

L'actualité récente des marchés de capitaux

I. Rappel

Les marchés des obligations comme des actions ont fait preuve récemment d'une belle vigueur. Les marchés d'actions ont en effet poursuivi leur ascension ces derniers mois, signe de la persistance de la reprise économique et d'un optimisme général quant aux perspectives de l'activité. La qualité des signatures s'est améliorée, les révisions en baisse des notations par les agences spécialisées ont diminué et, au Japon, les grandes sociétés ont sensiblement réduit leur endettement. Les rendements obligataires se sont redressés depuis leur creux de la mi-2003 et même si les écarts de rémunération des obligations de sociétés et des marchés émergents se sont redressés ces toutes dernières semaines, ils restent rétrospectivement assez faibles. Ces perspectives positives se retrouvent aussi dans l'amélioration des indicateurs de confiance des consommateurs et des entreprises de la plupart des grandes économies ; bien que certains de ces indicateurs se soient récemment inscrits en repli, il ne s'agit pas à proprement parler d'une tendance¹. Pour l'heure, la politique monétaire suivie dans les grandes zones vient appuyer le redémarrage de la croissance et, notamment aux États-Unis, la reprise bénéficie aussi d'une impulsion d'origine budgétaire. Les taux directeurs resteront sans doute faibles, car il n'y a pas encore eu d'amélioration significative de l'emploi aux États-Unis et la croissance en Europe ne décolle pas. Au Japon, la politique d'argent bon marché devrait aussi se poursuivre.

*L'évolution
des marchés
de capitaux reflète
l'optimisme quant
à la reprise
économique...*

... dont le rythme varie cependant entre les grandes économies...

L'optimisme dont ont fait preuve les marchés de capitaux de toutes les grandes économies, s'est manifesté dans le contexte de disparités sensibles des performances de l'économie réelle. Aux États-Unis, la croissance s'est ralentie au quatrième trimestre par rapport aux très bons chiffres du troisième trimestre, mais avec un rythme annuel de 4 %, elle a été rétrospectivement tout à fait honorable et elle s'avère conforme au tableau général d'une reprise déjà bien engagée. Cette analyse est confortée par le renforcement des bilans de sociétés et le niveau élevé des bénéfices des entreprises. Au Japon également, les données récentes indiquent que l'économie s'inscrit plus résolument dans une trajectoire de reprise². En revanche, la croissance de nombreux pays d'Europe continentale reste assez médiocre. Dans ce contexte, les derniers chiffres publiés sur plusieurs pays européens indiquent que la croissance demeure inférieure aux attentes, car la vigueur de l'euro a exercé des pressions sur les exportations, tandis que les dépenses des ménages restent insuffisantes.

... et sur laquelle des risques de retournement continuent de peser.

Les perspectives offertes aux marchés de capitaux dépendent pour une part importante de la façon dont les déséquilibres qui subsistent vont se dissiper. Parmi les principaux facteurs à prendre en compte, on retiendra l'ajustement du cours de change du dollar des États-Unis. Jusqu'ici, l'ajustement à la baisse s'est fait en bon ordre, même si son rythme a été inégal entre les principales devises. Les perspectives d'évolution des prix du pétrole méritent aussi d'être surveillées, d'autant plus à la suite des nouvelles réductions de la production décidées lors de la réunion de l'OPEP de début février. Les prix de l'or et des autres matières premières, qui ont atteint des sommets, traduisent sans doute pour une part l'incertitude qui règne sur les marchés. Comme en témoignent les taux à terme et les prix des contrats à terme, des hausses de taux d'intérêt sont attendues dans la suite de la phase actuelle de reprise. Cela risque généralement de susciter des tensions sur les bilans des entreprises et des ménages lourdement endettés et cela pourrait aussi affecter les bénéfices des institutions financières qui se sont appuyées sur la croissance du crédit dans une période de faiblesse historique du loyer de l'argent.

La question du gouvernement d'entreprise reste aussi d'actualité. Le tassement de la confiance des investisseurs à la suite des grands scandales financiers a produit dans un passé récent un effet déprimant sur les valorisations des actifs financiers. Face à ce phénomène, les autorités ont pris diverses mesures visant à améliorer le gouvernement d'entreprise et rétablir la confiance des investisseurs. Ces efforts pourraient aboutir aux effets souhaités, comme le montre l'absence de répercussions majeures de scandales récents, comme l'affaire de la multinationale italienne Parmalat, sur les marchés de capitaux³. Bien que l'annonce de ce scandale ait fait craindre un renchérissement des frais financiers pour l'ensemble du secteur italien des sociétés, les investisseurs semblent jusqu'ici avoir la volonté et la capacité de différencier les risques, de sorte qu'aucune conséquence significative de cette affaire n'a été observée sur les marchés au sens large. Malgré tout, cet incident montre que la qualité de la vérification comptable et la surveillance des vérificateurs continuent de figurer en bonne place parmi les grandes préoccupations des pouvoirs publics nationaux, des autorités de tutelle et des instances internationales.

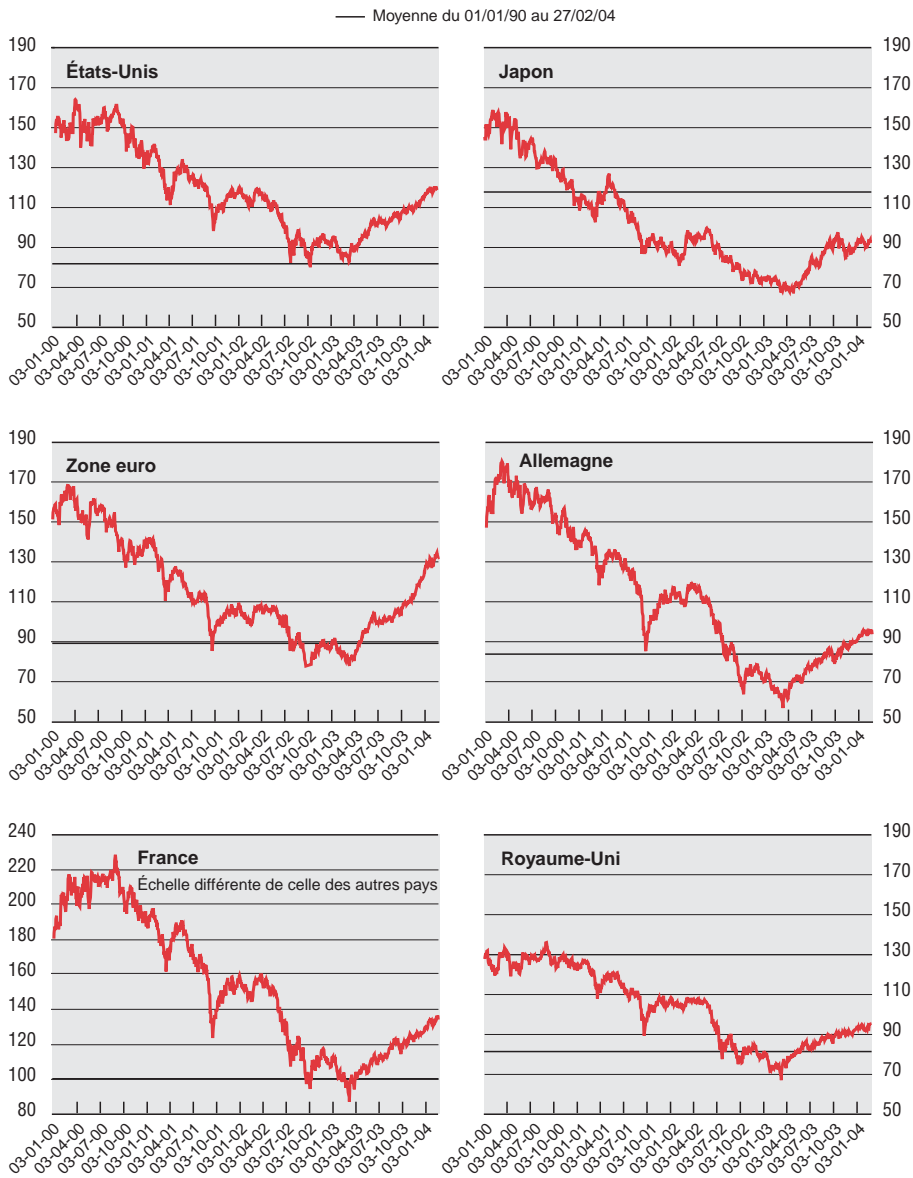
Il faut encore améliorer le gouvernement d'entreprise.

