique 3). A la fin du printemps, les investisseurs ont commencé à restructurer leurs portefeuilles en réinvestissant sur le marché d'actions. Ce mouvement a été conforté par les prévisions de forte croissance des résultats des sociétés. Néanmoins, il reste à savoir si ces prévisions

Graphique 2. **Principaux indices boursiers**  
Indices, base 100 au 7 janvier 2000



Note : Données hebdomadaires jusqu'au 26 septembre 2003.  
Source : Thomson Financial Datastream.

Table 1. Évolution des indices boursiers généralistes et sectoriels dans les principales économies

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
	WILSHIR 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
<i>Indices boursiers généralistes</i>								
Pic :	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/08/ 2000	31/03/ 2000	31/12/ 1999	31/08/ 2000
Recul août 03./pic (%)	-32.3	-50.1	-50.8	-55.9	-50.6	-43.8	-37.9	-32.6
Hausse août 03./mars 03 (%)	19.0	21.0	21.5	38.4	20.4	14.9	15.0	15.6
CCR au pic <sup>2</sup>	30.3	83.6	26.1	22.5	22.2	34.3	25.9	23.8
CCR août 03 <sup>2</sup>	22.0	38.7	13.7	11.7	15.2	14.8	16.3	17.2
CCR moyenne janv. 90-août 03 <sup>2</sup>	21.5	51.2	16.5	17.7	15.2	19.4	17.5	19.2
CCR moyenne 90-94 <sup>2</sup>	17.6	48.7	14.2	17.4	12.5	17.8	15.4	19.2
<i>Télécommunications, médias, informatique<sup>1</sup></i>								
Pic :	31/03/ 2000	29/02/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/03/ 2000	31/08/ 2000
Recul août 03./pic (%)	-68.6	-71.3	-71.2	-80.9	-77.5	-68.8	-76.4	-77.6
Hausse août 03./mars 03 (%)	20.6	32.1	26.3	41.5	25.1	14.0	18.3	22.3
CCR au pic	53.7	180.7	70.1	69.9	68.0	62.3	77.8	54.3
CCR août 03	33.6	67.1	20.0	21.0	24.0	12.8	19.7	20.7
CCR moyenne janv. 90-août 03 <sup>2</sup>	29.4	66.5	22.2	34.0	19.7	21.3	25.3	29.1
CCR moyenne 90-94	21.2	49.7	14.3	28.6	13.0	13.6	14.8	27.1
<i>Banques<sup>1</sup></i>								
Pic :	31/01/ 2001	29/10/ 1999	29/01/ 1999	31/08/ 2000	31/03/ 2002	30/11/ 2000	31/05/ 2002	29/08/ 2003
Recul août 03./pic (%)	-2.2	-66.4	-22.1	-52.8	-17.2	-41.8	-18.8	0.0
Hausse août 03./mars 03 (%)	20.5	20.3	30.9	45.9	24.3	22.6	20.8	11.4
CCR au pic	18.3	429.9	20.4	15.5	11.2	18.4	16.8	18.3
CCR août 03	14.5	62.3	12.2	8.7	11.6	16.0	14.3	18.3
CCR moyenne janv. 90-août 03 <sup>2</sup>	14.3	104.8	13.3	13.9	10.7	16.3	14.5	12.6
CCR moyenne 90-94	11.3	64.4	10.6	13.4	9.5	11.0	14.5	12.5
<i>Assurances<sup>1</sup></i>								
Pic :	Dec. 2000	Avril 1999	Janv. 2001	Nov. 2000	Nov. 2000	Nov. 2000	Dec. 2000	Janv. 1999
Recul août 03./pic (%)	-18.4	-14.3	-48.7	-67.1	-56.8	-43.6	-59.7	-9.4
Hausse août 03./mars 03 (%)	18.2	33.4	36.1	37.8	38.8	5.2	25.0	18.3
CCR au pic	32.1	43.1	21.5	35.1	18.9	31.9	11.7	17.0
CCR août 03	19.9	49.7	8.7	6.8	13.5	20.7	24.0	10.6
CCR moyenne janv. 90-août 03 <sup>2</sup>	18.8	47.6	22.2	35.7	13.6	30.0	25.1	13.5
CCR moyenne 90-94	13.9	49.3	24.7	47.7	11.4	33.6	29.2	12.2

Note : Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles. Les bénéfices par actions, qui constituent les dénominateurs des coefficients de capitalisation des résultats, reposent sur le dernier taux annualisé représentatif du dernier exercice ou ils sont calculés par agrégation des bénéfices des périodes intermédiaires. Pour la France, les bénéfices courants par action sont une prévision fournie par des sources locales. Pour le Royaume-Uni, les bénéfices sont calculés par une méthode d'analyse en glissement sur 12 mois reposant sur les comptes intermédiaires, de fin d'année et annuels.

