

L'actualité récente des marchés de capitaux

I. Vue d'ensemble

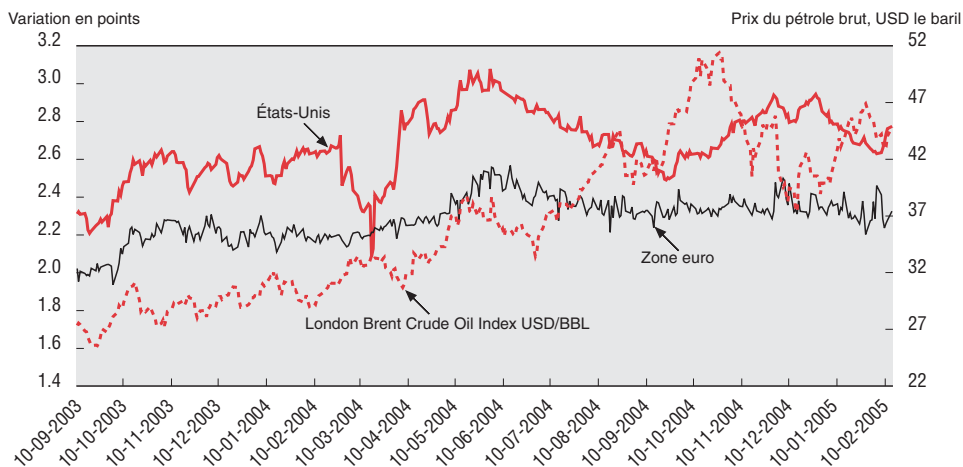
Ces derniers mois, la tendance à la hausse s'est confirmée sur les principaux marchés d'actions, tandis que les taux d'intérêt dans le compartiment des échéances éloignées ont fléchi. Parallèlement, les écarts de rémunération ont continué de se resserrer pour les emprunteurs de la catégorie investissement ou moins bien notés et la volatilité semble s'être atténuée sur la plupart des segments du marché.

Les marchés de capitaux continuent de refléter des perspectives positives...

Dans la zone de l'OCDE, la croissance économique a dans l'ensemble été relativement forte en 2004 et, malgré les incertitudes géopolitiques et l'instabilité des prix des matières premières (notamment le pétrole), on ne s'attend qu'à un léger ralentissement pour cette année, même si ce tableau globalement positif masque des disparités selon les régions. Certains des risques de ralentissement qui avaient pu obscurcir les perspectives ne se sont pas matérialisés. Au premier semestre de l'an dernier, le renchérissement du pétrole avait fortement préoccupé les investisseurs et le recul du dollar avait été surveillé de près au second semestre. Récemment, le dollar a retrouvé de la vigueur et les prix du pétrole se sont inscrits en recul depuis leurs pics d'octobre 2004. Même s'ils restent relativement instables, ils demeurent depuis inférieurs à ces niveaux record. Par ailleurs, même si cette hausse des prix n'a eu guère d'effets immédiats, voire aucun (graphique 1), les banques centrales ont lancé des mises en garde contre des effets secondaires plus prononcés. Or, non seulement ces avertissements ont été interprétés par les investisseurs comme des signes supplémentaires d'un relèvement plus

... d'autant que certains risques de ralentissement se sont dissipés...

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



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005. 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.

rapide que prévu des taux directeurs et d'un ralentissement de la croissance, mais encore ils les ont confortés dans leur conviction que l'inflation sera maîtrisée.

... et les perspectives demeurent aussi favorables pour les marchés émergents.

Dans les économies de marché émergentes, la situation macroéconomique est généralement restée positive et la plupart de ces pays contribuent de bénéficier de conditions très favorables d'accès aux marchés de capitaux, comme en témoignent les écarts de rémunération très faibles appliqués aux obligations des marchés émergents. Parmi les grandes régions concernées, ce sont les marchés d'actions latino-américains qui ont affiché les meilleures performances. À la fin du mois de décembre, un certain nombre de pays d'Asie ont été frappés par un *tsunami*, qui a provoqué des pertes humaines considérables et a dévasté une partie des infrastructures côtières. Jusqu'ici cependant, cette catastrophe n'a pas eu d'impact majeur sur les perspectives économiques des pays concernés. Pour le reste, l'économie chinoise continue d'afficher un rythme de

croissance vigoureux, même si certaines mesures prises récemment par les autorités ont commencé à freiner cette expansion.

II. Marchés d'actions

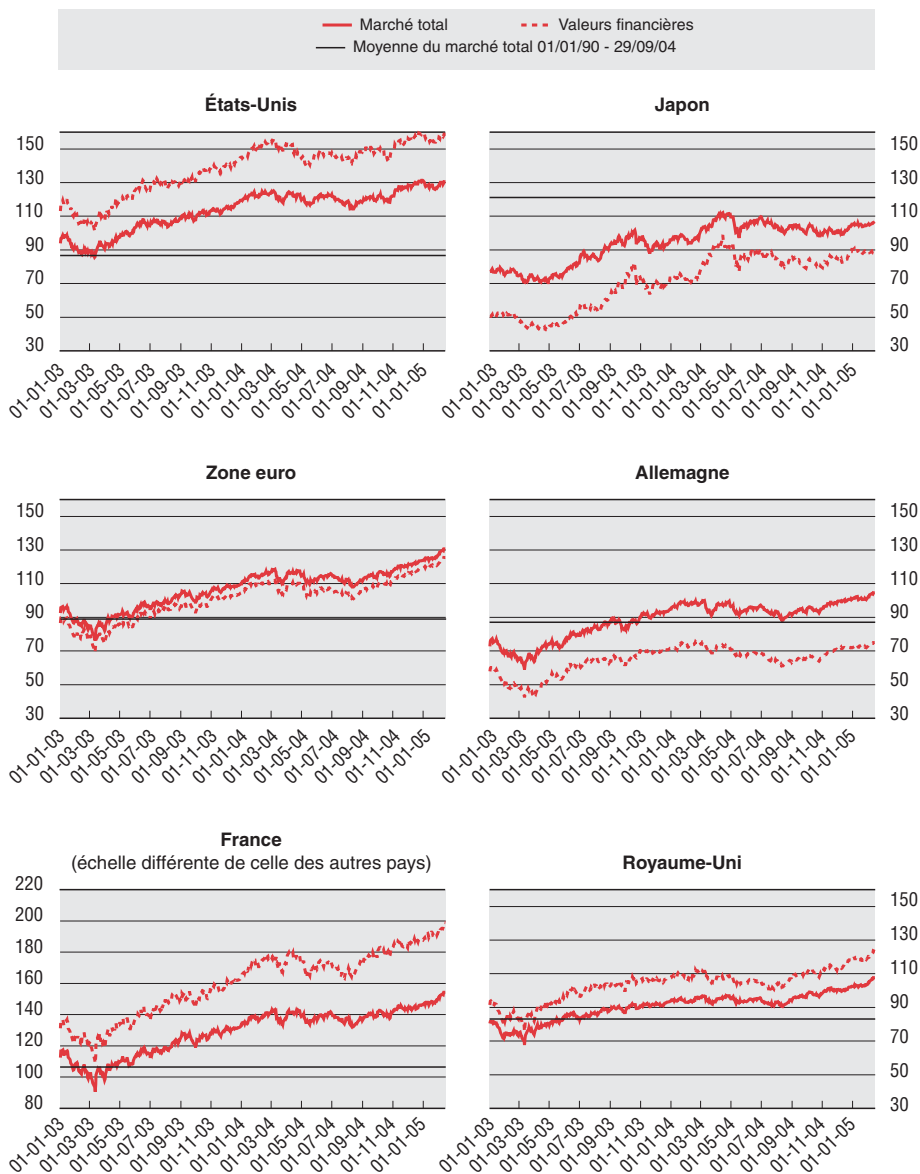
Ces derniers mois, les principaux marchés d'actions ont largement compensé les pertes subies au premier semestre de 2004, de sorte que l'année boursière aura été dans l'ensemble positive pour les investisseurs (graphique 2). Parallèlement, la volatilité du prix des options (volatilité implicite) et de l'évolution des cours des actions (volatilité historique) est restée faible ou, comme cela a été le cas dans la zone euro, elle a continué de diminuer ces derniers mois (graphique 3). Dans toutes les grandes économies, les coefficients de capitalisation des résultats des indices boursiers généralistes restent inférieurs à leur moyenne de long terme (de 1990 à ce jour) (tableau 1) et, dans bien des cas, ils sont conformes aux moyennes observées dans la période ayant précédé la formation de la bulle boursière (de 1990 à 1994). L'orientation à la hausse des cours des actions traduit pour une part un certain apaisement des incertitudes géopolitiques, les bonnes nouvelles concernant la croissance dans les principales économies et une amélioration des perspectives des entreprises en matière de bénéfices, ainsi que le recul des prix du pétrole par rapport à leurs niveaux record.

Même si les performances des indices boursiers généralistes ont été moins bonnes qu'en 2003 (lors du brusque redressement du deuxième trimestre qui a sorti les marchés de la phase de baisse entamée en 2000), la hausse de cette année n'en est pas moins assez forte par rapport à la normale. En 2004, en effet, les indices généralistes ont affiché des rendements de plus de 12 % aux États-Unis, de l'ordre de 10 % dans la zone euro et de plus de 7 % au Japon. Au Royaume-Uni, la hausse de 8 % en 2004, n'a été que légèrement inférieure à celles qu'ont enregistrées les deux principaux pays de la zone euro, à savoir l'Allemagne et la France. En Italie, les marchés se sont encore mieux comportés avec une progression de près de 15 % en 2004, et les performances ont été particulièrement fortes dans certains petits pays

Les marchés d'actions se sont remis de leurs précédents accès de faiblesse, avec le soutien des perspectives favorables.