II. Marchés d'actions

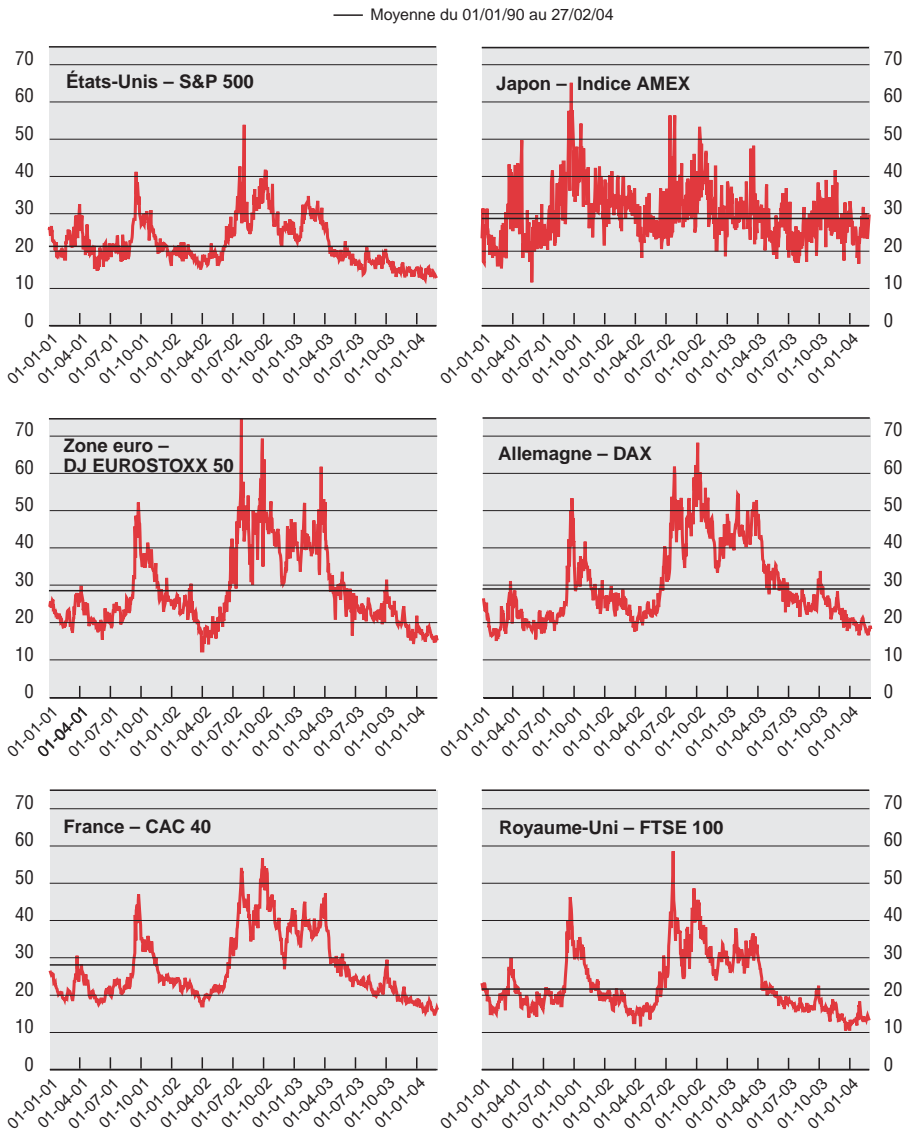
Les marchés d'actions ont poursuivi leur ascension ces derniers mois sur la plupart des grandes places boursières (graphique 1). La hausse qui a commencé en mars de l'an dernier semble désormais bien ancrée. D'une façon générale, les chiffres du graphique 1 traduisent les perspectives économiques positives et le regain d'optimisme de la part des investisseurs qui ont délaissé leurs placements dans les valeurs refuges pour rechercher des rendements plus élevés⁴. Ce phénomène est confirmé par le fait que la volatilité a continué de diminuer sur tous les grands marchés boursiers – bien que de façon moins sensible au Japon (graphique 2). Toutefois, malgré la récente progression des cours – qui a été de l'ordre de 10 % pour les indices généralistes aux États-Unis, dans la zone euro et au Canada au cours des trois derniers mois – aucune des grandes places boursières n'a encore regagné le terrain perdu depuis le sommet atteint début 2000 (et fin 1999 dans le cas du Royaume-Uni, voir tableau 1). Au Japon et dans l'ensemble de la zone euro,

Même si elles sont difficiles à apprécier, les valorisations boursières...

Graphique I. Principaux marchés d'actions
Indices du marché total, base 100 au 1^{er} janvier 1998



Note : Indices du marché total de Datastream. Données jusqu'au 27 février 2004.
Source : Thomson Financial Datastream

Graphique 2. **Marchés boursiers : volatilités implicites**

Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004. 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 principales économies

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
Indices boursiers généralistes								
	WILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
Pic	mars/00	mars/00	mars/00	mars/00	août/00	mars/00	déc./99	août/00
Creux	févr./03	avr./03	mars/03	mars/03	mars/03	mars/03	mars/03	oct./02
Recul global ³	-43.7 %	-79.3 %	-59.5 %	-68.1 %	-59.0 %	-51.1 %	-46.0 %	-43.7 %
fév. 04/pic	-21.0 %	-46.4 %	-43.8 %	-48.0 %	-43.9 %	-38.1 %	-34.0 %	-20.6 %
fév. 04/oct. 03	10.4 %	-0.9 %	12.6 %	16.2 %	11.1 %	8.2 %	3.6 %	13.3 %
CCR au pic ³	30.3	83.6	26.1	22.5	22.2	34.3	25.9	23.8
CCR fév. 04 ³	22.4	38.4	15.3	12.8	16.6	16.3	16.5	18.0
CCR moyen, jan. 90-fév. 04 ³	21.5	51.1	16.5	17.7	15.2	19.4	17.5	19.2
CCR moyen, 1990-2004 ³	17.6	48.7	14.2	17.4	12.5	17.8	15.4	19.2
Télécommunications, médias, informatique¹								
Pic	mars/00	févr./00	mars/00	mars/00	mars/00	mars/00	mars/00	août/00
Creux	oct./02	avr./03	sept./02	oct./02	oct./02	mars/03	sept./02	oct./02
Recul global ²	-75.9 %	-78.4 %	-79.5 %	-86.8 %	-85.3 %	-72.6 %	-80.7 %	-83.7 %
fév. 04/pic	-63.3 %	-71.6 %	-60.7 %	-76.7 %	-73.8 %	-64.1 %	-72.8 %	-70.6 %
fév. 04/oct. 03	8.3 %	-9.1 %	25.0 %	16.1 %	9.2 %	14.1 %	11.8 %	23.7 %
CCR au pic	53.7	180.7	70.1	69.9	68.0	62.3	77.8	54.3
CCR fév. 04	33.7	46.8	23.2	21.1	21.8	20.5	20.7	27.8
CCR moyen, jan. 90-fév. 04	29.5	66.6	22.2	33.8	19.8	21.2	25.2	29.0
CCR moyen, 1990-2004	21.2	49.7	14.3	28.6	13.0	13.6	14.8	27.1
Banques¹								
Pic	janv./01	oct./99	janv./99	août/00	mai/02	nov./00	mai/02	avr./02
Creux	oct./02	avr./03	oct./02	mars/03	oct./02	oct./02	mars/03	oct./02
Recul global ²	-28.1 %	-88.7 %	-49.3 %	-67.7 %	-36.1 %	-54.5 %	-32.7 %	-29.9 %
fév. 04/pic	11.9 %	-55.5 %	2.2 %	-41.8 %	-5.4 %	-35.8 %	-14.8 %	21.1 %
fév. 04/oct. 03	8.0 %	-7.3 %	22.8 %	13.3 %	14.3 %	7.3 %	1.6 %	7.4 %
CCR au pic	18.3	429.9	20.4	15.5	11.2	18.4	16.8	16.4
CCR fév. 04	14.6	81.7	12.5	7.6	11.4	13.8	14.6	15.6
CCR moyen, jan. 90-fév. 04	14.3	104.5	13.3	13.8	10.7	16.3	14.5	12.7
CCR moyen, 1990-2004	11.3	64.4	10.6	13.4	9.5	11.0	14.5	12.5
Assurances¹								
Pic	déc./00	avr./99	janv./01	nov./00	nov./00	nov./00	déc./00	janv./99
Creux	févr./03	mars/03	mars/03	mars/03	mars/03	oct./02	mars/03	oct./02
Recul global ²	-31.8 %	-73.7 %	-62.3 %	-76.1 %	-68.9 %	-51.6 %	-69.0 %	-29.6 %
fév. 04/pic	-2.8 %	7.6 %	-33.6 %	-64.0 %	-47.8 %	-36.8 %	-61.7 %	4.7 %
fév. 04/oct. 03	17.4 %	-0.3 %	24.1 %	12.4 %	16.8 %	12.3 %	7.6 %	13.8 %
CCR au pic	32.1	43.1	21.5	35.1	18.9	31.9	11.7	17.0
CCR fév. 04	18.9	24.2	10.1	7.2	25.3	18.9	20.4	14.7
CCR moyen, jan. 90-fév. 04	18.8	47.7	22.1	35.3	13.7	31.0	25.1	13.5
CCR moyen, 1990-2004	13.9	49.3	24.7	47.7	11.4	33.6	29.2	12.2

1. Indices Datastream.

2. Recul en pourcentage de l'indice boursier concerné, mesuré du pic au creux.

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

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.