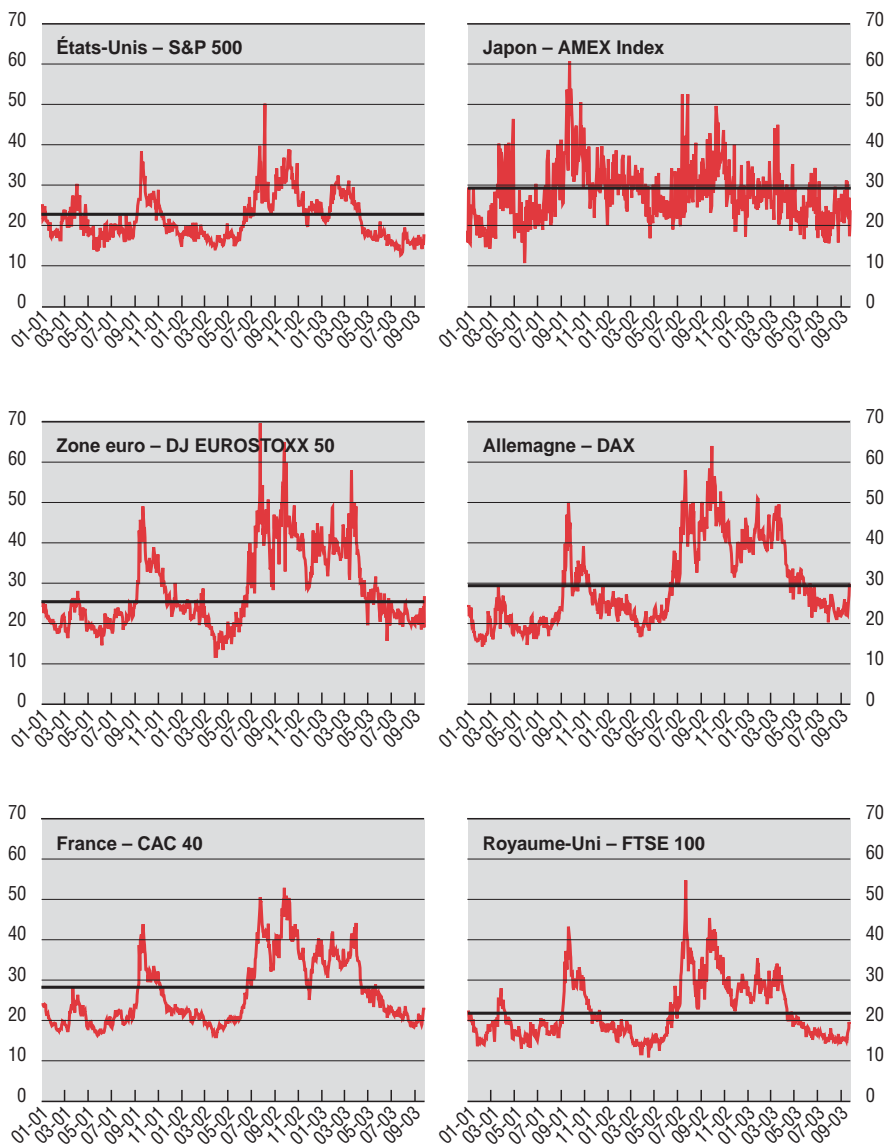
1. Indices Datastream.

2. Par rapport aux Indices du marché total calculés par Datastream.

Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 3. **Marchés d'actions : volatilités implicites**

— Moyenne 10-03-00 – 26-09-03



Note : Données quotidiennes jusqu'au 26 septembre 2003. On peut considérer que la volatilité implicite est égale à l'anticipation par le marché du risque (volatilité future) et elle est calculée à partir des prix d'options d'achat à parité (interpolées) à l'aide de la formule de Black-Scholes. La méthode binomiale de Cox-Rubinstein est utilisée pour les options à l'américaine.

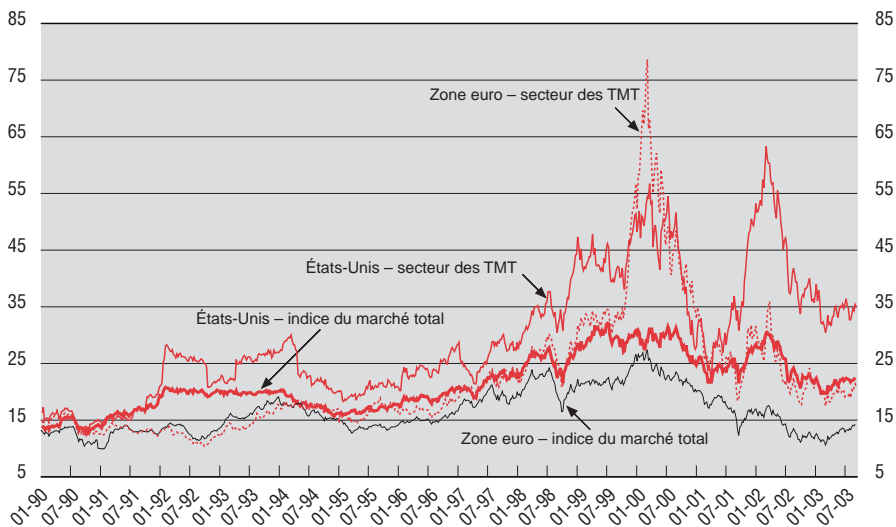
Source : Thomson Financial Datastream.

se concrétiseront. Sur la base des bénéfices actuels (qui sont relativement faibles), les coefficients de capitalisation des résultats aux États-Unis demeurent légèrement au-dessus à la fois de leur niveau à moyen terme et de leur niveau antérieur à la bulle et ce, dans tous les secteurs (tableau 1 et graphique 4). Dans les autres pays, toujours d'après cet indicateur, les actions semblent faire l'objet de valorisations plus réalistes. Si les perspectives de bénéfices venaient à s'obscurcir, la hausse des rendements obligataires pourrait facilement inciter les investisseurs à réorienter leurs portefeuilles vers les valeurs à revenu fixe.

De toute évidence, le secteur technologique a été le premier à bénéficier du retour en faveur des placements en actions chez les investisseurs. Ce phénomène a sans doute été lié à l'impression que ce secteur, qui avait été le premier et le plus durement touché lors de la phase de baisse des cours,

*... avec le retour en force des valeurs technologiques...*

Graphique 4. Coefficients de capitalisation des résultats



Note : Sur la base des indices calculés par Datastream. Les bénéfices par action qui constituent le dénominateur du coefficient de capitalisation des résultats, reposent sur le dernier taux annualisé correspondant au dernier exercice, ou sont calculés à partir de l'agrégation des bénéfices de la période intermédiaire.

Source : Thomson Financial Datastream.

avait connu un mouvement de correction excessif et qu'il présentait donc le plus gros potentiel de rendements futurs – au moins dans des segments bien choisis comme la biotechnologie. C'est en Allemagne, où le recul avait été le plus marqué par rapport aux sommets de l'an 2000 (l'indice sectoriel avait perdu plus de 80 % par rapport à son point culminant), que le regain d'optimisme des investisseurs a été le plus prononcé. L'indice allemand des valeurs technologiques a en effet progressé de plus de 40 % depuis son creux de mars 2003 jusqu'en août dernier.