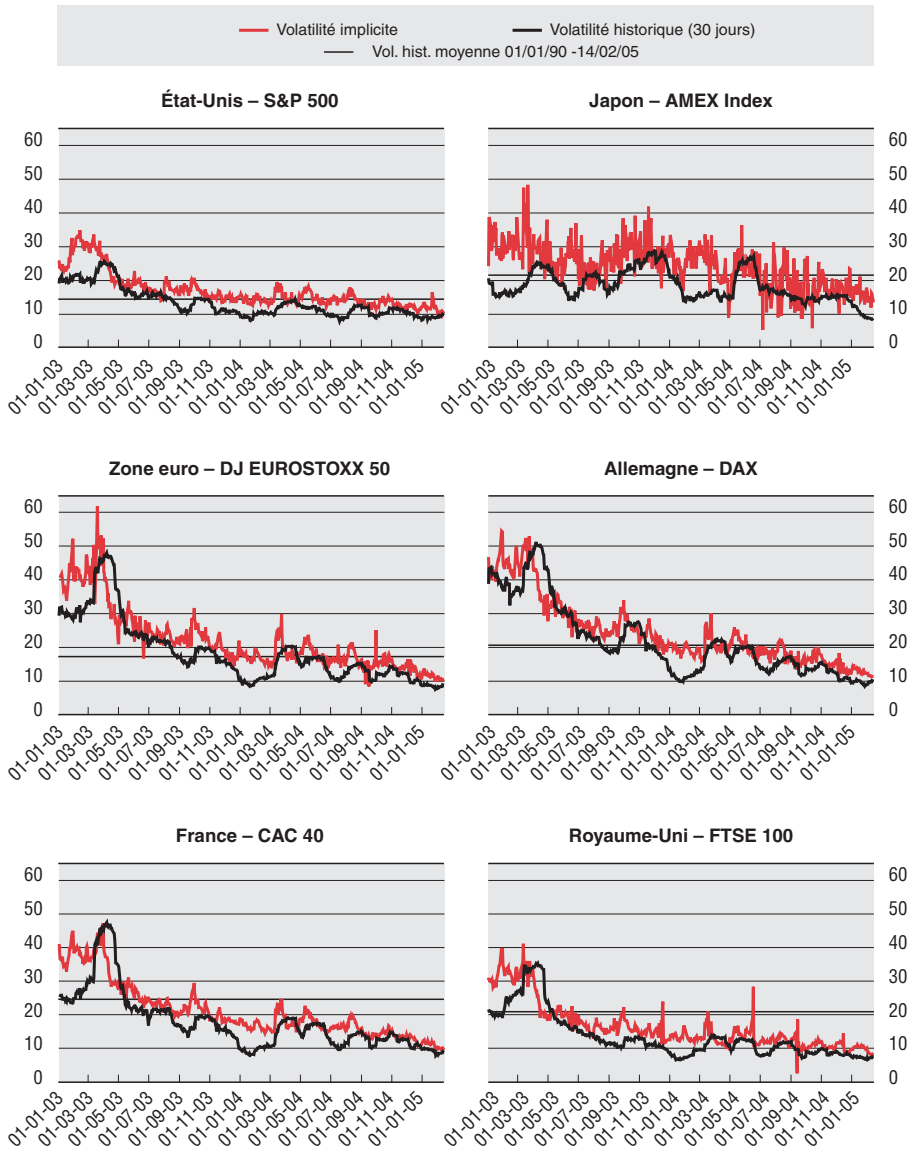
Dans l'ensemble, les performances ont été remarquables en 2004,

Graphique 2. **Principaux marchés d'actions**
 Indices du marché total et indices des cours des valeurs financières,
 base 100 au 1^{er} janvier 1998



Note : Indices Datastream. Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005.

Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 3. **Marchés boursiers : volatilités implicites et historiques**

Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005. Volatilités historiques sont volatilités mensuelles, calculées à partir des données quotidiennes. 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.

Tableau I. Évolution des indices boursiers généralistes et sectoriels dans les économies du G-7

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
<i>Indices boursiers généralistes</i>								
	WILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	12.3 %	7.4 %	10.5 %	8.8 %	8.7 %	14.5 %	8.0 %	13.5 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	26.4 %	13.8 %	29.5 %	30.7 %	18.2 %	48.6 %	16.0 %	14.0 %
CCR janv. 05 ^b	19.9	27.3	14.2	12.1	13.3	16.9	15.1	17.7
CCR moyen janv. 90-janv. 05 ^b	21.5	51.1	16.5	17.7	15.2	19.4	17.5	19.2
CCR moyen 90-94 ^b	17.6	48.7	14.2	17.4	12.5	17.8	15.4	19.2
<i>Télécommunications, médias, informatique^d</i>								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	4.6 %	-2.5 %	7.7 %	6.9 %	2.9 %	16.6 %	3.6 %	9.3 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	18.8 %	5.9 %	37.0 %	12.9 %	39.2 %	92.7 %	24.9 %	12.0 %
CCR janv. 05	28.7	30.6	18.9	15.7	16.2	20.3	16.7	26.6
CCR moyen janv. 90-janv. 05 ^b	29.5	66.6	22.2	33.8	19.8	21.2	25.2	29.0
CCR moyen 90-94	21.2	49.7	14.3	28.6	13.0	13.6	14.8	27.1
<i>Valeurs financières^d</i>								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	11.1 %	23.2 %	13.8 %	2.2 %	16.0 %	8.9 %	9.0 %	16.8 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	22.9 %	40.5 %	42.3 %	47.2 %	23.5 %	43.5 %	30.1 %	13.5 %
CCR janv. 05	14.9	23.3	13.3	10.3	12.6	16.7	13.5	14.9
CCR moyen janv. 90-janv. 05 ^b	15.5	67.2	16.2	20.6	12.3	21.0	17.1	13.4
CCR moyen 90-94	12.5	61.1	14.8	22.1	11.2	18.6	18.4	12.7
<i>dont : Banques^d</i>								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	8.7 %	26.8 %	15.3 %	3.8 %	14.4 %	5.7 %	5.6 %	12.1 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	13.0 %	54.6 %	41.5 %	47.0 %	17.9 %	38.9 %	18.0 %	7.3 %
CCR janv. 05	14.9	22.1	13.4	11.9	11.0	15.2	11.8	13.6
CCR moyen janv. 90-janv. 05 ^b	14.3	104.5	13.3	13.8	10.7	16.3	14.5	12.7
CCR moyen 90-94	11.3	64.4	10.6	13.4	9.5	11.0	14.5	12.5
<i>Sociétés d'assurance^d</i>								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	6.8 %	12.9 %	10.0 %	-2.4 %	12.2 %	17.9 %	-4.7 %	18.2 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	26.7 %	14.1 %	42.4 %	52.1 %	37.5 %	37.8 %	27.1 %	65.5 %
CCR janv. 05	15.0	21.8	10.4	7.6	14.4	17.9	12.5	18.1
CCR moyen janv. 90-janv. 05 ^b	18.8	47.7	22.1	35.3	13.7	31.0	25.1	13.5
CCR moyen 90-94	13.9	49.3	24.7	47.7	11.4	33.6	29.2	12.2
<i>dont : Sociétés d'assurance vie^d</i>								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	19.8 %	43.4 %	3.3 %	25.6 %	35.9 %	1.1 %	18.9 %	24.9 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	39.0 %	5.1 %	50.3 %	22.2 %	11.0 %	47.9 %	54.9 %	12.6 %

Tableau I. Évolution des indices boursiers généralistes et sectoriels dans les économies du G-7 (suite)

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
dont : Sociétés d'assurance non-vie ^a								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	12.6 %	12.9 %	12.2 %	-10.1 %	..	25.6 %	0.0 %	27.3 %
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	36.7 %	14.1 %	46.0 %	0.5 %	..	52.0 %	44.1 %	74.2 %
dont : Sociétés de réassurance ^a								
Rend. ann. déc. 03-déc. 04	-0.4 %	..	-2.7 %	-3.1 %	4.2 %	..	-20.1 %	..
Rend. ann. oct. 04-janv. 05	25.4 %	..	76.0 %	75.1 %	98.4 %	..	-25.3 %	..

Note: Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles, annualisées. 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.

a) Indices Datastream.

b) Par rapport aux Indices du marché total calculés par Datastream..

Source: Thomson Financial Datastream.

de la zone de l'OCDE, comme la Belgique et l'Autriche où les cours des actions ont augmenté de plus de 36 % et 46 %, respectivement.

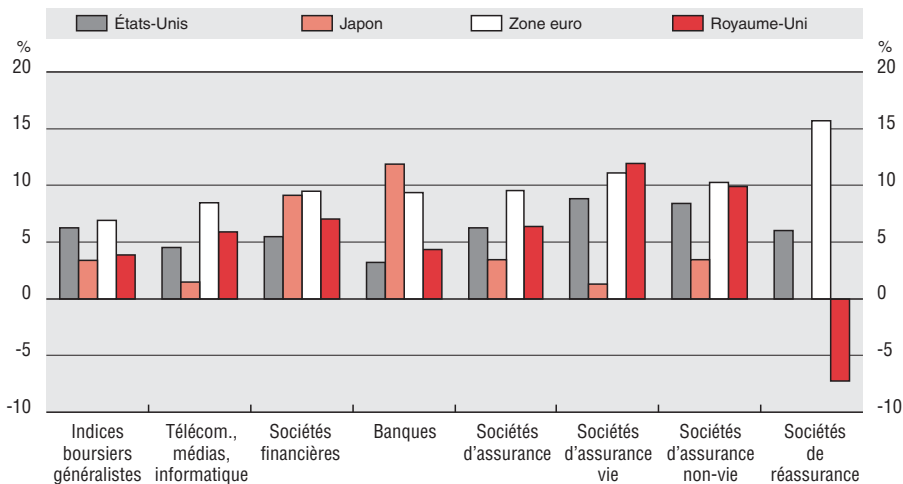
Pour l'essentiel, l'embellie boursière de l'an dernier s'est surtout manifestée dans les derniers mois. C'est ainsi qu'aux États-Unis et dans la zone euro, les indices généralistes ont progressé entre octobre et janvier à des rythmes annuels de plus de 26 % et 29 %, respectivement, et à peu près deux fois moins vite au Japon, au Royaume-Uni et au Canada (tableau I). Aux États-Unis, la hausse des cours a été soutenue par les bonnes surprises du côté des bénéficiers : en effet, la plupart des entreprises figurant dans l'indice S&P 500 ont annoncé des bénéfices supérieurs aux prévisions pour le quatrième trimestre. Dans la zone euro, les dernières nouvelles économiques (notamment, le regain de confiance des chefs d'entreprise et des ménages en Allemagne) ont aussi favorisé la hausse des marchés d'actions.

... Principalement grâce aux vives hausses de ces derniers mois.

Les secteurs de la technologie se sont moins bien comportés que la moyenne dans de nombreuses économies,...