Source : Thomson Financial Datastream.

les marchés restent aux alentours de 45 à 50 % en deçà de leurs sommets. Au Royaume-Uni, les cours des actions sont actuellement à plus de 30 % en dessous de leurs sommets, le décalage étant encore de quelque 20 % dans le cas des États-Unis et du Canada. Toutefois, comme ces sommets peuvent être considérés comme exceptionnels, il n'est sans doute guère surprenant que l'on soit encore si éloigné de ces niveaux.

Les bénéfices s'étant inscrits en forte augmentation, les coefficients de capitalisation des résultats (CCR) des indices correspondants ne sont actuellement que légèrement supérieurs à leur moyenne depuis 1990 aux États-Unis et ils sont revenus en dessous de cette moyenne au Japon, dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Canada. Les bénéfices, qui se sont vigoureusement redressés au second semestre de l'an dernier, devraient rester bien orientés, ce qui devrait se traduire par une nouvelle diminution des CCR dont le niveau pourrait ainsi se rapprocher des moyennes antérieures aux États-Unis. Là, les bénéfices ont battu des records au quatrième trimestre, progressant de 28 % en moyenne pour les sociétés de l'indice S&P 500 et ils devraient augmenter de 14 % sur l'ensemble de l'année 2004⁵. Les bénéfices calculés à partir des CCR aux États-Unis ont désormais renoué avec leurs sommets de l'an 2000 et se situent à environ 50 % au-dessus de leur moyenne depuis 1990⁶. Au Japon, en revanche, les niveaux correspondants des bénéfices se trouvent à 35 % en dessous de leur moyenne depuis 1990 contre seulement 6 et 5 % en deçà de cette moyenne dans la zone euro et au Royaume-Uni, respectivement.

Les valeurs technologiques ont aussi poursuivi leur ascension sur les principaux marchés. Ces quatre derniers mois, le rythme de leur redressement aux États-Unis a été légèrement supérieur à celui du marché généraliste et environ deux fois plus rapide dans la zone euro (voir tableau I, qui présente l'évolution d'un secteur un peu plus large, à savoir celui des TMT – télécommunications, médias et technologies de l'information). Au Japon, où le marché dans son ensemble a perdu presque 1 % ces quatre derniers mois, le secteur technologique a perdu 9 % en termes de valorisation boursière. Il est également manifeste que les valeurs

... se rapprochent de leur moyenne historique.

Les valeurs technologiques se redressent et offrent des perspectives généralement positives.

technologiques sont encore plus en retrait par rapport à leurs sommets que d'autres segments du marché. Dans l'ensemble de la zone euro, ce secteur se situe actuellement à quelque 60 % en deçà de son sommet. Cette amélioration est néanmoins relativement plus favorable que les performances des valeurs technologiques ailleurs, notamment les marchés des grands pays de la zone euro. En Allemagne et en France, par exemple, la valorisation du secteur technologique est inférieure de 70 % environ à son sommet de l'an 2000. Il en va de même des secteurs technologiques au Japon, au Royaume-Uni et au Canada. Le récent rebond a été soutenu et amplifié par des grandes opérations de fusion, notamment dans le secteur des TMT⁷. Pour certains observateurs, ces fusions ne sont toutefois pas un signe de croissance, mais la marque d'un effort de réduction des coûts de la part des entreprises concernées dont les effets sur la croissance ne seront pas immédiats.

***Les indices
des valeurs
financières ont
également
fortement
progressé...***

Les indices d'actions des institutions financières ont aussi poursuivi leur hausse ces derniers mois, sur l'ensemble des grands marchés hormis au Japon (tableau 1), où le secteur bancaire est actuellement en retrait de plus de 50 % par rapport à son sommet de la fin 1999. Le secteur japonais des assurances, en revanche, s'est assez bien redressé et il se situe désormais à près de 8 % au-dessus de son précédent sommet. À titre de comparaison, les cours des actions des banques aux États-Unis s'établissent à 12 % au-dessus de leurs maxima du début 2001, alors que dans le cas des compagnies d'assurances, les cours sont encore à quelque 3 % de leur sommet de 2000. C'est dans la zone euro, où le recul a été assez sensible durant la phase de repli (principalement en Allemagne et en France) par rapport aux autres grands marchés, que la progression observée ces quatre derniers mois a été la plus forte, avec une hausse de plus de 20 % pour les banques comme pour les assurances. Alors que cette progression a porté le secteur bancaire de la zone euro légèrement au-dessus de son sommet de janvier 1999, le terrain perdu depuis le pic (de janvier 2001) reste de plus de 30 % pour les sociétés d'assurance, les assureurs de la branche non-vie se comportant mieux que leurs homologues de la branche vie et que les réassureurs.

Dans la plupart des cas, le repli du secteur financier avait été moins sensible que celui du marché en général⁸, mais un recul plus marqué est intervenu plus tardivement dans le cycle de marasme général des marchés d'actions. Avec le recul des cours des actions, les institutions financières avaient commencé à accorder plus de poids aux valeurs à revenu fixe dans leurs portefeuilles, mais le récent rétablissement du marché d'actions qui a contribué au redressement des bilans pourrait bien venir inverser cette tendance. Les résultats de fin d'année publiés par les grandes banques et sociétés d'assurance sont remarquables à cet égard. Au Japon, malgré le recul de l'indice des valeurs bancaires, il semble que les grands établissements aient réalisé des progrès sensibles dans l'assainissement de leur bilan et les ratios des créances non productives s'améliorent, même s'il reste beaucoup à faire sur ce front. La hausse des valorisations des actions a aussi contribué au renforcement des bilans et à la diminution des déficits de financement des fonds de pension à prestations définies des sociétés, qui s'étaient parfois fortement creusés durant la phase de repli du marché.

À plus longue échéance, on ne sait pas si le climat va rester aussi favorable aux institutions financières qu'il l'a été ces derniers temps. La forte hausse des marchés d'actions pourrait s'atténuer pour renouer avec un rythme plus normal, et les taux à court terme n'ont guère de chances de rester aussi faibles qu'ils le sont actuellement. Si les courbes des taux viennent à s'aplatir, on risque d'assister à un tassement des bénéfices des institutions qui dépendent dans une large mesure des écarts de rémunération. Un renchérissement des taux d'intérêt susciterait aussi un repli des opérations de prêt et de refinancement hypothécaires. Or, cette activité a été très rentable durant la période de baisse et de faiblesse sans précédent du loyer de l'argent, en particulier pour les banques aux États-Unis et au Royaume-Uni. Phénomène plus positif, au Royaume-Uni et au Japon, une hausse des taux d'intérêt parallèlement à de nouvelles augmentations des cours des actions pourraient aider les sociétés d'assurance à résorber les décalages persistants entre leurs rendements courants et ceux qu'elles garantissent.

... et les institutions financières retrouvent leur bonne santé...

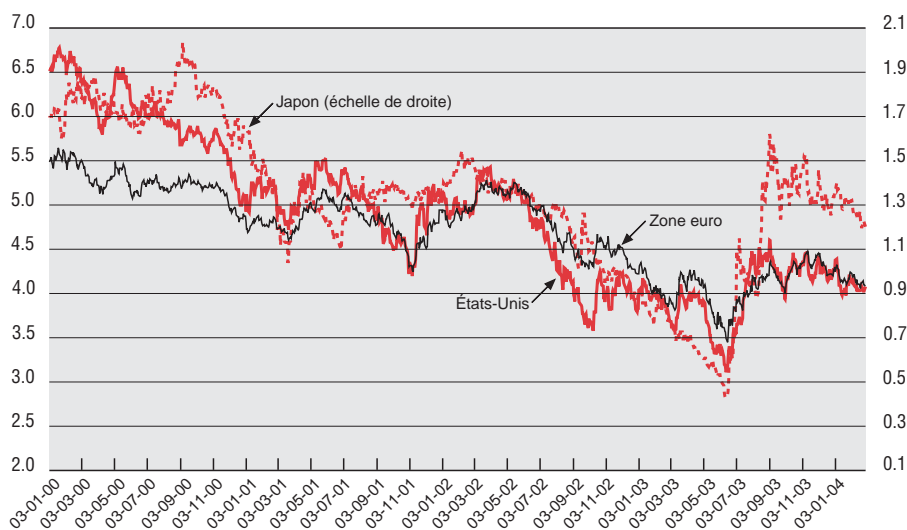
... mais l'évolution sur le front des taux d'intérêt ne va pas sans risques.