*... et les cours  
des actions  
des institutions  
financières se  
redressent aussi...*

Depuis mars 2003, les indices des actions des banques et sociétés d'assurance se sont redressés sur toutes les grandes places boursières. Aux États-Unis, où le mouvement de correction à la baisse des valeurs bancaires avait été moins prononcé que dans d'autres économies, le récent redressement a pratiquement ramené les valorisations à leur point culminant de janvier 2001. Au Japon, les valeurs bancaires ont enregistré une aussi forte hausse que leurs homologues américaines (environ 20 %) de mars à août 2003, mais elles sont encore loin de leurs niveaux de 1999 et des années antérieures. Dans la zone euro, les cours des valeurs bancaires ont progressé de 20 % de mars à août, mais il reste à 20 % en deçà de leur sommet de 1999. En Allemagne, la progression a été forte (45 %) dans ce secteur qui avait traversé une période particulièrement difficile en 2002. Cette année là, la baisse des cours des actions avait réduit la valeur des actifs des banques et le repli de l'activité économique avait entraîné un gonflement des provisions pour pertes sur prêts. A l'instar du secteur bancaire, le secteur des assurances des grandes économies a affiché de meilleures performances avec une progression de près de 40 % de mars à août dans certains pays. Après la mauvaise passe des années 2001 et 2002, les perspectives de ce secteur semblent s'éclaircir légèrement. Les effets des sinistres majeurs provoqués par les attentats terroristes et des catastrophes naturelles, sont en voie d'être surmontés et les bilans commencent à se redresser.

*... mais le secteur  
financier n'a pas  
encore surmonté  
ses faiblesses.*

Malgré la récente réévaluation des prix des actions des institutions financières, le secteur présente encore des faiblesses, des déséquilibres refoulés n'ont pas encore été pleinement résorbés et, dans bien des cas, les institutions

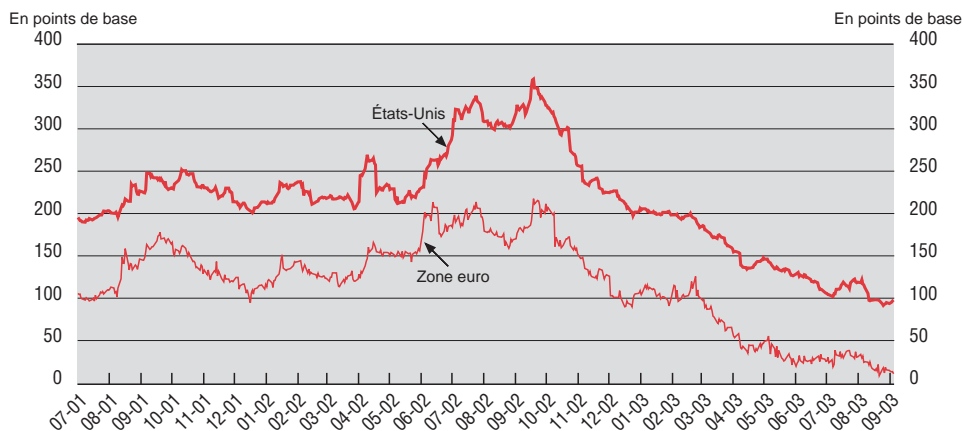
n'ont pas totalement rétabli leur matelas de ressources financières pour pouvoir faire face à de nouvelles évolutions défavorables. Par exemple, un renchérissement du loyer de l'argent pourrait freiner les opérations de prêt aux entreprises et de crédit hypothécaire, ce qui porterait préjudice aux bénéfiques. Les banques aux États-Unis de même qu'au Royaume-Uni ont bénéficié, grâce à des opérations de refinancement hypothécaire, d'une source de revenus qui commence à se tarir sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt. Au Japon, il y a des signes d'amélioration, mais le secteur bancaire semble un peu vulnérable, comme en témoignent les cours des valeurs bancaires qui restent en retrait de quelque 66 % par rapport à leur sommet d'octobre 1999. En Europe, la reprise encore molle, ainsi que les faiblesses persistantes du secteur des entreprises, continuent d'être les points faibles des banques. S'ils ne sont pas réglés, ces problèmes risquent d'aboutir à une nouvelle détérioration de la qualité des actifs des banques européennes et, partant, à un renforcement des provisions pour pertes sur prêts. Le secteur européen de l'assurance continue, pour sa part, de souffrir des tensions financières qui se sont accumulées ces dernières années. En outre, même si les bénéfiques récemment déclarés par les grandes sociétés européennes d'assurance marquent un retournement positif, les agences de notation restent circonspectes dans leurs évaluations du secteur, notant que le matelas de fonds propres des assureurs reste trop mince pour les protéger d'éventuels aléas.

### III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

Durant tout le premier semestre de 2003, le secteur des entreprises a bénéficié de conditions favorables sur le marché obligataire. Sur le marché américain, les rendements sont revenus à leur niveau le plus bas depuis 45 ans et avec le resserrement des écarts de rémunération des obligations à haut rendement, il est également devenu relativement facile pour des emprunteurs plus risqués de se procurer de l'argent frais en émettant des titres d'emprunt (graphique 5 et 6). En conséquence, les émissions d'obligations de sociétés aussi bien aux États-Unis qu'en Europe se sont

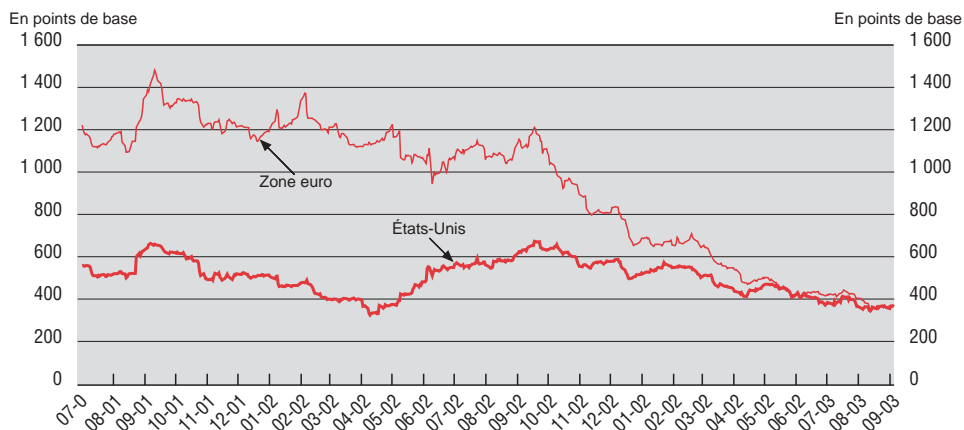
*Les conditions sur le marché des obligations de sociétés deviennent moins favorables...*

Graphique 5. Écarts de rémunération des obligations de sociétés



Note : Données quotidiennes jusqu'au 26 septembre 2003. Rendements agrégés des obligations de sociétés notées BAA (indices calculés par Lehman) diminués des rendements des obligations d'État de référence à 10 ans.  
 Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 6. Écarts de rémunération des obligations à haut rendement