L'examen des indices sectoriels des grandes économies met en évidence quelques différences dans le rythme et dans les principaux moteurs de l'expansion boursière. Les secteurs des télécommunications, des médias et des technologies de l'information (TMT) se sont vivement redressés ces derniers mois, allant parfois jusqu'à regagner une partie du terrain perdu en début d'année (Tableau 1 et graphique 4). Néanmoins, les performances de ce secteur ont été particulièrement médiocres aux États-Unis et au Japon. Dans le premier cas, l'augmentation de l'indice des TMT de l'an dernier a été inférieure de moitié à celle de l'indice généraliste, alors qu'au Japon, l'indice des TMT s'est inscrit en repli de 2.5 % de la fin de 2003 à la fin de 2004 (moyennes pour le mois de décembre). Dans la zone euro et au Canada, le secteur des TMT s'est mieux comporté, mais ses hausses respectives de 7.7 % et 9.3 % ont tout de

Graphique 4. **Performances récentes des indices boursiers sectoriels dans les principales économies**
Variations en pourcentage d'octobre 2004 à janvier 2005



Note : Les calculs reposent sur des moyennes mensuelles. Les indices correspondent à ceux du tableau 1.
Source : Thomson Financial Datastream.

même été inférieures aux moyennes globales des marchés en 2004 (10.5 % et 13.5 %). En Italie, en revanche, l'augmentation de l'indice des TMT a été non seulement supérieure à celle des indices correspondants des autres économies du G-7, mais aussi plus forte que celle de l'ensemble du marché en Italie et ailleurs.

Les secteurs financiers se sont généralement bien comportés sur tous les grands marchés d'actions. Ces trois derniers mois (d'octobre à janvier) et sur l'ensemble de l'année dernière (décembre 2003-décembre 2004), les indices du secteur financier au Japon, dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Canada ont davantage augmenté que les indices généralistes correspondants. Leur performance a été particulièrement remarquable au Japon, où le sous-indice du secteur financier a affiché un rendement annualisé de plus de 40 % d'octobre à janvier et de plus de 20 % sur l'ensemble de l'année 2004. Cette forte expansion a été principalement due à l'évolution dans le secteur bancaire. Au Japon, l'indice de ce secteur a progressé de plus de 50 % en rythme annuel d'octobre à janvier et de plus de 25 % sur l'ensemble de l'année 2004. Cela traduit de toute évidence l'amélioration de la santé du système bancaire japonais qui a réduit l'encours de ses prêts non productifs.

Les banques ont aussi affiché de bons résultats dans la zone euro, l'indice sectoriel ayant progressé plus vite que les indices généralistes ces trois derniers mois (octobre à janvier) et sur l'ensemble de 2004. L'amélioration de l'indice du secteur bancaire de la zone euro a été soutenue par la forte hausse de l'indice bancaire en France durant toute la période sous revue et, plus récemment, en Allemagne et en Italie. En Allemagne, les bénéfices dont ont récemment fait état certaines grandes banques ont donné un coup de fouet à l'indice, avec une montée en flèche de près de 50 % en rythme annuel ces derniers mois, contre une croissance de moins de 4 % sur toute l'année 2004. Aux États-Unis, les indices du secteur bancaire ont augmenté bien moins vite que les indices généralistes et que l'indice plus large du secteur financier.

... contrairement aux secteurs financiers, avec en particulier les performances du secteur bancaire, notamment au Japon...

... ainsi que dans la zone euro, mais de façon moins marquée aux États-Unis.

Le secteur des assurances a aussi affiché de bons résultats, particulièrement au Canada...

La contribution relative du secteur des assurances à l'évolution des indices généraux du secteur financier a été variable dans les principaux marchés. Un tour d'horizon de quelques grands marchés sur les derniers mois (octobre à janvier) montre que l'indice du secteur des assurances a fortement augmenté au Canada, avec une croissance annualisée de plus de 65 % au cours de la période sous revue, ce qui est très nettement supérieur à la hausse des indices des assurances des autres pays du G-7, et à celle du marché canadien d'actions en général (14 % en rythme annuel d'octobre à janvier). Aux États-Unis et au Japon, les indices des assurances ont progressé au même rythme que les indices généralistes correspondants sur la même période.

... ainsi que dans la zone euro, où les performances de la réassurance ont été très bonnes en Allemagne et en France ;...

Les performances de l'indice du secteur des assurances au cours de cette période ont aussi été bonnes dans la zone euro, avec une croissance supérieure à celle du marché en général. En Allemagne, où l'indice des assurances non vie a enregistré des résultats médiocres ces derniers mois (pour reculer de 10 % sur l'ensemble de l'année 2004), les performances généralement bonnes du secteur de l'assurance d'octobre à janvier sont pour beaucoup à mettre à l'actif de la croissance vigoureuse du segment de la réassurance (75 % en rythme annuel durant la période sous revue). En Allemagne, certains signes positifs quant aux performances du secteur viennent du fait que de nombreuses sociétés d'assurance (ainsi que d'autres groupes financiers) ont commencé à vendre des participations qui ont pesé sur leurs bilans. En France, le secteur de la réassurance a affiché ces derniers mois de meilleures performances que les indices correspondants des autres grandes économies, avec une croissance de près de 100 % en rythme annuel d'octobre à janvier.

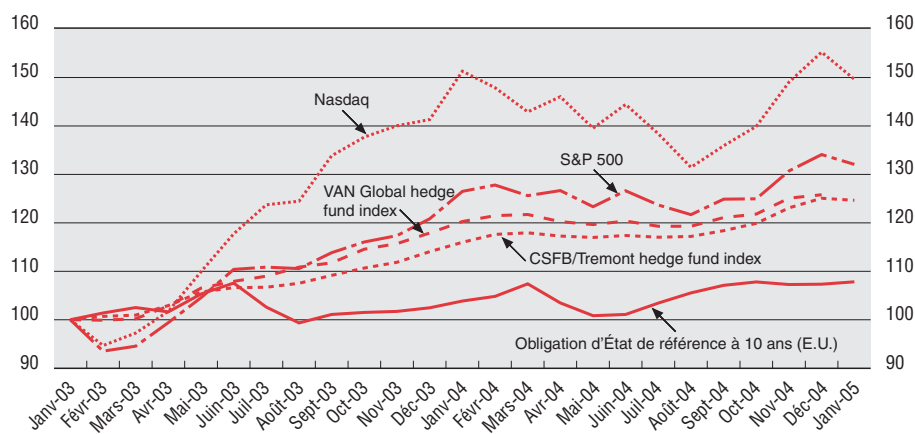
... en revanche, au Royaume-Uni, le secteur de la réassurance s'est inscrit en recul.

Au Royaume-Uni, la baisse de près de 5 % du secteur de l'assurance en 2004 a été principalement imputable à la chute brutale de plus de 20 % de l'indice du segment de la réassurance. Plus récemment, le secteur dans son ensemble s'est redressé pour afficher un rythme d'augmentation annuelle de plus de 27 % durant la période sous revue, ce qui est supérieur à la hausse du marché. Toujours au Royaume-Uni, l'indice du segment de la réassurance s'est de nouveau raffermi en janvier, même s'il est encore loin de renouer avec son niveau d'il y a un an.

Avec le rebond des marchés d'actions traditionnels, les performances des fonds d'arbitrage ont été dépassées par les placements boursiers traditionnels, en 2003 comme en 2004 (graphique 5). Par exemple, l'indice S&P 500 a progressé de plus de 20 % et 11 % en 2003 et 2004, respectivement, alors que l'indice Van Hedge des fonds d'arbitrage a enregistré des hausses de l'ordre de 18 % et de 7 % respectivement sur ces deux périodes. En revanche, les fonds d'arbitrage ont affiché de meilleures performances que les obligations américaines de référence et le secteur a connu des apports considérables de ressources durant l'année, notamment par le biais d'une augmentation de la part de leur portefeuille investie dans ces fonds par les investisseurs institutionnels¹. Aux États-Unis, par exemple, alors que 23 % des investisseurs institutionnels sollicitaient les fonds d'arbitrage en 2003, les chiffres préliminaires pour 2004 indiquent qu'ils sont désormais 28 % à le faire. Au Japon, les chiffres comparables pour 2004 atteignent 40 %, soit plus du double des 18 % enregistrés en 2003. Parmi les institutions européennes, la proportion de celles qui font

Les fonds d'arbitrage continuent de constituer des solutions d'investissement intéressantes.

Graphique 5. Performances relatives des fonds d'arbitrage
Indices de rendement, base 100 en janvier 2003



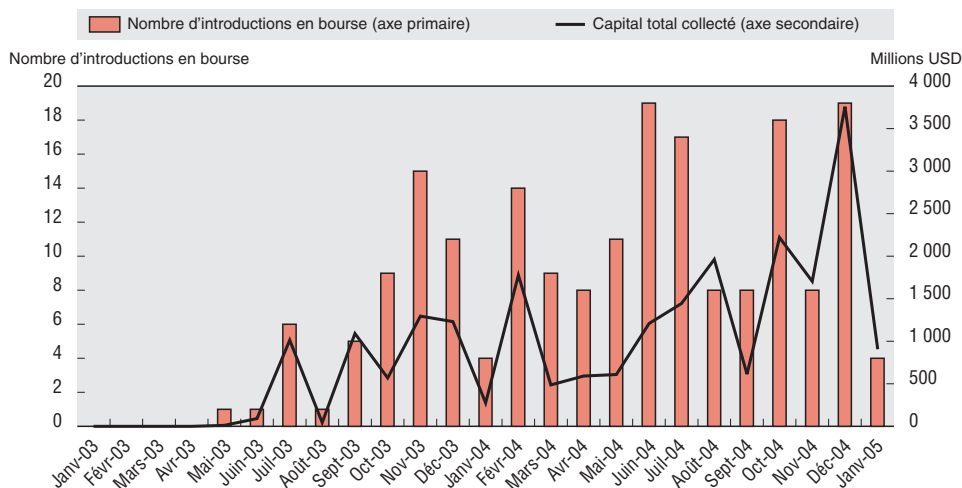
Source : Credit Suisse First Boston/Tremont Index LLC; Van Hedge Fund Advisors International, LLC; Thomson Financial Datastream.

appel aux fonds d'arbitrage est passée de 23 % en 2003 à 32 % l'an dernier. Du point de vue des stratégies actuelles, les fonds d'arbitrage jouent désormais un rôle dominant dans la négociation des créances sinistrées sur les entreprises américaines et ils représentent aussi un tiers de l'ensemble des transactions sur contrats à terme, obligations à haut rendement et dérivés de crédit.

L'attitude positive du marché s'est traduite par une augmentation des introductions en bourse et des fusions-acquisitions...