III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

Les conditions de financement sur les marchés obligataires restent favorables...

Les rendements obligataires qui étaient redescendus à des creux historiques au milieu de l'an dernier, ont depuis lors regagné une partie du terrain perdu, mais restent historiquement faibles. Le rendement des obligations d'État à dix ans se situe actuellement légèrement au-dessus de 4 % aux États-Unis ainsi que dans la zone euro et au-dessus de 1 % au Japon (graphique 3). Cette déconnexion partielle entre les marchés d'actions et d'obligations traduit aussi la présence persistante de liquidités relativement considérables à la recherche de meilleurs rendements. Cette dernière, associée au regain de confiance des investisseurs, a aussi entraîné de nouveaux reculs des écarts de rémunération des obligations de société ces derniers mois. Les écarts appliqués aux obligations de la catégorie investissement comme aux obligations à haut rendement aux États-Unis et dans la zone euro sont en effet descendus à des niveaux d'une faiblesse historique durant la deuxième quinzaine de

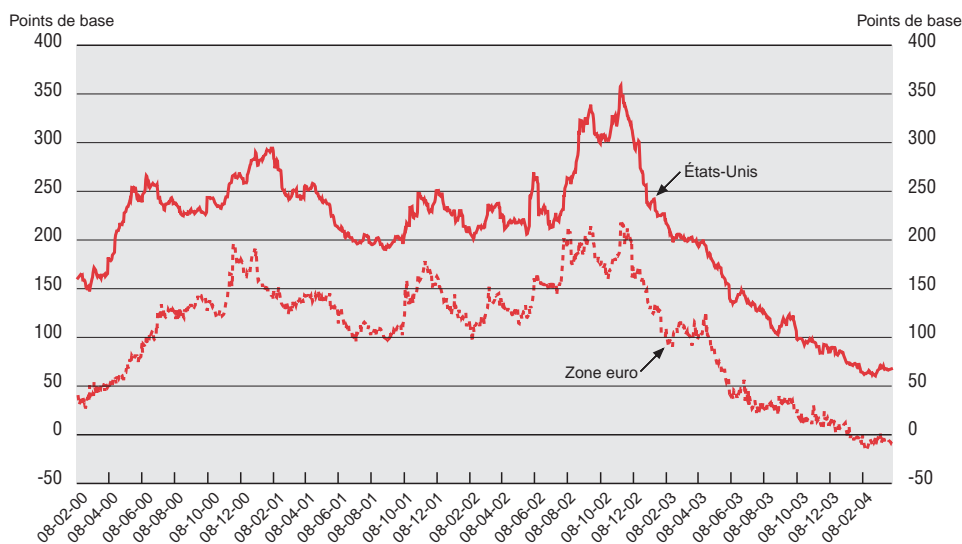
Graphique 3. Rendements des obligations d'État de référence à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004.
Source : Thomson Financial Datastream.

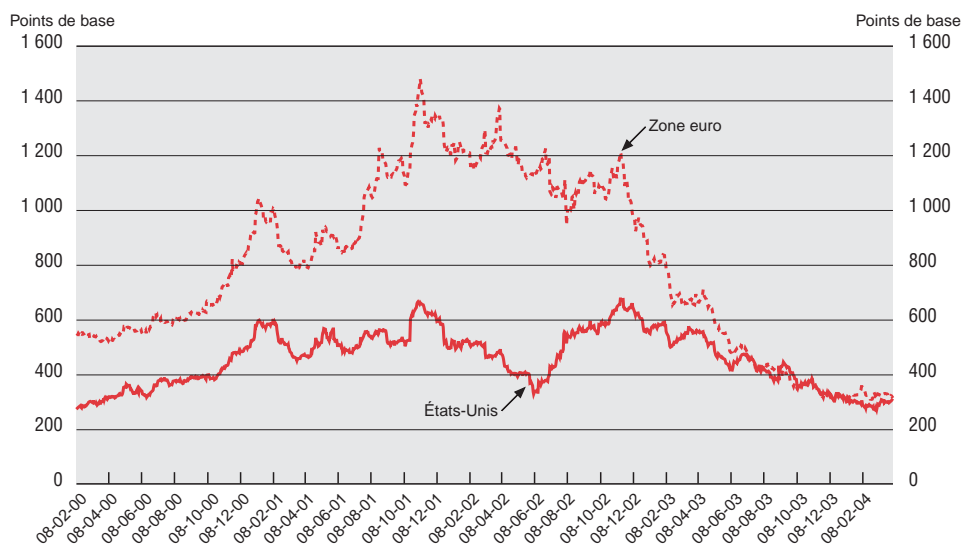
janvier qu'ils n'ont guère quittés depuis lors (graphiques 4 et 5). Ces conditions de financement favorables, auxquelles il faut ajouter la conviction qu'elles seront éphémères, ont contribué au redressement des émissions. Selon certains observateurs, le marché européen des obligations à haut rendement est devenu plus risqué car les sociétés moins bien notées sont revenues sur le marché. L'an dernier, 18 % des émissions de la catégorie spéculative, ont été notées B- ou en deçà, contre 8 % l'année précédente⁹. Le marché reste dynamique et la rémunération des obligations européennes à haut rendement a atteint un creux historique en janvier, car les écarts par rapport aux obligations mieux notées ont continué de se resserrer dans des proportions considérables. En Italie, même si l'on aurait pu penser que le scandale Parmalat aurait effrayé les investisseurs et les aurait détourné du marché italien, les récentes émissions du secteur des télécommunications ont pu être placées à d'assez faibles taux.

Graphique 4. **Écarts de rémunération des obligations de sociétés**



Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004. 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 5. **Écarts de rémunération des obligations à haut rendement**

Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004. 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.

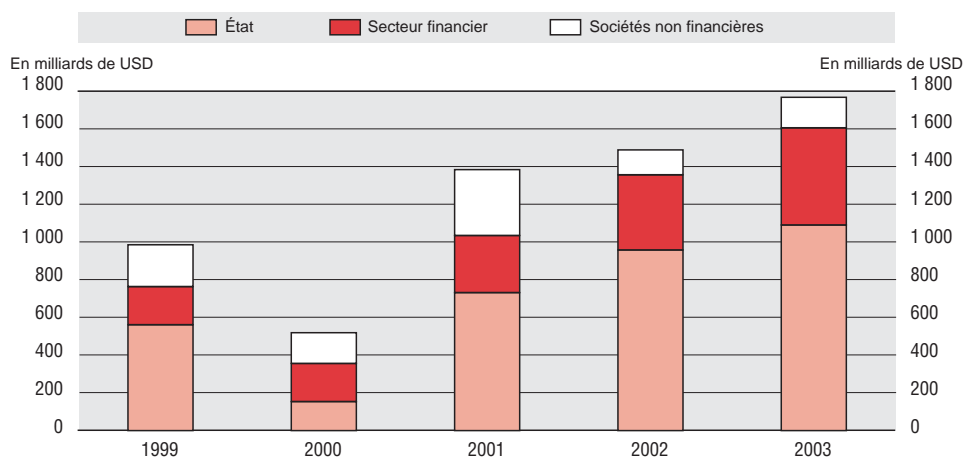
... et les émissions demeurent considérables, notamment pour les obligations d'État.

Les émissions de titres d'État ont également augmenté l'an dernier, notamment aux États-Unis, ce qui traduit les besoins de financement du gouvernement fédéral¹⁰ (graphiques 6 et 7). Les gouvernements asiatiques ont été les principaux acquéreurs de ces titres et on estime qu'ils détiennent désormais un quart de l'encours des titres négociables du Trésor des États-Unis. Les émissions des sociétés financières et non financières ont également progressé l'an dernier, sous l'impulsion d'émissions libellées en euro.

Les taux directeurs des banques centrales demeurent faibles...