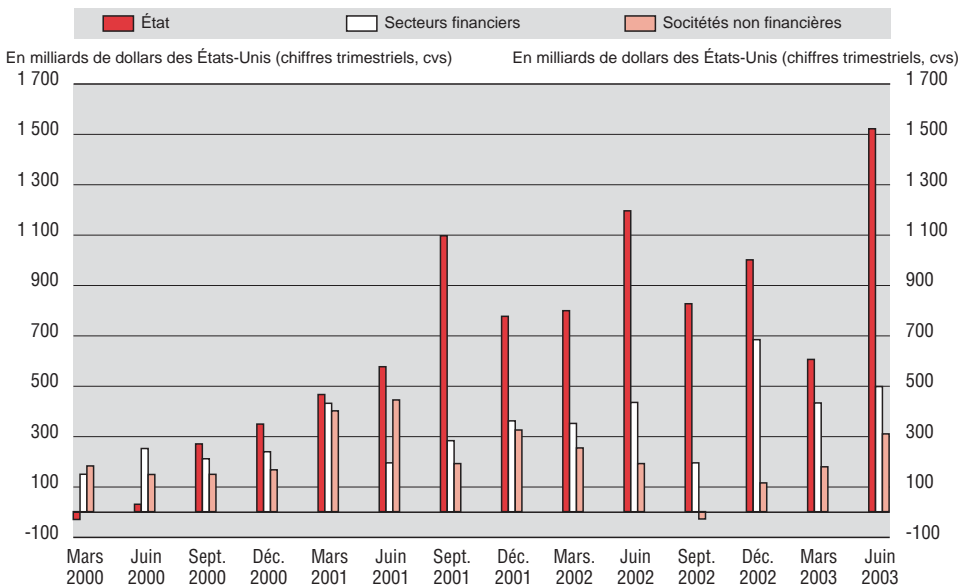


Note : Données quotidiennes jusqu'au 26 septembre 2003. Rendements agrégés des obligations de sociétés à haut rendement diminués des rendements agrégés des obligations de sociétés notées BAA (indices calculés par Lehman).

Source : Thomson Financial Datastream.

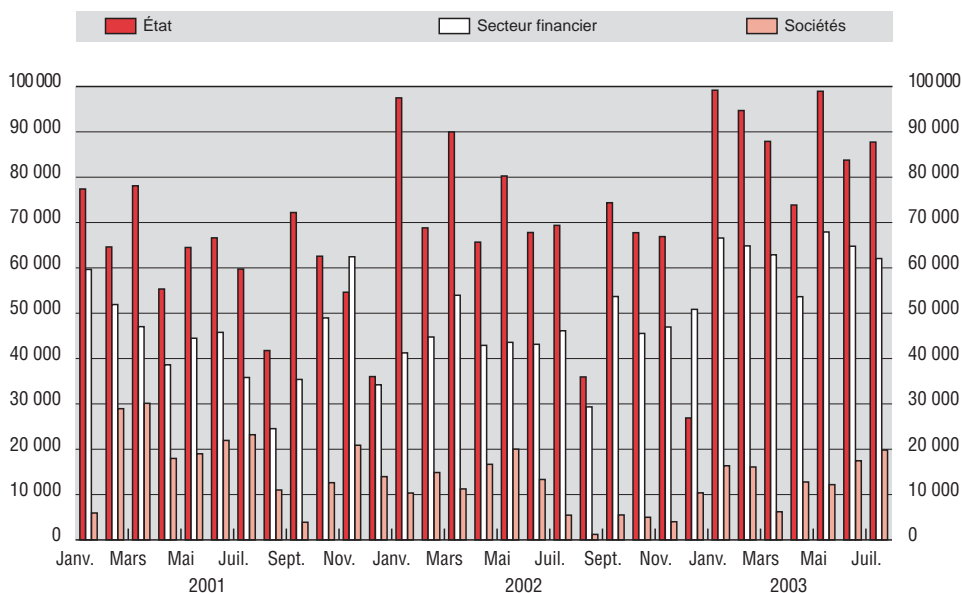
redressées au premier semestre de 2003 (graphique 7 et 8). Les investisseurs, qui redoutaient de nouvelles phases de baisse des actions, ont affiché leur préférence pour des actifs plus sûrs, ce qui a stimulé la demande sur le marché obligataire, au point que certains observateurs ont commencé à craindre la formation d'une bulle sur ce marché. Toutefois, après le retournement du marché d'actions, les prix des obligations ont diminué et les rendements ont enregistré une forte augmentation vers la fin juin. Contrairement à ce qui s'était passé en 1994 et 1998, lorsque le marché obligataire s'était replié à un rythme semblable, les ajustements à la baisse des prix des obligations et à la forte poussée des rendements ne semblent pas, cette fois, avoir posé jusqu'ici de gros problèmes pour les institutions financières. Cela peut être en partie dû à des effets compensatoires comme la révision à la hausse des valorisations des placements en actions. Aux États-Unis, où ils avaient progressé de 6.5 % au premier semestre de 2003, les prix

Graphique 7. Émissions nettes d'obligations aux États-Unis



Note : Les obligations d'État recouvrent les titres du Trésor, des municipalités et des organismes d'intérêt public.  
Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, Flow of Funds Accounts of the United States.

Graphique 8. **Marchés des obligations libellées en euros : volumes émis par type d'émetteur**  
En millions d'euros



Note : Les émissions de titres « d'État » comprennent les obligations des organismes d'intérêt public, des États, des municipalités, régions, villes et organismes supranationaux. Les émissions du secteur « financier » comprennent les titres adossés à des actifs, les obligations émises par des institutions financières et les obligations hypothécaires (« Pfandbriefe »). Ces dernières comprennent des titres de type Pfandbrief émis dans les pays de l'UE, comme les obligations foncières en France, les Cédulas hipotecarias en Espagne, etc.

Source : Commission européenne (DG ECFIN).