L'augmentation du nombre d'introductions en bourse est également révélatrice de l'attitude globalement positive des marchés d'actions. C'est ainsi qu'aux États-Unis, où les introductions en bourse avaient connu une pause au premier trimestre de 2003, le nombre des opérations a régulièrement progressé l'an dernier, la valeur des capitaux collectés atteignant un record d'un peu moins de 4 milliards USD en décembre (graphique 6). De même, le marché des fusions-acquisitions a connu un rebond en 2004, affichant sa plus forte valeur dans le monde depuis le recul du marché d'actions en 2000, et le mouvement ne s'est pas démenti en janvier.

Graphique 6. Introductions en bourse aux États-Unis



Note : Introductions en bourse souscrites d'actions de sociétés non financières américaines, hors opérations de rachat sur fonds empruntés et de scission (selon les indications données par SDC), et dont le prix d'émission est d'au moins 1 USD.

Source : Réserve fédérale des États-Unis.

Parallèlement, les opérations de capital-investissement dans le monde (rachats d'entreprises et financement du capital risque) se sont redressées par rapport à leur creux de moins de 100 milliards USD en 2004². La part du lion de ces opérations est revenue à l'Europe (150 milliards USD), même si les progressions ont été plus spectaculaires aux États-Unis où les transactions ont pratiquement doublé de valeur de 2003 à 2004, pour atteindre quelque 100 milliards USD. En Europe, les plus fortes progressions du volume des opérations de capital-investissement en 2004 sont intervenues au Royaume-Uni, en France et en Allemagne, pour atteindre quelque 45 milliards EUR au Royaume-Uni et environ la moitié de cette valeur en France et en Allemagne. Dans ce dernier pays, où les transactions ont été plus faibles que dans les autres pays, elles ont tout de même plus que doublé en volume en 2004 par rapport à 2003. La valeur de ces transactions (27 milliards EUR) a représenté 40 % environ de l'ensemble des fusions-acquisitions cette année.

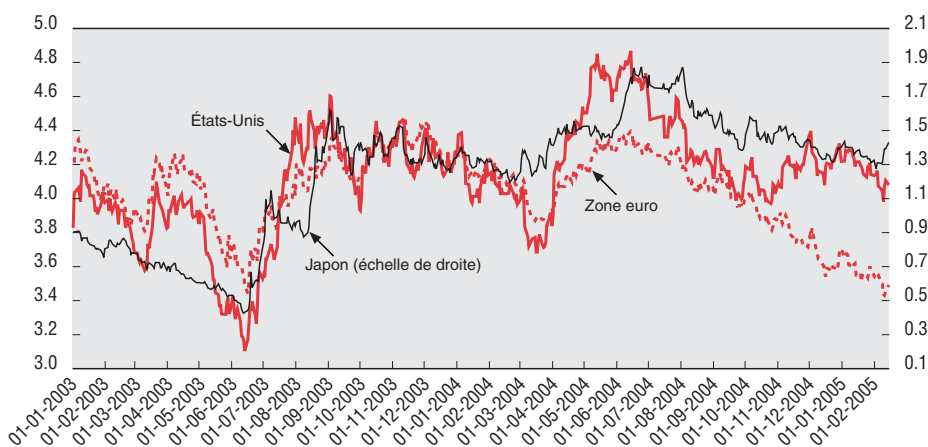
... ainsi que des opérations de capital-investissement.

III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

Sur les marchés des valeurs à revenu fixe, où la crainte d'une inflation suscitée par les prix du pétrole avait sans doute auparavant favorisé la hausse des rendements, les taux se sont inscrits depuis en repli dans la plupart des compartiments. Dans la zone euro, les taux de rendement ont encore reculé, pour connaître de nouveaux records de baisse aux alentours de 3.5 % (graphique 7) et ils sont actuellement à quelque 50 points de base en deçà des taux américains, ce qui traduit en partie les écarts de croissance entre les deux économies. Aux États-Unis, les rendements ne sont pas tellement descendus en dessous de la barre des 4 % où ils se situaient à fin septembre (et de nouveau fin octobre), mais ils ont fluctué depuis dans une marge de 4 à 4.4 % environ – soit une fourchette plus large que dans la zone euro. Dans une certaine mesure, la baisse récente des rendements obligataires traduit sans doute un apaisement des craintes quant aux effets inflationnistes à long terme des prix du pétrole. Au Japon, une certaine déconvenue vis-à-vis des perspectives de croissance a peut-être contribué à la baisse récente des rendements obligataires, qui sont

Avec le repli des anticipations en matière de croissance et d'inflation, le rendement des obligations de référence a décliné...

Graphique 7. Rendements des obligations d'État de référence à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005.

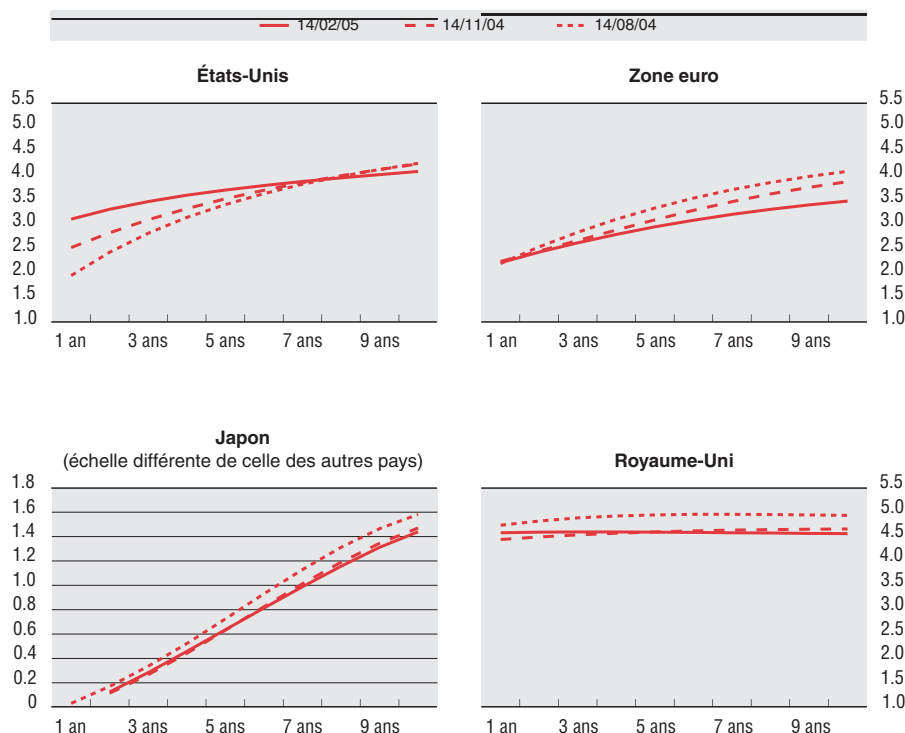
Source : Thomson Financial Datastream.

revenus de quelque 1.9 % début août aux alentours de 1.3 % plus récemment. Avec l'augmentation des taux courts, les courbes de rendements se sont aplaties (graphique 8).

... y compris pour les très longues échéances où la demande gagne en importance, notamment de la part des fonds de pension...

Dans certains cas, les rendements ont diminué en dépit d'émissions relativement importantes. Les rendements des obligations d'État à 30 ans, emprunt de référence de la zone euro, sont revenus à un creux de 3.90 % début février. Au Royaume-Uni, l'évolution récente des rendements obligataires s'est traduite par une inversion de la courbe du côté des échéances éloignées, puisque les rendements à trente ans sont descendus à 4.36 % environ début février, tandis que les rendements à dix ans connaissent un repli plus modéré pour ressortir à quelque 4.50 %. Cette inversion de la courbe des taux reflète pour une part la forte demande de titres à échéances éloignées, notamment de la part des fonds de pension. Les rendements des obligations du Trésor à 30 ans ont également baissé aux États-Unis. Cette forte demande de titres à long terme, comme l'ont fait remarquer les observateurs du marché, est liée à des spéculations sur l'émission de nouveaux titres à long terme pour financer les réformes de la protection

Graphique 8. Courbe des taux



Note : Moyennes mensuelles des données quotidiennes.

Source : Thomson Financial Datastream.

sociale prévues par le gouvernement de M. Bush³. L'émission de titres de ce type avait en effet été suspendue à la fin de 2001 lorsque le budget fédéral américain était en excédent. En réponse aux demandes des investisseurs, le Trésor avait introduit des titres à 20 ans protégés contre l'inflation (TIPS) en 2004, collectant ainsi 19 milliards USD sur le marché. Toutefois, le Trésor des États-Unis n'a pas été favorable à l'idée d'une réintroduction de l'obligation à 30 ans.

De l'autre côté de l'Atlantique, les pouvoirs publics semblent plus ouverts à la demande de titres à long terme des investisseurs, et plus particulièrement à celle des fonds de pension, qui ont besoin d'équilibrer leurs engagements à long terme par des actifs d'échéances comparables. C'est

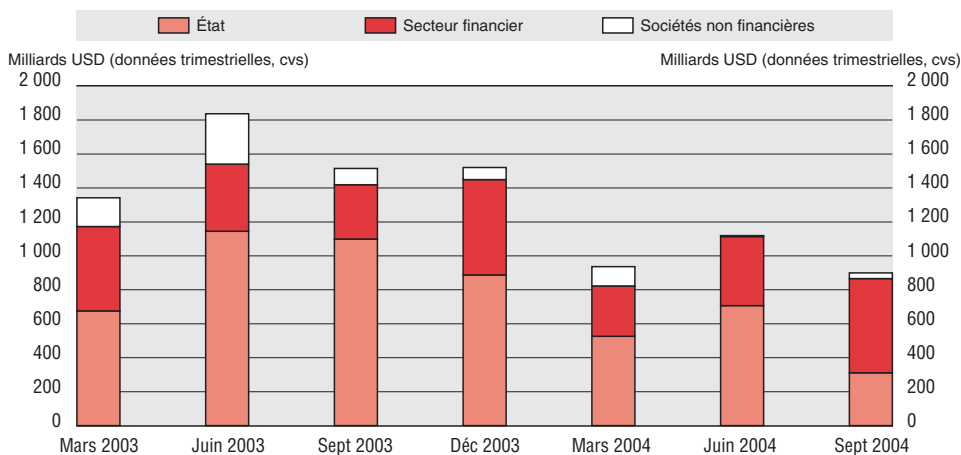
**... et à laquelle
il faudra répondre
du côté de l'offre.**

ainsi que le Trésor français a annoncé fin janvier qu'il envisageait d'émettre une nouvelle obligation assimilable à 50 ans. Au Royaume-Uni, l'Office de gestion de la dette publique propose d'accroître le volume de sa dette à 30 ans. En Italie, le succès remporté l'an dernier par l'émission d'obligations indexées à 30 ans amène le gouvernement à en accroître le volume, et on observe dans toute l'Europe un intérêt général pour les titres indexés.