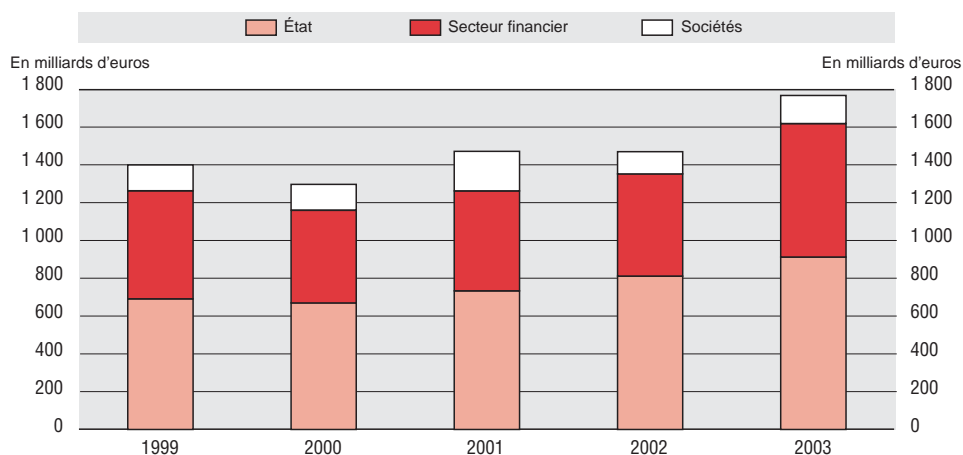
Dans le compartiment des échéances courtes, les grandes banques centrales ont maintenu leur politique de modération des taux d'intérêt, car les tensions inflationnistes ne leur paraissent pas devoir menacer pour le moment leurs objectifs d'augmentation du niveau des prix. La faiblesse des taux d'intérêt a apporté un plus au redressement de l'activité économique. Aux États-Unis, l'objectif de taux des fonds fédéraux est resté à son niveau historique seulement

Graphique 6. **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.

Graphique 7. **Marchés des obligations libellées en euros :
volumes émis par type d'émetteur**
En milliards d'euros

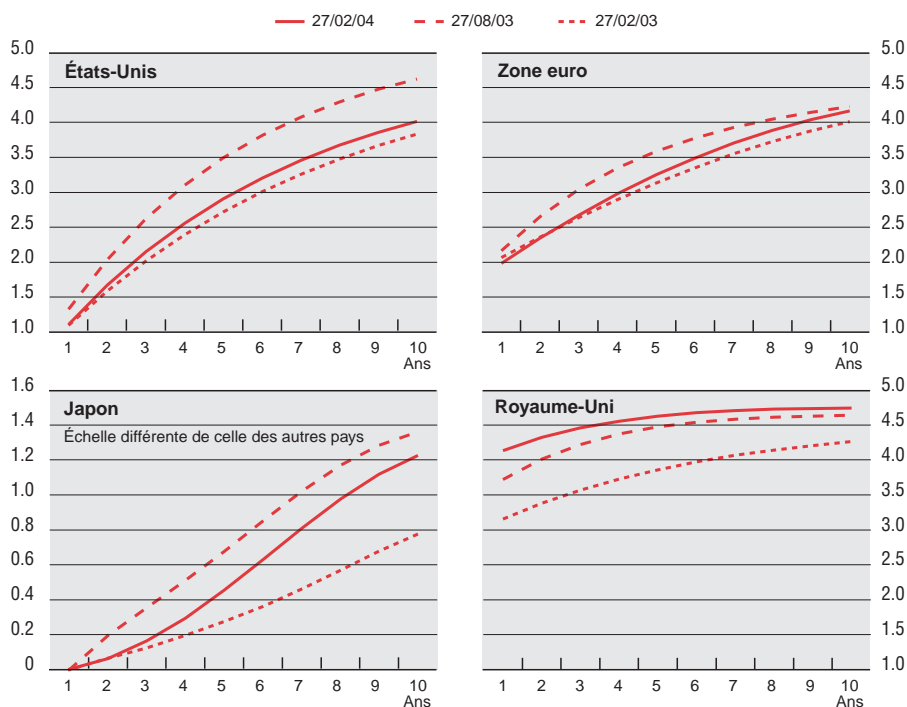


Note : Les émissions de titres "d'État" comprennent les obligations des organismes d'intérêt public, des États, des municipalités, régions, villes et organismes supranationaux. Les émissions du secteur "financier" comprennent les titres adossés à des actifs, les obligations émises par des institutions 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 Cédulas hipotecarias en Espagne, etc.

Source : Commission européenne (DG ECFIN).

de 1 % depuis la fin juin 2003 et un assouplissement supplémentaire des conditions monétaires est venu de la forte baisse du dollar. La Banque centrale européenne (BCE) qui avait ramené son principal taux de refinancement à 2 % au début de juin 2003, ne l'a pas modifié depuis lors. Cela étant, la hausse de l'euro s'est traduit par un durcissement de fait des conditions monétaires. La Banque du Canada a réduit en deux temps son taux cible du financement à un jour, d'abord de 25 points de base le 20 janvier, avant de le ramener à 2.25 % le 2 mars. En dehors de l'absence de véritables tensions sur l'inflation sous-jacente et de l'écart de production plus important que prévu, c'est l'appréciation du dollar canadien, qui s'est de fait traduit par un durcissement des conditions monétaires, qui a constitué l'un des

Graphique 8. Courbe des taux



Note : Moyennes mensuelles des données quotidiennes.
Source : Thomson Financial Datastream.

principaux arguments invoqué à l'appui de cette décision. Même si les taux courts ont évolué, la pente des courbes des taux est restée relativement forte, ce qui reflète les perspectives généralement positives (graphique 8). Parmi les grandes banques centrales, seule la Banque d'Angleterre a relevé de 25 points de base le taux de ses prises en pension pour le porter à 4 % au début de février, en indiquant que la croissance de la production au Royaume-Uni avait été supérieure à son rythme tendanciel au second semestre de l'an dernier et que, par la suite, la croissance attendue allait sans doute se redresser progressivement à moyen terme.

Dans l'immédiat, les intervenants sur le marché s'attendent à une hausse des taux d'intérêt à court terme dans les principales économies. Selon les informations relatives aux taux d'intérêt implicites à terme et aux contrats à terme, on s'attend à un redressement des taux courts à un moment ou un autre du deuxième trimestre de cette année aux États-Unis et un peu plus tard dans l'année en ce qui concerne la zone euro – conformément au retard de la reprise économique par rapport aux États-Unis (graphique 9). Pour le Royaume-Uni, les marchés indiquent une forte probabilité de nouvelle hausse des taux courts au premier trimestre de cette année. Au Canada, les taux courts ne devraient pas se redresser avant la fin de l'année. Au Japon, compte tenu de l'extrême faiblesse du loyer de l'argent, les données sur les taux d'intérêt sont plus difficiles à interpréter. Néanmoins, les contrats à terme et les taux implicites à terme permettent de penser que les marchés s'attendent pour cette année à un premier redressement modeste des taux courts qui pourrait s'accroître en 2005, ce qui reflète l'amélioration sensible des perspectives de l'économie japonaise.

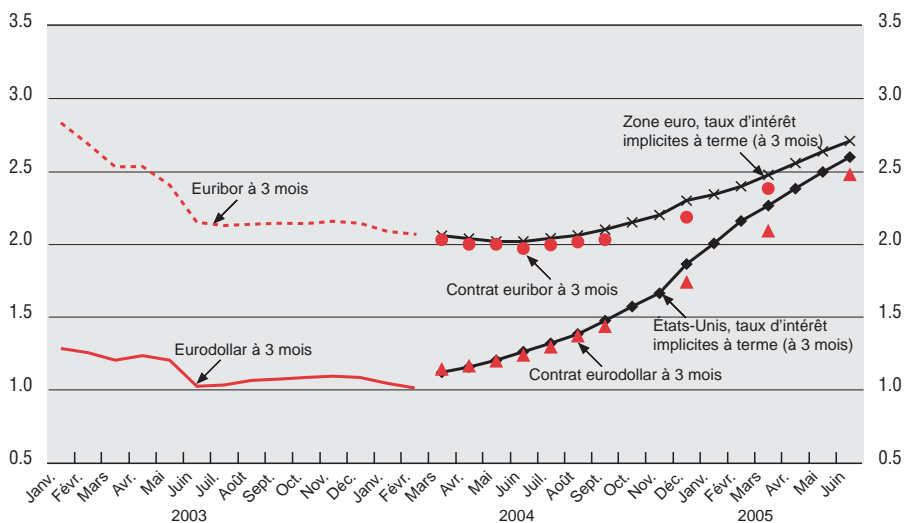
*... mais
ils devraient bientôt
augmenter.*

IV. Marchés des changes

L'an dernier, le dollar a enregistré un recul de quelque 15 % en termes pondérés des échanges commerciaux et d'environ 20 % vis-à-vis de l'euro, mouvement qui s'est poursuivi durant les deux premiers mois de cette année (graphique 10). En novembre 2003, l'euro avait retrouvé sa valeur de lancement (de janvier 1999) par rapport au billet vert et il a

*Le dollar poursuit
sa baisse...*

Graphique 9. États-Unis et zone euro – taux implicites à terme et taux des contrats à terme



Note : Données au 27 février 2004. 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).