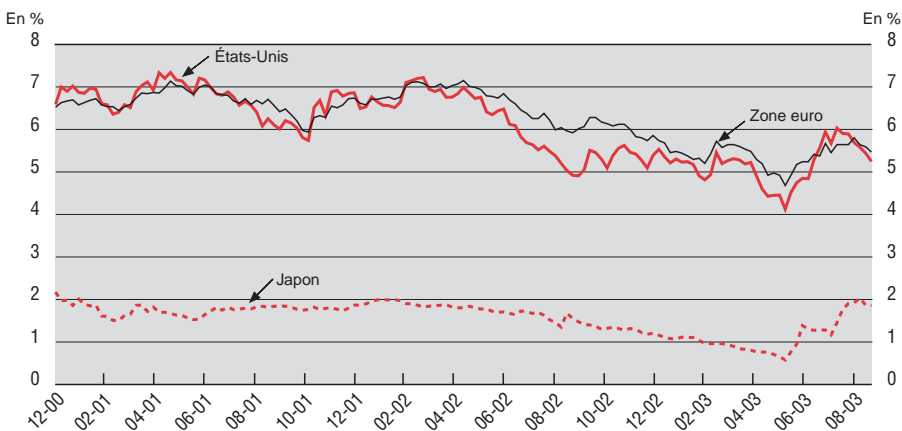
des obligations de sociétés notées BAA ont cédé plus de 3 % de juillet à septembre, les fluctuations étant un peu plus importantes du côté des échéances éloignées.<sup>1</sup> Dans la zone euro, l'évolution des obligations a été analogue, bien qu'un peu moins prononcée. Les obligations européennes notées BAA ont augmenté de 4.5 % au cours des six premiers mois avant de se replier de 1.5 % de juillet à septembre. Contrairement aux marchés d'actions sur lesquels elle a diminué ces derniers mois, la volatilité s'est accrue durant la même période sur les marchés obligataires. A cette occasion, le reflux de la demande d'obligations de sociétés a rendu plus onéreuses les nouvelles opérations

de financement obligataire et, même si on peut penser que l'offre va légèrement diminuer sur ce segment, il est peu probable que cela suffise à compenser les tensions exercées par l'offre d'obligations d'État.

Les émissions d'obligations d'État ont en effet enregistré une forte progression ces deux derniers mois dans les grandes économies (graphique 7 et 8). Aux États-Unis comme en Europe, les besoins de financement du secteur public ont augmenté. Aux États-Unis, les émissions nettes de titres d'État (à savoir du Trésor, des municipalités et des organismes d'intérêt public) sont passées, en données corrigées des variations saisonnières, de plus de deux milliards de dollars des États-Unis au quatrième trimestre de 2002 à plus de trois milliards au deuxième trimestre de 2003. A court terme, les nouvelles dépenses liées à la défense et au maintien de la paix, auxquelles s'ajoutent des réductions d'impôts, vont creuser les déficits budgétaires et accroître les émissions de titres d'emprunt. En Europe, les émissions nettes d'obligations d'État ont enregistré un gonflement de 60 % du dernier trimestre de 2002 au deuxième trimestre de 2003, et les chiffres de

**... et le gonflement des émissions d'obligations d'État risque de faire monter les taux d'intérêt à long terme...**

Graphique 9. Rendements des obligations d'État de référence à 10 ans

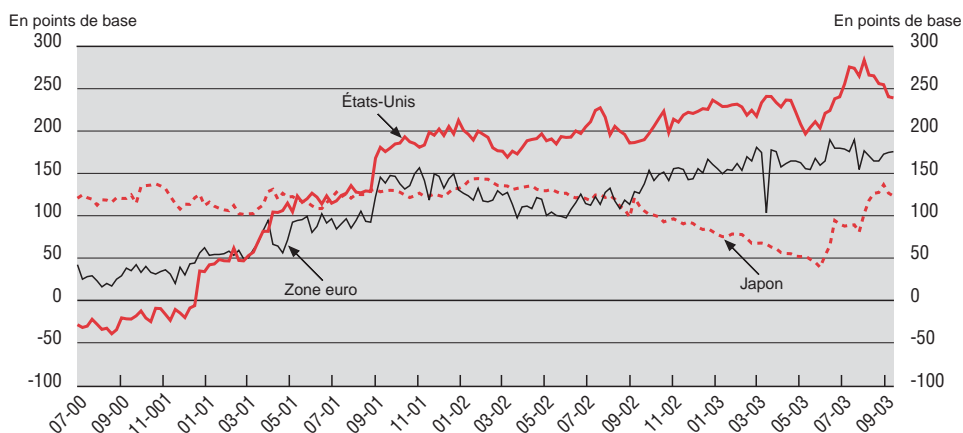


Note : Données hebdomadaires jusqu'au 26 septembre 2003.

Source : Thomson Financial Datastream.

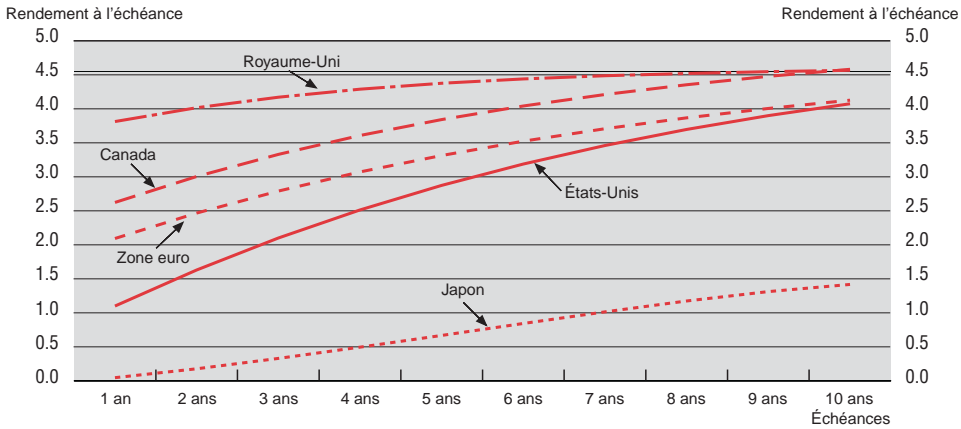
juillet indiquent une nouvelle progression. Le gonflement des émissions a sans doute compté parmi les principaux facteurs à l'origine de la hausse récente des taux longs. Ces augmentations ont surtout été prononcées de la mi-juin à la fin août, le rendement des obligations de référence à 10 ans étant alors passé de 3 à 4.5 % aux États-Unis et de 3.5 % à près de 4.4 % dans la zone euro. Au Japon, le taux de rendement de référence, qui partait d'un niveau particulièrement bas, a gagné plus d'un point pour ressortir à 1.5 %. En septembre, la tendance à la hausse des rendements des obligations d'État s'est légèrement inversée dans les trois grandes économies. Si l'on y ajoute la faiblesse sans précédent des taux courts, la forte poussée des rendements à long terme s'est traduite par un creusement des écarts de rémunération à terme (graphique 10) et une accentuation de la pente de la courbe des taux (graphique 11). Si les anticipations relatives à la croissance ne se matérialisent pas, la cherté des taux à long terme pourrait bien freiner la reprise économique, qui risque même de tourner court.