Ces derniers temps, les émissions obligataires ont diminué aux États-Unis,...

Du point de vue de leur répartition par compartiments, les émissions d'obligations du Trésor ont reculé aux États-Unis en 2004 par rapport à l'année précédente, avec un creux de 311 milliards USD au troisième trimestre (derniers chiffres disponibles) (graphique 9). Ce recul des émissions publiques a été en partie compensé par celles des sociétés financières qui ont connu un troisième trimestre assez actif, avec des émissions nettes de 555 milliards USD. En revanche, les émissions des sociétés non financières se sont contractées jusqu'à s'établir à des niveaux pratiquement négligeables, de l'ordre de 5 milliards USD au deuxième trimestre et de 34 milliards USD au troisième trimestre.

Graphique 9. **Émissions nettes d'obligations aux États-Unis**
En milliards de dollars des États-Unis



Note : Les obligations d'État recouvrent les titres du Trésor, des municipalités et des organismes d'intérêt public.

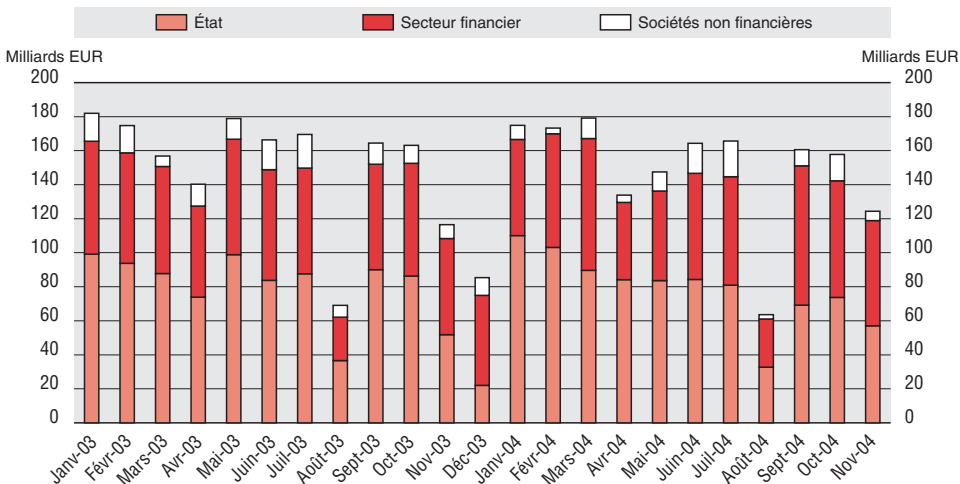
Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, Flow of Funds Accounts of the United States.

Les émissions d'obligations libellées en euro ont été plus importantes, même si elles se sont inscrites sur une pente légèrement descendante au cours de l'année dernière (jusqu'en novembre ; graphique 10). Cette tendance a principalement reflété le ralentissement des émissions publiques. Les opérations des sociétés financières se sont poursuivies à un rythme relativement soutenu, mais celles des sociétés non financières ont un peu manqué de dynamisme. Néanmoins, elles se sont légèrement redressées au second semestre de 2004 et leur part dans le total des émissions a progressé pour ressortir aux alentours de 10 %. En outre, alors qu'en octobre, la part des émissions notées AAA et des obligations à taux révisable avait augmenté, ce qui reflétait l'évolution du comportement des titres adossés à des actifs, en novembre, c'est la part des émissions non notées qui s'est accrue, dans un contexte de diminution de

... mais elles ont été un peu plus fortes sur le marché des obligations libellés en euro.

Graphique 10. **Marchés des obligations libellées en euros : volumes émis par type d'émetteur**

En milliards 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 *Cedulas hipotecarias* en Espagne, etc.

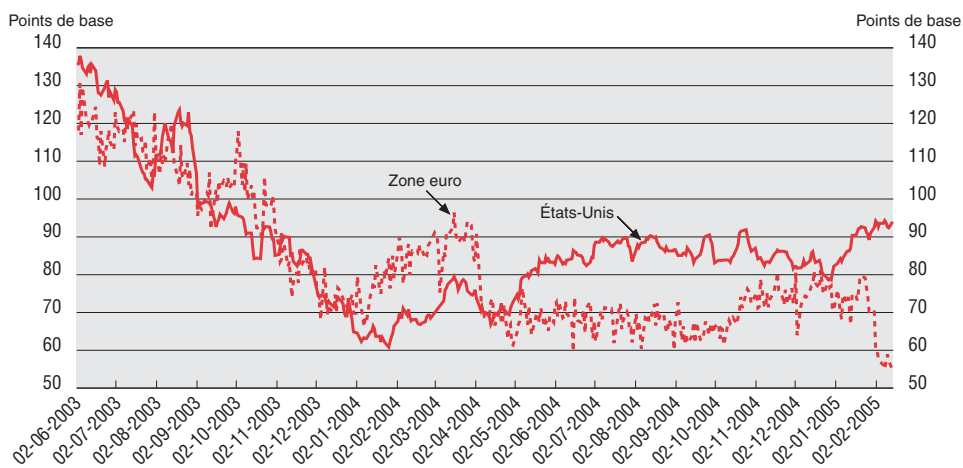
Source : Commission européenne (DG ECFIN).

la part des émissions de valeurs d'État et d'augmentation de celle des *Pfandbriefe* et des obligations garanties par des hypothèques.

Les écarts de rémunération des obligations de sociétés restent faibles, voire continuent de baisser...

Compte tenu de la relative faiblesse des émissions d'obligations de sociétés, les écarts de rémunération appliqués à ces emprunteurs sont restés limités aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro (graphique 11). Même si ces écarts entre les titres notés BAA et les emprunts de référence se sont réduits au troisième trimestre aux États-Unis, ils sont restés généralement bien supérieurs à leurs niveaux exceptionnellement bas du début 2004. En revanche, les écarts de rémunération de la zone euro ont encore diminué par rapport au niveau historiquement faible autour duquel ils ont fluctué au troisième trimestre de l'an dernier. Cela étant, cette contraction a été imputable à une hausse du taux de rendement de l'obligation de référence à 5 ans plutôt qu'à une diminution du rendement des obligations notées BAA.

Graphique 11. **Écarts de rémunération des obligations de sociétés de la catégorie investissement**



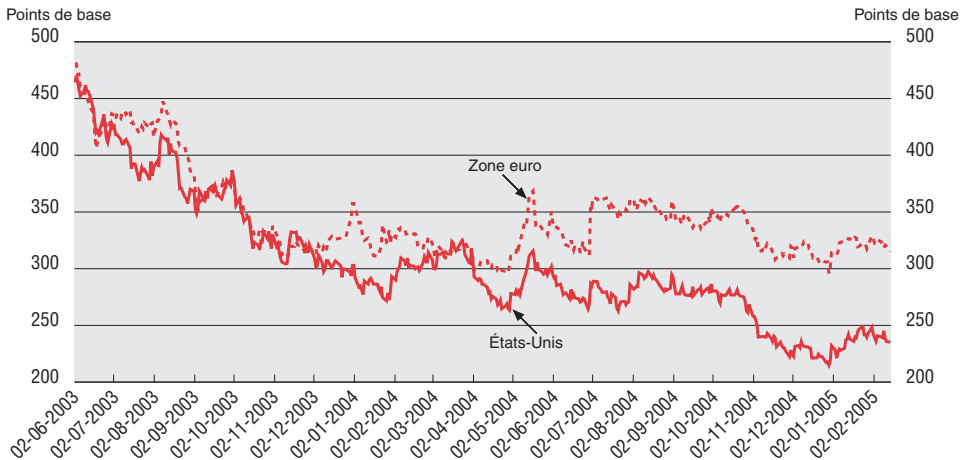
Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005. Rendements agrégés des obligations de sociétés notées BAA (indices calculés par Lehman) diminués des rendements des obligations d'État de référence. Pour faire correspondre les échéances moyennes respectives des indices des obligations notées BAA, on utilise les obligations de référence à 10 ans pour les États-Unis et les obligations de référence à 5 ans pour l'Europe.

Source : Thomson Financial Datastream.

Les écarts de rémunération entre les obligations à haut rendement et les titres notés BAA sont aussi restés faibles, mais avec des dynamiques légèrement différentes de celle des écarts applicables aux sociétés de la catégorie investissement (graphique 12). Aux États-Unis, ces écarts se sont légèrement creusés au premier trimestre pour les obligations à haut rendement par rapport à leurs creux de janvier pour converger avec les écarts de rémunération de la zone euro, qui étaient restés stables après avoir fait preuve d'une certaine volatilité début janvier. Cela étant, les écarts de rémunération aux États-Unis sont restés inférieurs à ceux de la zone euro depuis lors. Au deuxième trimestre, ils se sont à peu près stabilisés dans les deux économies – mais avec une certaine tendance à la volatilité – et ils ont repris leur baisse au dernier trimestre de 2004. Plus récemment, en janvier et début février, ces écarts de rémunération ont légèrement progressé des deux côtés de l'Atlantique.

... mais ceux des obligations à haut rendement ont récemment un peu augmenté par rapport à leurs creux.

Graphique 12. **Écarts de rémunération des obligations à haut rendement**



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005. Rendements agrégés des obligations de sociétés à haut rendement diminué des rendements agrégés des obligations notées BAA (indices Lehman).

Source : Thomson Financial Datastream.

L'amélioration de la solvabilité, mais aussi l'ampleur de la liquidité préservent la faiblesse des écarts de rémunération.

Le fait que les défaillances des entreprises ont baissé en 2004 et que leur solvabilité s'est améliorée de façon générale permet en partie d'expliquer pourquoi les écarts de rémunération des obligations de sociétés et des obligations à haut rendement sont restés limités. Les excédents de liquidité peuvent aussi jouer un rôle important dans le resserrement des écarts, facilitant ainsi la « recherche de rendements ». Néanmoins, certains signes donnent à penser que la liquidité diminue, d'autant plus que les initiatives des autorités monétaires, notamment de la Réserve fédérale américaine, ont contribué à en éponger une partie. Si l'on en juge par deux indicateurs, la croissance monétaire excédentaire et un taux agrégé de l'argent au jour le jour, des signes montrent que la liquidité atteint un niveau élevé à l'échelle mondiale, mais qu'elle a légèrement baissé ces derniers temps (graphique 13).

Le resserrement monétaire est en cours aux États-Unis.