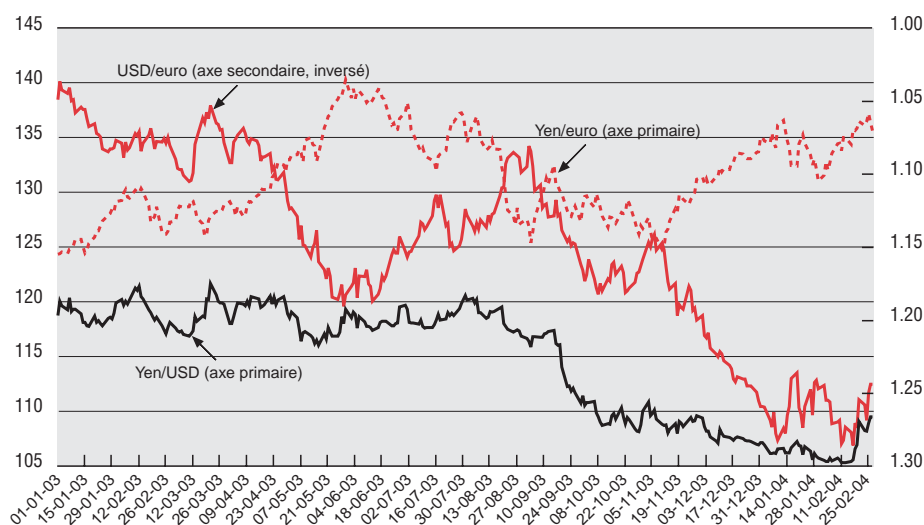
Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

atteint son record absolu vers la mi-février, tandis que l'instabilité du cours de change de la monnaie européenne contre le dollar augmentait sensiblement. Le yen, qui s'était apprécié par rapport au dollar de la mi-septembre à la mi-octobre de l'an dernier, a continué un peu sur cette lancée jusqu'à la mi-février, avant de revenir rapidement à son niveau de décembre.

... et l'instabilité s'est accrue...

Ce renversement de tendance et la nouvelle baisse du dollar sont intervenus peu après la dernière réunion du G7 qui s'est tenue les 7 et 8 février. La déclaration finale de la réunion a relevé que l'instabilité excessive et les mouvements désordonnés des cours de change n'étaient pas souhaitables, même si une plus grande flexibilité ne nuirait pas aux monnaies qui en manquent actuellement. La première partie de cette analyse a été interprétée par certains

Graphique 10. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004.

Source : Thomson Financial Datastream.

observateurs dans le sens où une nouvelle appréciation de l'euro par rapport à la monnaie américaine n'était pas souhaitable et finirait par déclencher des interventions des banques centrales concernées, tandis que la seconde partie est apparue à d'autres observateurs comme une suggestion faite au Japon et à d'autres pays asiatiques pour qu'ils laissent leurs monnaies s'apprécier vis-à-vis du dollar. Apparemment, les marchés ont testé la validité de ces affirmations, ce dont témoigne l'instabilité accrue sur les marchés de changes.

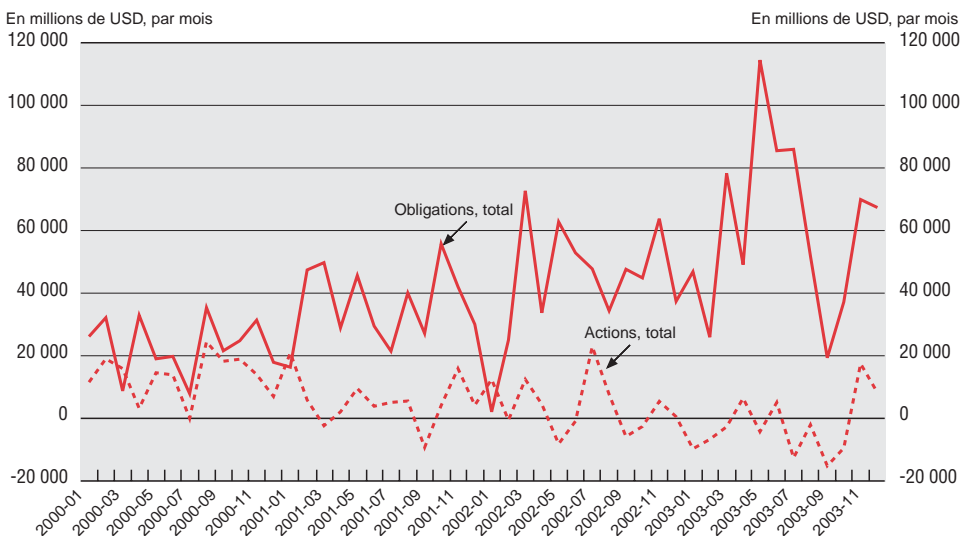
De nombreux observateurs du marché avaient prédit qu'une baisse du dollar serait nécessaire compte tenu du gonflement brutal du déficit américain des paiements courants, même si le moment où cette baisse interviendrait était très incertain. Jusqu'ici, la baisse du billet vert ne s'est toutefois pas traduite par une inversion marquée de l'évolution du déficit des paiements courants, lequel a atteint 5 % environ du PIB des États-Unis. La confiance des investisseurs dans les actifs américains reste pourtant importante et les entrées de capitaux aux États-Unis sont demeurées fortes.

... mais la monnaie américaine reste intéressante pour les investisseurs.

Cela étant, le chiffre de 75.7 milliards USD du mois de décembre 2003 a marqué un léger repli par rapport au résultat du mois de novembre (87.5 milliards USD) et ces entrées nettes ont diminué pour les placements en obligations aussi bien qu'en actions (graphique 11). Néanmoins, ces entrées de fonds restent largement suffisantes pour financer le déficit américain des paiements courants, financement dont on estime qu'il nécessite l'entrée de 45-50 milliards USD de capitaux par mois. Jusqu'ici, le dollar s'est principalement replié vis-à-vis de l'euro, tandis que le yen et les autres monnaies asiatiques n'ont guère progressé ou sont restés stables par rapport à la monnaie américaine. Même si l'impact de la vigueur de l'euro est déjà ressenti par certains exportateurs de la zone euro, jusqu'ici les exportations de cette zone ont été moins affectées que prévu et, même si elles ont diminué de 4 à 8 % du troisième au quatrième trimestre de 2003¹¹, la plupart des sociétés concernées se sont mieux comportées que les investisseurs l'avaient prévu.

Graphique 11. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par catégorie**

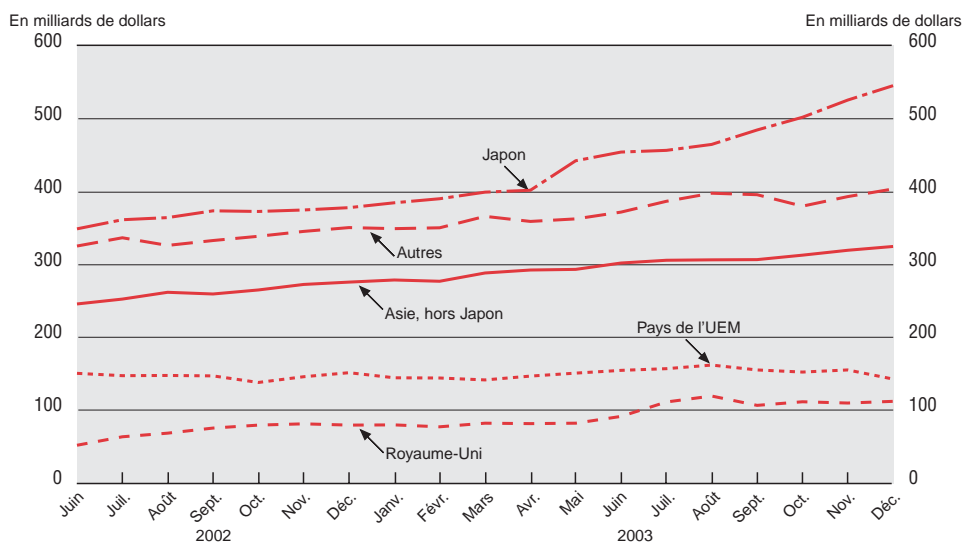
En millions de dollars des États-Unis



Jusqu'ici, les principales monnaies asiatiques ne se sont pas dépréciées, à tout le moins pas de façon sensible, par rapport au dollar. Pour maintenir ces cours de change, les banques centrales de la région sont intervenues de façon répétée sur les marchés de changes au cours des deux dernières années. En conséquence, leurs réserves de change ont progressé de quelque 750 milliards USD pour s'établir à 2 000 milliards USD environ, principalement sous forme d'avoirs en dollars (réserves auxquelles il faut ajouter les portefeuilles de titres d'État américains détenus par des investisseurs privés, graphique 12). Comme l'excédent des paiements courants de la zone euro devrait se situer aux alentours de 50 milliards USD cette année et que l'excédent cumulé de la région Asie Pacifique est de 238 milliards USD, on peut penser que de nouveaux ajustements des cours de change devront également être supportés par ces dernières économies si les États-Unis venaient à réduire leur déficit

**L'essentiel
de l'ajustement
continue d'être
supporté par l'euro.**

Graphique 12. **Principaux détenteurs étrangers de titres du Trésor des États-Unis**
En milliards de dollars des États-Unis



Note : Les portefeuilles sont exprimées aux valeurs en fin de mois. Dans ce graphique, l'UME réunit les pays suivants : Allemagne, Italie, France, Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, Espagne et Irlande.