Graphique 10. **Écarts à terme : rendements des obligations d'État à 10 ans moins rendement des obligations d'État à 2 ans**



Note : Données hebdomadaires jusqu'au 26 septembre 2003.  
Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 11. Courbe des taux



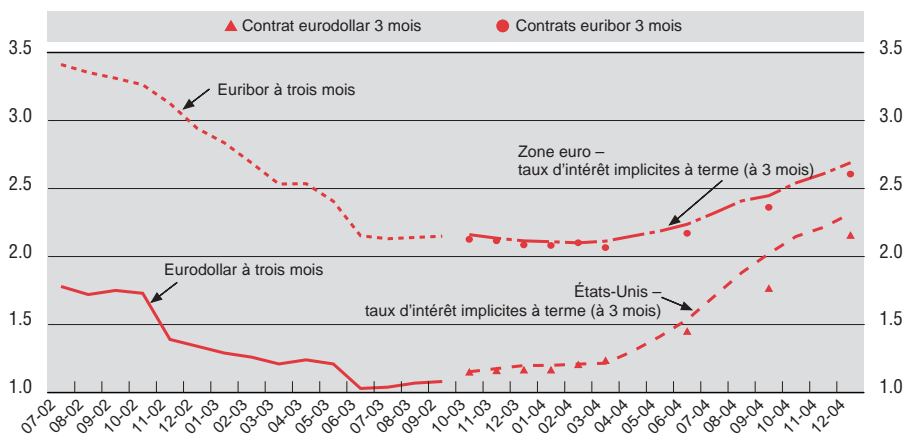
Note : Au 25 septembre 2003.

Source : Thomson Financial Datastream.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé son objectif de taux des fonds fédéraux pour le ramener à un creux historique de 1 %, la dernière réduction intervenant le 25 juin, quelques semaines à peine après que la Banque centrale européenne (BCE) avait réduit son principal taux de refinancement à 2 % le 6 juin. Pour ses futures décisions de politique monétaire, cette dernière initiative de la Fed aura marqué la fin de la propension à l'assouplissement et elle devait soutenir la reprise naissante de l'activité économique. Conformément à ces perspectives et aux annonces de la Fed, le marché pense que les taux à court terme ne connaîtront qu'une légère augmentation, d'un quart de point, vers la fin de 2003, mais que des relèvements marqués interviendront à la fin du deuxième trimestre de 2004 (graphique 12). Pour la zone euro, l'augmentation du cours de change a de fait entraîné un resserrement des conditions monétaires. La décision prise en juin par la BCE est venue contrecarrer ces tendances et améliorer les perspectives de reprise. Dans l'immédiat, les marchés pensent que les taux à court terme vont très probablement rester stables et qu'ils ne commenceront pas à augmenter avant le deuxième trimestre de 2004.

**... alors que les taux directeurs sont au plus bas...**

Graphique 12. États-Unis et zone euro – taux implicites à terme et taux des contrats à terme



Note : Au 26 septembre 2003. Taux effectifs : États-Unis : taux médian de l'eurodollar à 3 mois (offert, 11 h du matin à Londres) ; zone euro : Euribor à 3 mois ; moyennes mensuelles. Les valeurs les plus récentes indiquées (par un astérisque) sont des moyennes hebdomadaires du 3 au 7 mars 2003. Les taux implicites à terme sont calculés à partir des courbes de rendement des obligations sans coupon. Contrats à terme sur eurodollar : contrat sur eurodollar à 3 mois (CME) ; contrats à terme sur Euribor : Euribor 3 mois (LIFFE).

Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

**... et soutien  
la reprise dans  
les grandes  
économies.**

Des mesures analogues de soutien de l'activité ont été prises par d'autres grandes banques centrales. Ainsi, le 10 juillet 2003, face à la détérioration de la demande, la Banque d'Angleterre a réduit son taux de prise en pension d'un quart de point pour le ramener à un niveau sans précédent depuis 48 ans de 3.5 %. D'après ce qu'indiquent implicitement les contrats à terme sur taux d'intérêt et les courbes de rendement des obligations sans coupon, les marchés ne s'attendent pas vraiment à une annulation de cette mesure avant la fin de l'année.<sup>2</sup> Au Canada, où les conditions de la demande étaient plus favorables, la Banque du Canada avait relevé au premier semestre son taux cible du financement à un jour pour le porter à 3.25 % en deux étapes, le 4 mars et le 15 avril 2003. Toutefois, devant les signes de détérioration du climat économique, l'Institut d'émission canadien est revenu sur cette hausse le 15 juillet et le 3 septembre pour ramener son taux à 2.75 %,

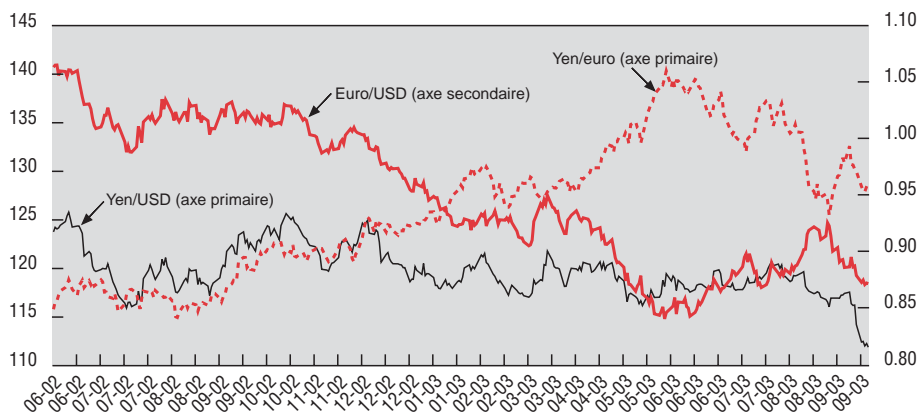
et les marchés n'attendent pas de hausse des taux avant le deuxième trimestre de 2004. Au Japon, les contrats à terme sur taux d'intérêt indiquent une légère progression d'environ un demi point au second semestre de 2004. Même si faire des déductions à partir de telles marges n'a sans doute pas beaucoup de sens, cette hausse est peut-être synonyme de perspectives un peu plus positives quant à l'évolution de l'économie japonaise.