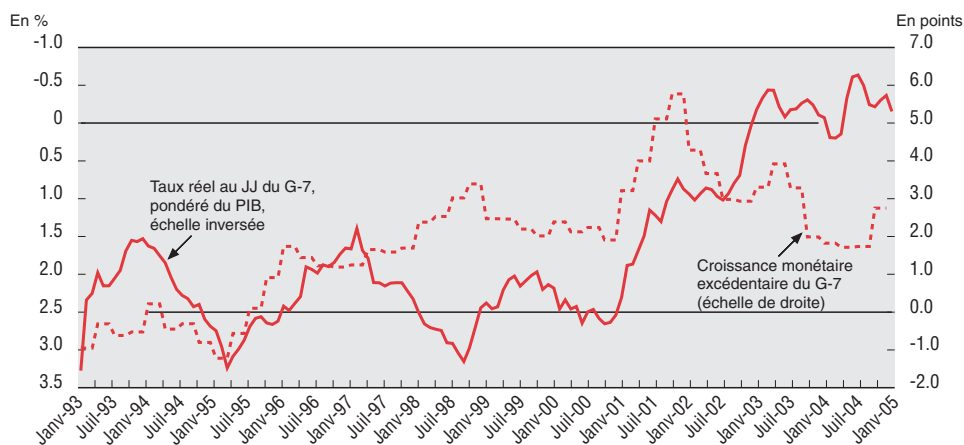
Un nouveau durcissement des conditions monétaires est de fait attendu par les marchés, à partir de l'évaluation des taux d'intérêt implicites à terme et des contrats à terme de taux d'intérêt (graphique 14, partie (a)). Jusqu'ici, la Réserve fédérale des États-Unis a relevé son objectif de taux des fonds fédéraux par étapes successives depuis juin dernier, partant d'un niveau historiquement bas de 1 % pour le porter à 2.5 %. Face au recul du dollar, qui a assoupli les conditions monétaires, les marchés ont révisé en hausse leurs anticipations concernant l'augmentation des taux courts dans les mois prochains. (graphique 15, partie (a), pour les contrats à terme, échéance juin 2005). Les anticipations concernant les échéances éloignées ont été plus instables (partie (b), également pour les contrats à échéance en juin 2005) et elles ont apparemment changé en fonction de l'arrivée de nouvelles sur le front macroéconomique qui ont amené les investisseurs à réévaluer les perspectives en matière de croissance et d'inflation.

Les taux directeurs sont restés inchangés dans la zone euro.

Dans la zone euro, les anticipations relatives aux taux d'intérêt à long terme ont eu une tendance marquée à reculer, sous l'effet des perspectives de ralentissement de la croissance dans la région. Jusqu'ici, la BCE n'a pas relevé ses taux directeurs comme l'avaient auparavant pensé certains investisseurs et elle a maintenu son principal taux de

Graphique 13. Indicateurs de l'évolution de la liquidité mondiale

Taux réel de l'argent au jour le jour du G-7, PIB pondéré, échelle inversée, et croissance monétaire effective diminuée de la croissance réelle du PIB potentiel, en points

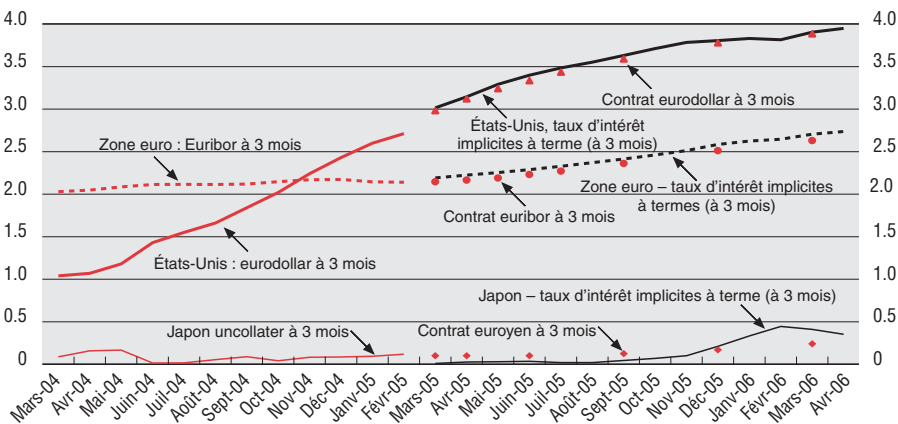


Note : L'indicateur de la liquidité mondiale fondé sur l'évolution des taux d'intérêt réel est inspiré de Borio et White (2004) « Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes », BIS *Working Paper* no 147. L'indicateur présente une moyenne pondérée des taux de l'argent au jour le jour des pays du G-7 ; pour la France et l'Allemagne, l'EONIA est utilisé à partir de 1999. Les pondérations reposent sur le PIB en dollar et les taux réels sont calculés en déduisant les moyennes mensuelles sur trois mois des variations de l'IPC en glissement annuel des taux réels au jour le jour, en prenant en compte les projections sur les variations de l'IPC lorsque l'on ne disposait pas des toutes dernières statistiques. L'autre indicateur s'attache à la croissance monétaire excédentaire du G-7 (également en moyenne pondérée du PIB). La croissance monétaire nominale effective est la croissance trimestrielle en glissement annuel des agrégats monétaires larges ; la croissance réelle du PIB potentiel est corrigée de la croissance tendancielle de la vitesse de circulation ; en d'autres termes c'est un indicateur de croissance monétaire résiduel calculé à partir de l'équation quantitative de la monnaie en prenant pour hypothèse une inflation nulle. La croissance tendancielle de la vitesse de circulation repose sur la croissance moyenne de la vitesse de circulation sur la période 1980-2002 dans les différentes économies, hormis pour la zone euro, où elle repose sur la valeur médiane de la fourchette de croissance de la vitesse de circulation correspondant à l'hypothèse de la Banque centrale européenne pour le calcul de la valeur quantitative de référence de la croissance monétaire (0.75).

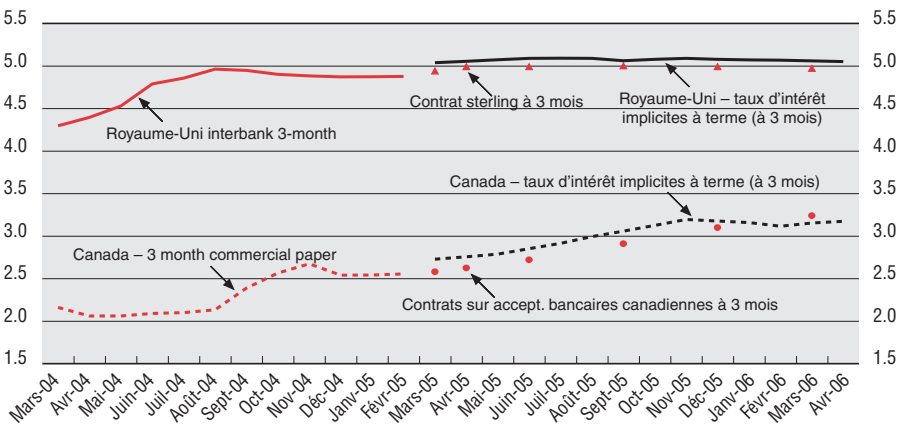
Source : Thomson Financial Datastream ; OCDE, Principaux indicateurs économiques et Base de données des *Perspectives économiques* ; Banque centrale européenne.

refinancement à son niveau de 2 %, qui n'a pas changé depuis le 6 juin 2003. Avec la hausse de l'euro vis-à-vis du dollar et le resserrement des conditions monétaires qui en résulte dans la zone euro, la perspective d'une augmentation des taux d'intérêt ne paraît plus aussi proche aux investisseurs. Actuellement, les marchés ne s'attendent plus à un relèvement des taux d'intérêt à court terme au cours du premier semestre de cette année.

Graphique 14. Taux implicites à terme et taux des contrats à terme
(a) États-Unis, zone euro et Japon



(b) Royaume-Uni et Canada

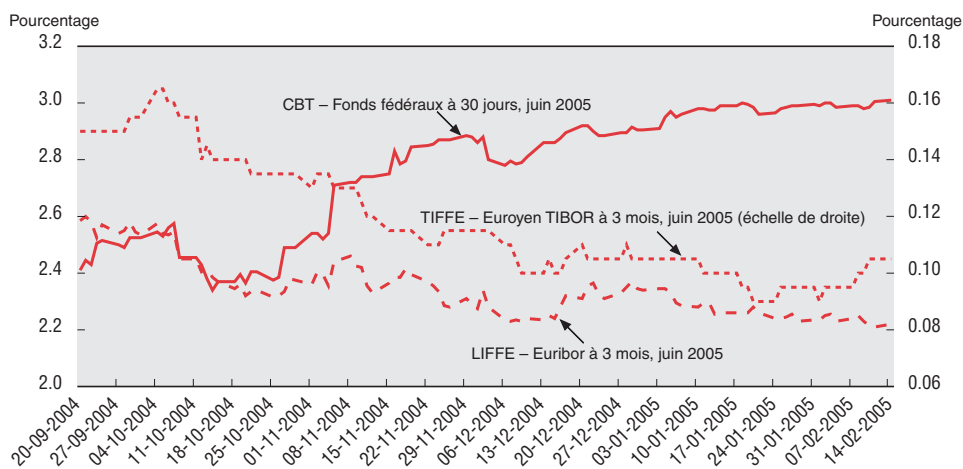


Note : Données au 15 février 2005. Taux effectifs : États-Unis : taux médian de l'eurodollar à 3 mois ; zone euro : Euribor à 3 mois ; Japon : taux médian des dépôts non des emprunts non garantis à 3 mois ; Royaume-Uni, taux interbancaire offert à trois mois ; Canada : taux médian des billets de trésorerie à 3 mois ; moyennes mensuelles. 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) ; Royaume-Uni : contrats à terme sur sterling à 3 mois (LIFFE) ; Canada contrats à terme sur acceptations bancaires à 90 jours (Bourse de Montréal).