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

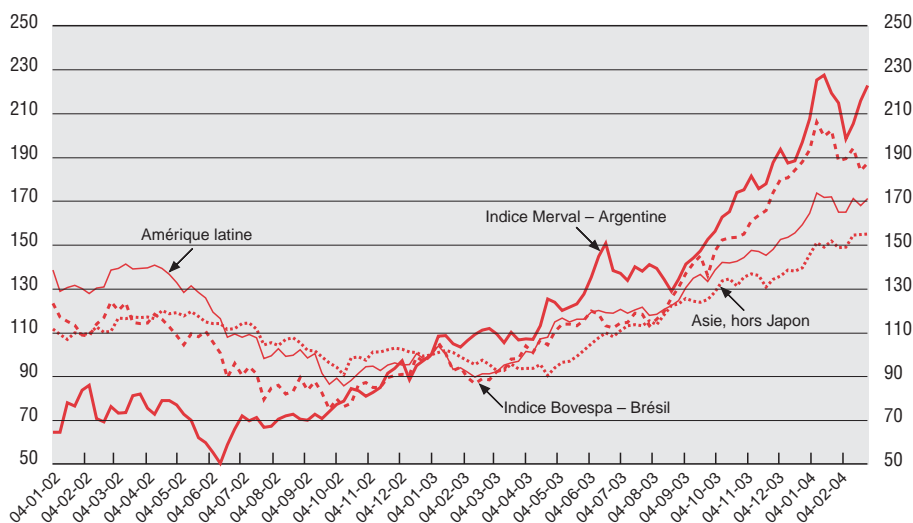
de 585 milliards USD¹². Pour l'heure, un nouvel ajustement du dollar sera sans doute retardé par des opérations de couverture. On perçoit en effet des signes d'augmentation des opérations sur les produits dérivés de change, notamment sur le couple dollar-euro, ce qui tend à montrer qu'une partie des pertes des exportateurs ont été compensées par leurs positions vendeuses à terme contre dollar¹³. Néanmoins, cet obstacle à l'ajustement du billet vert est sans doute mineur, car la plupart des contrats de couverture sont à court terme et, compte tenu de la forte instabilité actuelle du marché, des opérations de couverture à long terme seraient trop onéreuses pour la plupart des sociétés.

V. Économies émergentes

*Les perspectives
des marchés
émergents tendent
à s'améliorer...*

L'an dernier, les actifs des marchés émergents ont figuré parmi les plus performants (graphique 13). La volatilité des marchés émergents s'étant atténuée, de nombreux investisseurs, notamment les fonds de pension américains, ont

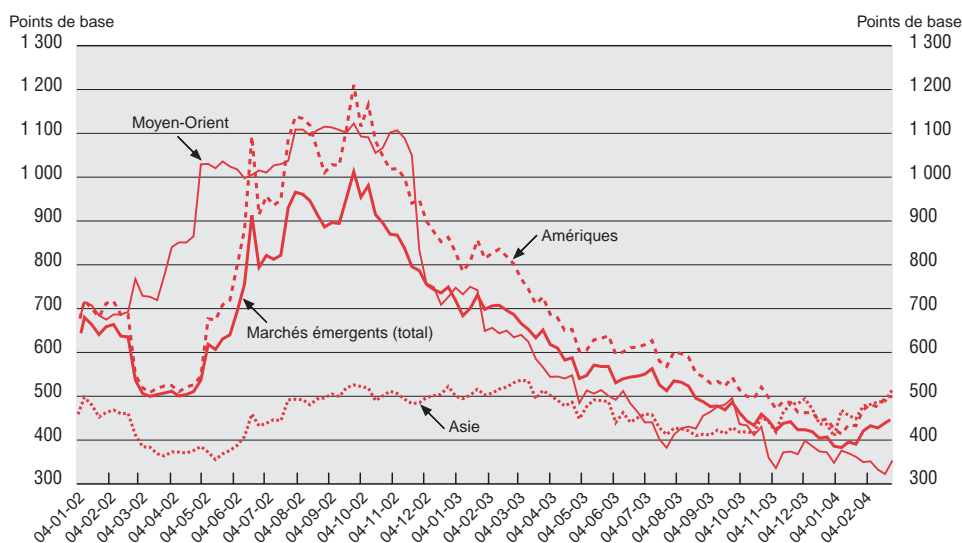
Graphique 13. **Performances boursières de quelques économies émergentes**
Indices boursiers, base 100 au 3 janvier 2003



Note : Données hebdomadaires jusqu'au 27 février 2004.
Source : Thomson Financial Datastream.

ajouté de tels actifs dans leurs portefeuilles dans un souci de diversification et d'amélioration des rendements. Les rendements des titres d'emprunt des marchés émergents se situent aux alentours de 30 %, contre 2.2 % pour les titres du Trésor américain. Cette tendance aux placements sur ces marchés pourrait bien s'amplifier, d'autant que les perspectives économiques des régions en développement paraissent positives et que la réforme des bourses de valeurs et l'adoption de règles comptables plus strictes contribuent à une amélioration de la notation des risques. Les conditions favorables de la demande – ainsi que l'attente d'un relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis – ont donné lieu à un gonflement des émissions de titres d'emprunt des marchés émergents au mois de janvier. Malgré cette offre abondante, les écarts de rémunération des indices obligataires des marchés émergents par rapport aux titres d'État américains sont descendus à des niveaux d'une rare faiblesse et ils ne se sont légèrement redressés que tout récemment (graphique 14).

Graphique 14. **Écarts de rémunération des obligations des marchés émergents**



Note : Données hebdomadaires jusqu'au 27 février 2004. 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.

... en Asie... Ces performances positives doivent beaucoup à l'évolution observée en Asie, région qui a connu la plus forte expansion en 2003 (hors Japon). Les économies asiatiques connaissent en outre une plus forte intégration et leur croissance repose désormais moins sur la demande extérieure, ce qui peut constituer un avantage lorsque des ajustements des cours de change s'imposeront.

... en particulier en Chine... L'expansion dans la région a surtout été stimulée par l'économie chinoise dont le rythme annuel de croissance s'est établi en moyenne aux alentours de 8 % ces trois dernières années. Toutefois, ce dynamisme économique doit être mis en regard de l'extrême fragilité du système financier chinois, dont les banques sont plombées par des volumes considérables de créances non productives. Le plan que vient de lancer le gouvernement en faveur de l'assainissement de leurs bilans pourrait apporter un certain répit. Il convient en outre de noter que les mesures de neutralisation des entrées de dollars destinées à éviter les tensions inflationnistes qu'elles suscitent perdent de leur efficacité, comme en témoigne l'inflation larvée et le gonflement de la masse monétaire et du crédit¹⁴.

... ainsi qu'en Amérique latine. Les résultats positifs des économies latino-américaines – la région devrait connaître une croissance d'environ 4 % en 2004 – ont été favorisés par le redémarrage de l'économie américaine, la cherté des matières premières et les bonnes conditions de financement. En Argentine, dont la dette est estimée à plus de 160 milliards USD, les renégociations en cours ouvrent la voie à un redressement après l'effondrement financier et la cessation de paiements de 2001, bien que le récent durcissement de l'attitude du gouvernement à l'égard des créanciers, qui ont perdu jusqu'à 90 % de leur investissement¹⁵, risque de retarder le retour de l'Argentine sur les marchés financiers mondiaux et lui interdire d'accéder aux ressources financières dont elle a besoin. Au Brésil, dont le gouvernement réussit assez bien à réformer l'économie, la dette est dans une large mesure liée au dollar des États-Unis et au niveau international des taux d'intérêt. Même si cela donne confiance aux investisseurs, cela rend l'économie locale vulnérable à l'instabilité des marchés de changes et à un renchérissement des taux d'intérêt. Les

indices des cours des actions argentin (Merval) aussi bien que brésilien (Bovespa) ont subi un recul sensible ces dernières semaines, mais ils restent à des niveaux élevés et très supérieurs à leurs creux de 2001 et 2002, et ils continuent de mieux se comporter que l'indice global des marchés latino-américains (graphique 13).