#### IV. Marchés des changes et économies émergentes

Dès le début de 2002, le dollar avait entamé un mouvement de repli par rapport à l'euro et au yen ; tandis que cette tendance se confirmait dans une large mesure vis-à-vis de la monnaie européenne, elle s'est légèrement inversée dans le cas du yen (graphique 13). Il était devenu manifeste que la Banque du Japon était intervenue pour empêcher une appréciation du yen.<sup>3</sup> Toutefois, après l'appel lancé en faveur d'une plus grande souplesse des cours de change dans le communiqué du G-7 du 20 septembre 2003, la monnaie américaine a baissé et le yen a progressé pour s'établir à son plus haut niveau contre dollar depuis décembre 2000, tandis qu'il augmenté également vis-à-vis de l'euro, même si de nouvelles interventions peuvent mettre fin à cette hausse. Cet appel à plus de souplesse a été lancé en partie à la suite de commentaires de représentants américains visant des monnaies asiatiques. Ces remarques laissaient entendre que les monnaies de ces pays étaient nettement sous-évaluées, ce qui portait préjudice, entre autres, à la position concurrentielle des États-Unis. Depuis plusieurs années, la vigueur de la demande aux États-Unis a en effet abouti pour ce pays à des déficits des paiements courants persistants et croissants qui vont atteindre la barre de 5 % du PIB. Compte tenu de la forte dépendance de l'économie mondiale vis-à-vis des performances américaines, un assainissement des paiements courants des États-Unis risque d'exercer quelques tensions sur l'économie mondiale. Jusqu'ici, la zone euro, dont la monnaie s'apprécie par rapport au dollar, a dû supporter l'essentiel de l'ajustement.

*Une baisse  
du dollar  
permettrait  
de mieux remédier  
aux déséquilibres...*

Graphique 13. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 26 septembre 2003.

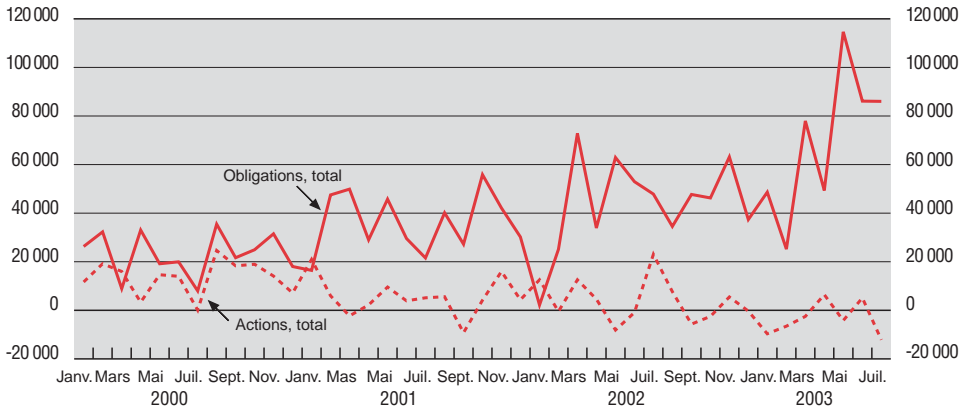
Source : Thomson Financial Datastream.

**... mais elle  
pourrait avoir des  
effets secondaires  
malvenus.**

Les États-Unis n'ont pas eu de peine à financer leur déficit des paiements courants, compte tenu de la préférence des investisseurs internationaux pour les actifs américains. Les entrées de capitaux privés aux États-Unis ont plus particulièrement augmenté durant les années de boom du marché boursier, mais, ces derniers temps, une bonne partie du financement des paiements courants semble être provenue de sources officielles alors que des signes montrent que les investisseurs privés ont commencé à se désengager des actions américaines au profit des obligations (graphique 14). Les pays asiatiques, qui détiennent la part du lion des actifs américains à l'étranger<sup>4</sup>, ont été les principaux acquéreurs de ces actifs (graphique 15). Les récentes interventions sur le marché des changes ont souvent correspondu à des achats officiels de dollars venant s'ajouter aux réserves de change des pays concernés. Si ces achats devaient désormais se tarir, la baisse de la demande de titres du Trésor des États-Unis qui s'ensuivrait pourrait provoquer une hausse des taux d'intérêt américains, pour peu que la demande privée d'actifs américains ne compense pas la chute de la demande officielle. Bref, d'un côté, la baisse du dollar devrait avoir des effets positifs sur la compétitivité des États-Unis et réduire le déficit de leurs

Graphique 14. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par catégorie**

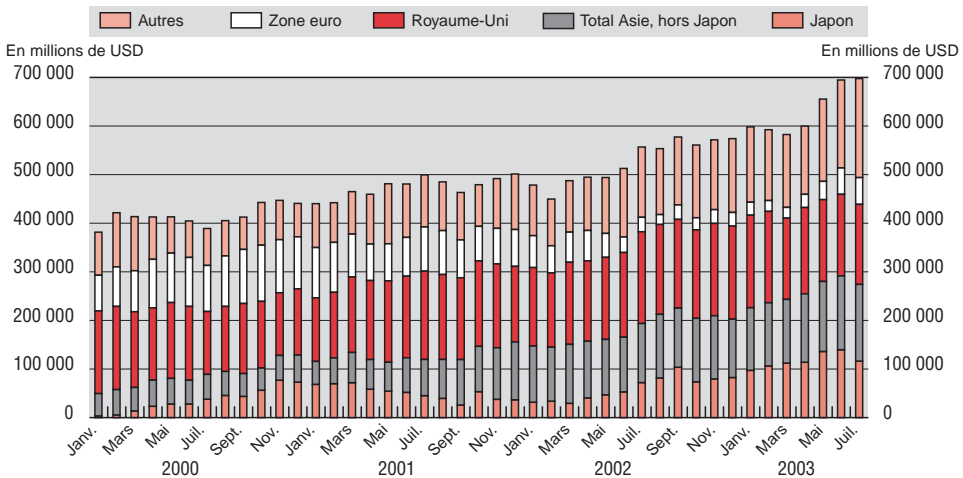
En millions de USD



Source : US Treasury, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

Graphique 15. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par pays d'origine**