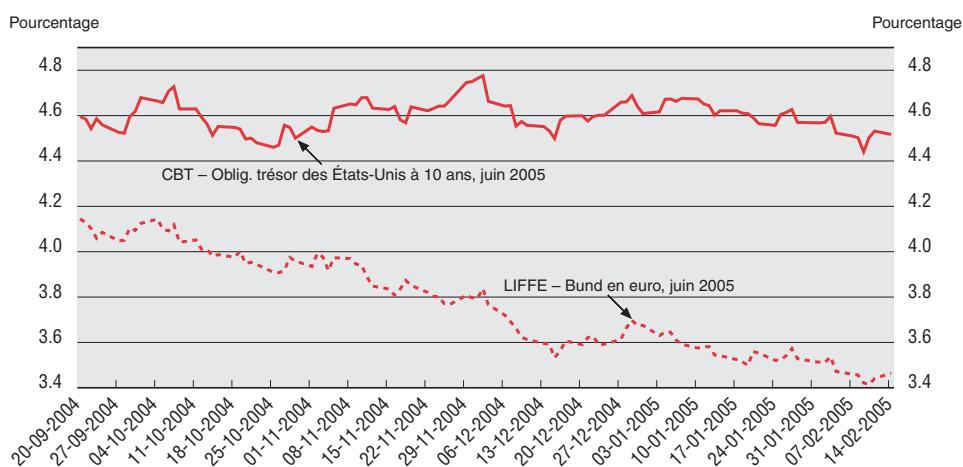
Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

Graphique 15. Évolution des anticipations de taux d'intérêt sur les principaux marchés

(a) Contrats sur taux d'intérêt à court terme, contrats à échéance juin 2005



(b) Contrats sur taux d'intérêt à long terme, contrats à échéance juin 2005



Note : Données au 14 février 2005.

Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

La Banque du Japon a poursuivi sa politique d'expansion monétaire, mais s'est heurtée à certaines limites.

Au Japon, même si les taux à court terme n'ont guère varié (ils sont proches de zéro et leur utilisation comme instrument de la politique monétaire a été suspendue), la tendance au repli des contrats à terme de taux d'intérêt que l'on a pu observer l'an dernier traduit sans doute les révisions en baisse des perspectives de croissance. Ces révisions sont intervenues après la publication à la mi-mai 2004 de chiffres du PIB qui ont déçu les investisseurs. Les résultats étant un peu meilleurs en fin d'année, les contrats à terme de taux d'intérêt se sont stabilisés depuis lors. Début février, le bruit d'un resserrement de la politique monétaire a couru, lorsque les émissions de titres à court terme admis au réescompte par les institutions financières ont été inférieures à l'objectif fixé par la Banque du Japon⁴.

Au Royaume-Uni et au Canada, les cycles de resserrement ont été interrompus.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre n'a plus relevé ses taux directeurs après une série de relèvements d'un quart de point qui s'est interrompue le 5 août 2004, étant donné que les tensions inflationnistes suscitées par le renchérissement du pétrole et la hausse des prix du logement se sont apaisées. Le taux des prises en pension s'établit actuellement à 4.75 %, et les marchés ne s'attendent pas à de nouveaux relèvements dans l'immédiat, comme l'indiquent les taux implicites à terme et les contrats à terme (graphique 14, partie (b)). De même, au Canada, il n'y a pas eu de nouveau durcissement des conditions monétaires depuis les deux relèvements d'un quart de point des taux d'intérêt en septembre et octobre de l'an dernier. Toutefois, même si le taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada s'établit actuellement à 2.5 %, les marchés s'attendent à une reprise des mesures de resserrement au second semestre de cette année.

IV. Marchés des changes

Le dollar a poursuivi son recul, mais a regagné du terrain depuis le début de l'année...

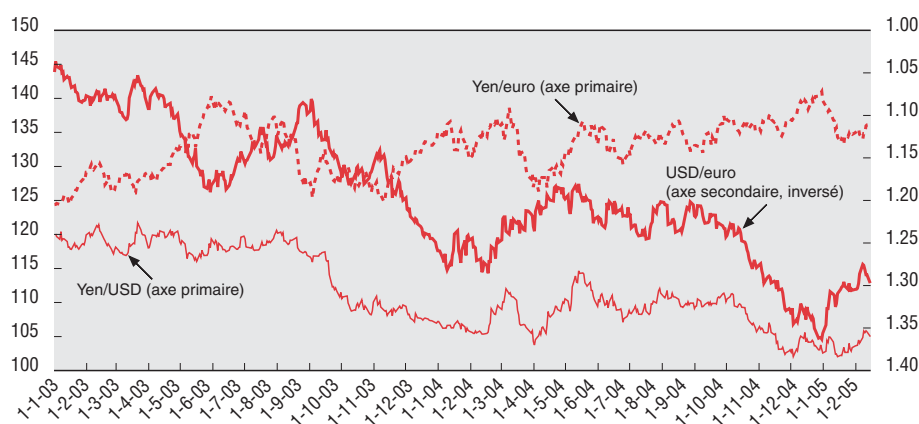
La poursuite du recul du dollar en 2004 a été l'un des phénomènes les plus fréquemment évoqués dans la presse professionnelle. Ce recul ne constituait pas une surprise car l'ampleur des déséquilibres à l'échelle mondiale portait de nombreux investisseurs à penser que la monnaie américaine était surévaluée. Le déficit considérable de la balance américaine des paiements courants et son gonflement sous

l'effet du recul de la demande d'autres économies moins dynamiques et de la vigueur de la demande des ménages, ont été autant de facteurs structurels qui ont exercé des pressions sur le taux de change du dollar. L'an dernier, le dollar a perdu 8.2 % de sa valeur par rapport à l'euro, 4.4 % vis-à-vis du yen et a progressé de 7.9 % contre sterling (du début janvier à la fin décembre, d'après les données hebdomadaires). Plus récemment, le dollar a regagné du terrain en janvier et début février pour atteindre son plus haut niveau en trois mois vis-à-vis de l'euro (graphique 16).

Lors de son récent rebond (de fin décembre jusqu'à la première semaine de février), la monnaie américaine a regagné 5.4 % par rapport à l'euro, 1.4 % vis-à-vis du yen et cédé 1.7 % contre sterling, tandis que le yen perdait 3.5 % par rapport à l'euro. Ce récent renforcement est lié à des nouvelles et autres éléments qui ont renforcé la confiance des investisseurs dans le dollar. L'annonce de plans du gouvernement américain visant à réduire le déficit budgétaire⁵, la publication en janvier de bons chiffres sur les entrées de capitaux et des statistiques meilleures que prévu sur l'emploi hors agriculture sont venues compenser les nouvelles faisant état d'un déficit record du commerce extérieur au quatrième

... tandis que l'euro a montré plus de souplesse que le yen lors de l'ajustement.

Graphique 16. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005.

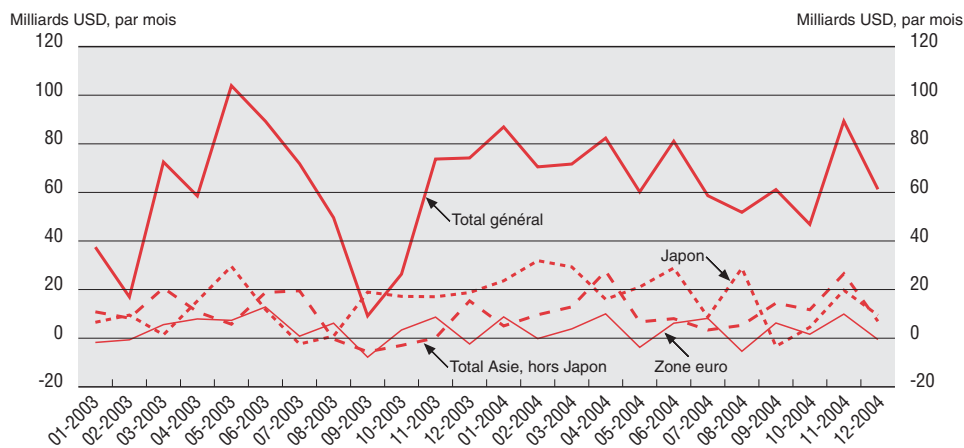
Source : Thomson Financial Datastream.

trimestre. En outre, les propos du président de la Réserve fédérale début février ont contribué à apaiser les préoccupations suscitées par le déficit commercial américain.

Les préoccupations relatives aux déséquilibres mondiaux ont été apaisées par les statistiques sur les entrées de capitaux aux États-Unis.

Les nouvelles sur les entrées nettes d'investissement de portefeuille aux États-Unis ont déterminé pour une bonne part l'évolution du dollar l'an dernier, car les investisseurs craignaient que les banques centrales d'Asie et les exportateurs de pétrole ne diversifient leurs portefeuilles aux dépens du dollar et au profit d'autres monnaies. Or, malgré des fluctuations (graphique 17), les entrées nettes se sont élevées à 820 milliards USD en 2004, ce qui est largement suffisant pour financer un déficit américain des paiements courants de l'ordre de 650 milliards USD. Le pays qui aura le plus contribué à la demande de titres américains est le Japon, de loin le plus gros détenteur d'actifs américains, et cette contribution est plus grande que celle de tous les autres pays d'Asie réunis. Les entrées d'investissements de portefeuille provenant de la zone euro, qui

Graphique 17. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par région**
En milliards de dollars des États-Unis



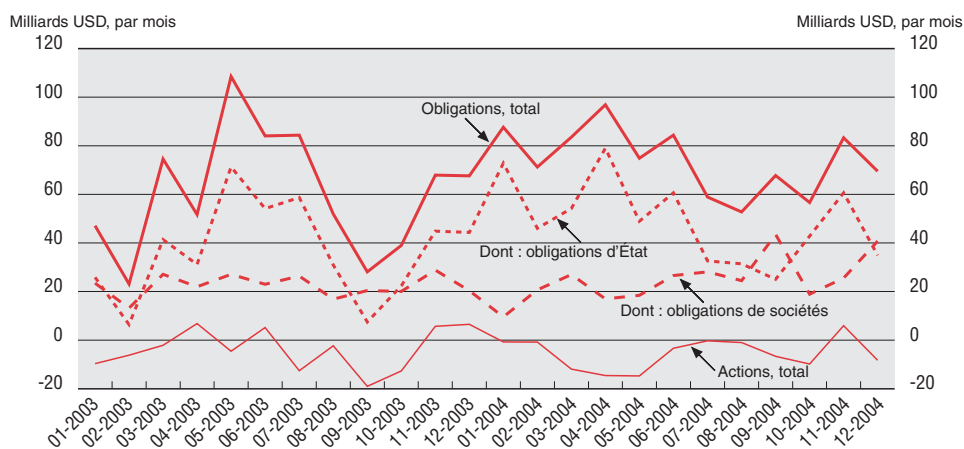
Note : Les placements de portefeuille nets sont les achats nets d'actifs par des investisseurs étrangers auprès de résidents des États-Unis (achats bruts – ventes brutes).