En millions de USD, montants en glissement sur 12 mois



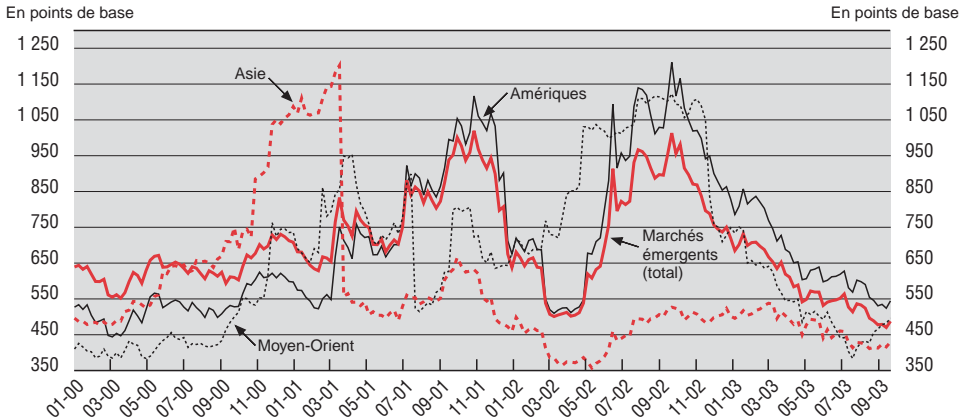
Source : US Treasury, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

paiements courants (à des niveaux supportables) ; d'un autre côté, la hausse du loyer de l'argent pourrait freiner la demande intérieure, au risque d'annuler les effets de l'augmentation de la demande d'exportations, ce qui aurait éventuellement des répercussions négatives pour d'autres pays.

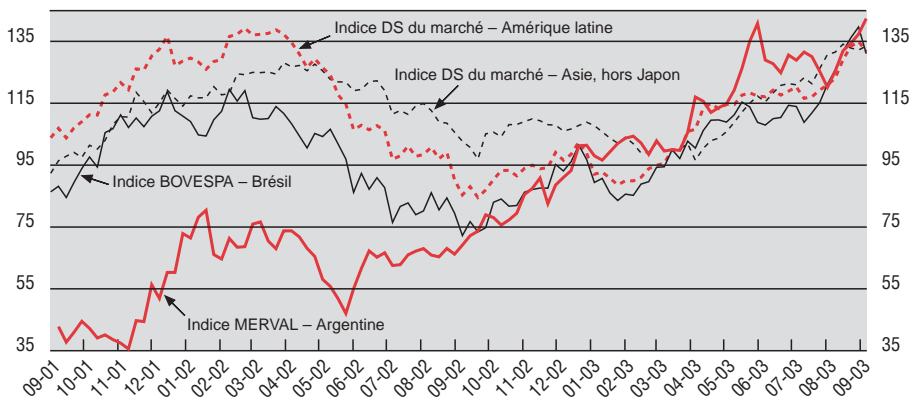
***Les perspectives  
des marchés  
émergents  
s'améliorent.***

Les marchés émergents participent à l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale. Les flux de capitaux à destination des marchés émergents augmentent et les investisseurs ont retrouvé leur confiance vis-à-vis de ces marchés, comme le montre le resserrement des écarts de rendement des indices obligataires des marchés émergents par rapport aux titres d'État américains (graphique 16). En Asie et en Amérique latine, les grands indices d'actions ont enregistré une forte hausse (graphique 17). Dans les deux cas, les indices généralistes ont gagné plus de 30 % d'avril à septembre, l'indice du marché asiatique total enregistrant une progression légèrement plus forte que celui de l'Amérique latine. Alors que la réussite des économies émergentes d'Asie reposait déjà sur des bases solides, le redressement des grands marchés d'Amérique latine est particulièrement remarquable. Au Brésil, où l'indice Bovespa a suivi l'évolution de l'indice global de l'Amérique latine, les investisseurs affichent désormais leur confiance dans les projets de réforme du gouvernement nouveau, notamment la réforme des retraites des salariés du secteur public qui a reçu le feu vert du Parlement en août 2003. Malgré quelques insuffisances persistantes en matière de gouvernement d'entreprise et le fait que la croissance devrait rester faible cette année (un demi pour cent environ), les perspectives offertes à ce pays sont positives. En Argentine, l'indice Merval a connu une hausse ininterrompue depuis que le pays s'est déclaré en cessation de paiements et récemment, d'avril à septembre, il a affiché une nouvelle hausse de 40 %, ce qui est supérieur aux performances du marché latino-américain dans son ensemble. Même si le récent plan de restructuration de la dette de 100 milliards de dollars mis au point en septembre 2003 n'a pas reçu l'assentiment unanime des créanciers, il semble avoir été accueilli globalement de façon positive.

Graphique 16. Écarts de rémunération des marchés émergents



Note : Données hebdomadaires jusqu'au 26 septembre 2003. Indices calculés par Lehman, rendements bruts à l'échéance diminué du rendement de l'indice des obligations d'État américaines à 5 ans.

Graphique 17. Indices boursiers de quelques marchés émergents  
Indices, base 100 au 2 avril 2003

Note : Données hebdomadaires jusqu'au 26 septembre 2003.  
Source : Thomson Financial Datastream.

## Notes

1. Tous les calculs reposent sur les données quotidiennes des indices Lehman fournies par Thomson Financial Datastream.
2. Cette évaluation des anticipations du marché et les suivantes reposent sur les taux implicites à terme à 3 mois des différents pays calculés à partir des courbes de rendement des obligations sans coupon, ainsi que sur les taux des contrats à terme correspondants. Pour le Royaume-Uni, il s'agit des contrats à terme sur le sterling à 3 mois du LIFFE, pour le Canada du contrat à terme sur acceptations bancaires à 90 jours et pour le Japon du contrat à terme sur l'euroyen à 3 mois du TIFFE.
3. Du début de l'année 2003 jusqu'au début septembre, ces interventions ont été de l'ordre de 13 500 milliards de yen (soit l'équivalent de 120 milliards de dollars des États-Unis ou 107 milliards d'euros), selon des déclarations officielles.
4. Le Japon, la Chine continentale et Hong-Kong (Chine), la Corée, le Taipei chinois, Singapour et la Thaïlande détiennent 54 % des actifs américains, 33 % de ces actifs étant détenus par le seul Japon (données de juin 2003 fournies par le US Treasury International Capital Reporting System).