Source : Trésor des États-Unis, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

étaient relativement importants en novembre (mais tout de même inférieurs de moitié à ceux qui émanent du Japon) sont devenus légèrement négatifs en décembre. Même si les obligations du Trésor américain représentent généralement la plus grande part des entrées de capitaux, les placements en obligations de sociétés ont récemment pris de l'importance (graphique 18). En septembre et décembre, lorsque les placements étrangers en obligations du Trésor ont diminué par rapport aux mois précédents, ce sont les investissements sous forme d'obligations de sociétés qui ont le plus contribué aux entrées de capitaux.

Graphique 18. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par catégorie**

En milliards de dollars des États-Unis



Note : Les placements de portefeuille nets sont les achats nets d'actifs par des investisseurs étrangers auprès de résidents des États-Unis (achats bruts – ventes brutes). Les obligations comprennent des obligations américaines et étrangères ; les actions comprennent des actions américaines et étrangères.

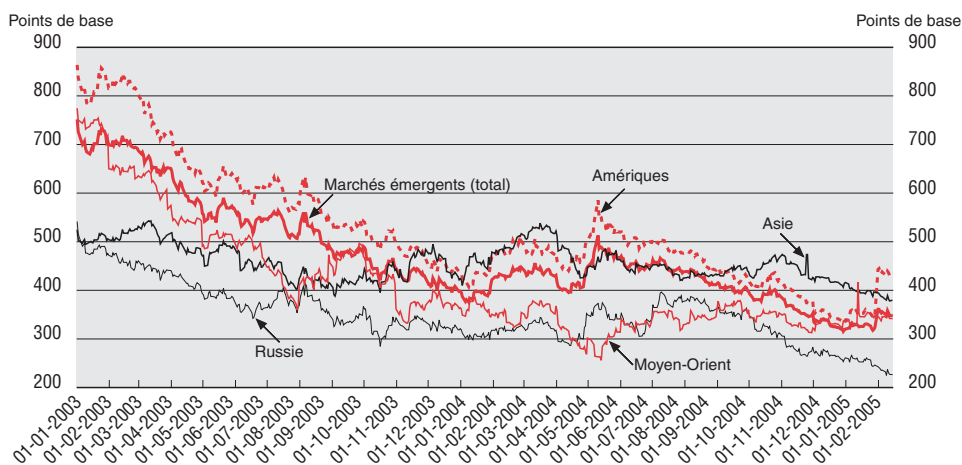
Source : Trésor des États-Unis, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

V. Économies émergentes

Les écarts de rémunération des marchés émergents restent faibles et les marchés d'actions émergents poursuivent leur hausse grâce à des paramètres fondamentaux positifs...

Les marchés émergents ont continué d'attirer des capitaux étrangers. À titre d'indication de la confiance des investisseurs dans ces marchés, les écarts de rémunération des indices obligataires des marchés émergents par rapport aux titres d'État américains se sont de nouveau resserrés ces derniers mois pour s'établir à des niveaux d'une faiblesse sans précédent en janvier (graphique 19). Néanmoins, l'écart de rémunération des marchés émergents latino-américains (et donc de l'ensemble de ces marchés) s'est brusquement creusé de près de 100 points de base fin janvier, avant de diminuer légèrement depuis lors. Bien que l'ampleur de la liquidité et la recherche de rendements aient joué un rôle dans le resserrement des écarts pour les marchés émergents, il existe aussi des paramètres fondamentaux qui soutiennent la confiance des investisseurs dans ces marchés. Tirant parti de ces conditions financières favorables, les émissions de titres des marchés émergents se sont de nouveau accrues. Les émetteurs ont aussi pu allonger les échéances de leurs émissions et diversifier les monnaies d'émission, y compris libellant des titres dans

Graphique 19. **Écarts de rémunération des marchés émergents**



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005. Indices calculés par Lehman, rendements bruts à l'échéance diminué du rendement de l'indice des obligations d'État américaines à 5 ans.

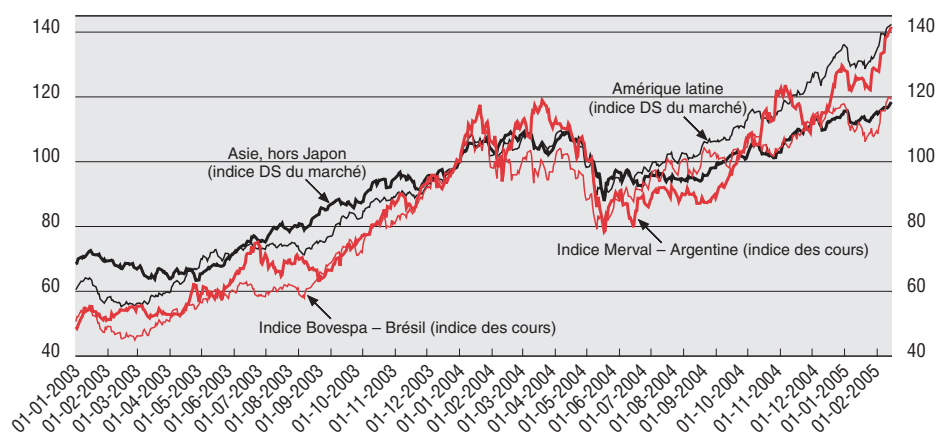
Source : Thomson Financial Datastream.

leur propre monnaie, ce qui a contribué à réduire leur exposition à des chocs en matière de change⁶. Sous l'impulsion de perspectives positives, les marchés d'actions de la plupart des grandes économies émergentes ont poursuivi leur ascension entamée à la suite du creux du mois de mai de l'an dernier (graphique 20).

Dans le groupe des économies émergentes, les marchés d'actions se sont particulièrement bien comportés en Amérique latine, grâce à la forte croissance économique de la région qui est estimée à 5.8 % en moyenne pour l'ensemble de l'année 2004 et qui devrait s'établir à 4.1 % cette année (Prévisions moyennes des économistes du secteur privé). Des mesures macroéconomiques ont permis de stabiliser les économies de la région et les prix élevés des matières premières ont contribué à améliorer les revenus tirés des exportations. Cela étant, compte tenu de l'ampleur de la dette extérieure de ces pays et de leur forte dépendance à l'égard des exportations, ils restent vulnérables à des chocs extérieurs.⁷ En Argentine, les créanciers n'ont pas encore accepté le plan de rééchelonnement de la dette proposé par le gouvernement et dont le résultat constituera sans

... en Amérique latine,...

Graphique 20. **Performances boursières de quelques économies émergentes**
Indices d'actions, base 100 au 1^{er} janvier 2004



Note : Données quotidiennes jusqu'au 14 février 2005.

Source : Thomson Financial Datastream.

doute un signal essentiel pour l'ensemble de la région. Au Brésil, les réformes macroéconomiques continuent de replacer l'économie sur un sentier trajectoire ? de croissance à long terme.

**... en Asie,
en particulier
en Chine,...**

Même si c'est un rythme un peu plus lent que pour l'Amérique latine, la croissance des économies émergentes d'Asie est estimée à 4.4 % l'an dernier, et on s'attend à une expansion de 2.9 % cette année. Bien que les écarts de rémunération des obligations asiatiques soit resté supérieur à celui de l'indice total des marchés émergents depuis le mois d'août dernier, ils se sont resserrés de concert avec ceux des autres marchés émergents. Le *tsunami* de la fin de l'an dernier, qui a provoqué d'énormes pertes humaines et a gravement mis à mal les infrastructures côtières de certaines économies asiatiques de premier plan, n'a apparemment pas eu d'effets significatifs sur les écarts de rémunération. Cela traduit le fait que les effets économiques plus généraux de cette catastrophe devraient rester limités et ne pas altérer les perspectives économiques positives de la région dans son ensemble. C'est la Chine qui est restée la principale locomotive de la croissance dans la région, même si le gouvernement chinois a pris des mesures pour calmer une économie en proie à la surchauffe.

**... et en Russie, où
la banque centrale
a récemment
adopté un panier
composé de deux
devises.**

Ce sont les obligations russes qui ont connu le resserrement le plus sensible des écarts de rémunération ces derniers mois. Cette marque de confiance a été confortée début février par la publication de chiffres meilleurs que prévu sur la croissance. D'après ces statistiques, l'économie russe a affiché une expansion de 7.1 % l'an dernier, en profitant aussi du renchérissement du pétrole. De plus, la banque centrale russe a adopté à partir de février un panier de référence composé de deux devises, qui permet d'arrimer de façon souple le rouble à l'euro et au dollar, au lieu d'un ancrage par rapport au seul dollar comme c'était le cas avec la précédente politique des changes. L'annonce de ce changement a immédiatement renforcé le rouble vis-à-vis de la monnaie américaine, et cette nouvelle politique devrait réduire la forte volatilité de la monnaie russe par rapport aux devises des autres partenaires commerciaux de la Russie, y compris les pays de la zone euro. Dans un premier

temps, le poids de l'euro dans ce panier ne sera que de 10 % – soit bien moins que la part actuelle de 65 % de la zone euro dans le commerce extérieur russe – mais les autorités russes ont annoncé leur intention d'accorder un poids convenable à l'euro. Il reste donc à voir l'impact concret qu'auront ces décisions sur les réserves de change et quelles seront en fin de compte les pondérations des deux monnaies dans ce panier. Actuellement, la part de l'euro dans les réserves officielles de change est estimée à 25-30 %.

Notes

1. D'après une étude récemment publiée par Greenwich Associates.
2. Pour ce chiffre et les suivants, les données émanent de Dealogic et de Thomson Financial.
3. Voir *Financial Times*, 1^{er} février 2005, « Atlantic divide over long bonds ».
4. La Banque du Japon procède à des opérations sur le marché monétaire en vue de maintenir son objectif de liquidité excédentaire entre 30 000 milliards JPY et 35 000 milliards JPY. Un resserrement de la politique monétaire supposerait un abaissement de cet objectif.
5. Le 7 février 2005, lors d'une allocution, le président Bush a annoncé des plans de réduction substantielle du déficit budgétaire américain qui devrait ramené à 1.7 % du PIB d'ici 2008, contre 3.5 % actuellement.
6. Pour plus de précisions, voir Banque des règlements internationaux (2004), « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel de la BRI (décembre)*.
7. On peut s'attendre à une plus grande ouverture à la concurrence de la part des pays exportateurs d'Asie, notamment de la Chine, avec l'élimination progressive de l'Accord multifibres cette années qui sera marquée par l'abandon des contingents sur les exportations de textile qui étaient en vigueur ces 30 dernières années aux termes de cet accord.