VI. Élargissement de l'Union européenne

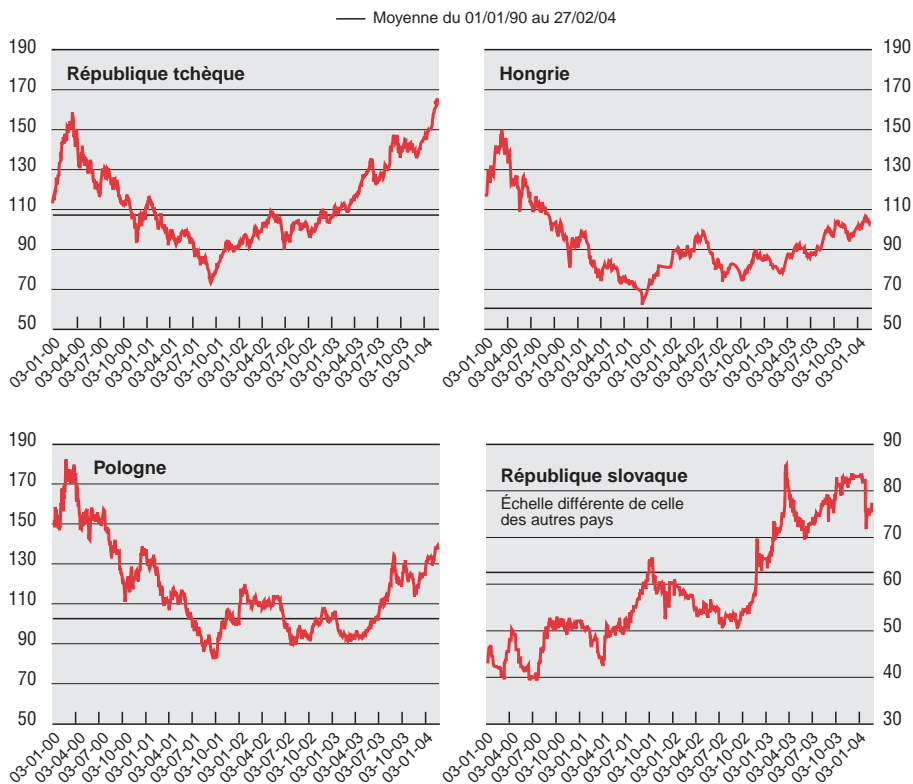
Le 1^{er} mai 2004, dix pays vont entrer dans l'Union européenne¹⁶, dont quatre (Hongrie, Pologne, République tchèque et République slovaque) sont membres de l'OCDE. Les pays adhérents ont encore un certain nombre de défis à relever, mais les réformes du marché financier dans le cadre des préparatifs d'adhésion ainsi que l'amélioration de la confiance des investisseurs ont apporté plus de stabilité et de prospérité sur leurs marchés de capitaux. Ces derniers mois, l'évolution des marchés boursiers des principaux pays adhérents a déjà été très conforme à celle des marchés des États-Unis et de l'UEM (graphique 15). Même si l'euphorie des investisseurs risque d'aboutir à une surchauffe dans les nouveaux pays membres de l'UE, il semble peu probable que l'on assiste à des phénomènes extrêmes, car l'impact d'une telle surchauffe serait atténué par la perspective de mesures de stabilisation découlant de l'adhésion à l'UE. Les pays adhérents peuvent donc espérer tirer de nouveaux avantages de leur stabilisation financière ainsi que du renforcement de leur secteur financier et de ses institutions.

Les monnaies de la plupart des pays adhérents se sont stabilisées durant la période transitoire (graphique 16), ce qui a aussi produit des effets positifs pour la sphère réelle de leur économie. Nombre de ces pays ont déjà arrimé leur taux de change sur l'euro, mais certains conservent la possibilité de plus amples ajustements¹⁷. Bien que l'on puisse s'attendre à une stabilisation supplémentaire de ces monnaies une fois qu'ils seront entrés dans l'UE, aucun de ces pays ne deviendra automatiquement membre de l'Union économique et monétaire (UEM)¹⁸. Leur intégration dans l'UEM va dépendre du rythme de convergence de chacun de ces pays. Néanmoins, comme le prévoient les documents

Les perspectives d'adhésion à l'UE ont stimulé les marchés de capitaux en Europe orientale...

... et ont contribué à la stabilisation des cours de change des pays adhérents...

Graphique 15. Principaux marchés boursiers des PECO
Indices du marché total, base 100 au 1^{er} janvier 1998

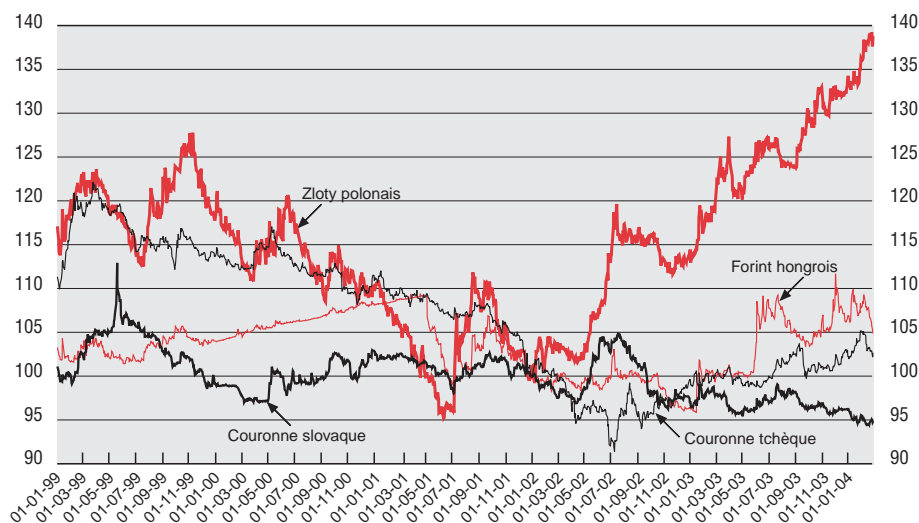


Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004. Indices du marché total de Datastream ; pour la République slovaque : Indice Nomura.

Source : Thomson Financial Datastream.

d'adhésion, les nouveaux États membres « s'engageront à mettre tout en oeuvre pour adopter à terme l'euro »¹⁹ et à adhérer à un certain moment au Mécanisme de change européen II (MCE II)²⁰. Les pays adhérents ne pourront adopter l'euro qu'une fois qu'ils auront satisfait aux critères de convergence du Traité de Maastricht²¹. Même si certains pays ont connu une forte hausse de leur monnaie sous l'effet d'entrées de capitaux et s'ils ont remédié à l'instabilité liée à ces entrées de fonds en ajustant leurs dispositifs et

Graphique 16. **Cours de change de quelques pays en cours d'adhésion à l'UE**
Vis-à-vis de l'euro, indices, base 100 en janvier 2002



Note : Données quotidiennes jusqu'au 27 février 2004.

Source : Thomson Financial Datastream.

leurs institutions, d'autres vont rester exposés à de tels phénomènes (suscités par la libéralisation de l'accès aux marchés financiers et par l'optimisme des investisseurs).

Bien que des mesures considérables de réforme aient été mises en œuvre dans les pays adhérents (il convient également de mentionner les réformes tendant à accorder aux banques centrales leur indépendance à l'égard du gouvernement), nombre de ces pays ont encore beaucoup à faire pour rattraper complètement les autres pays de l'UE. Par exemple, les secteurs bancaires de nombreux pays adhérents restent en deçà de la moyenne de l'UE. Alors que dans les pays adhérents, le rapport entre les crédits bancaires au secteur privé et le PIB est généralement de l'ordre de 30 à 40 %, ce ratio s'établit aux alentours de 100 % dans les pays faisant déjà partie de l'UE. Toutefois, l'expérience de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne ou de la Grèce, dont le ratio du crédit au PIB était également faible il

**... mais il faudra
procéder
à de nouveaux
ajustements.**

y a une dizaine d'années, montre que le processus de rattrapage peut être accéléré par l'intégration dans l'UE et sera encore amplifié par une future adhésion à l'UEM, lorsque, par exemple, l'émission de titres libellés en euro deviendra possible pour les nouveaux membres. Les réformes des régimes de retraite allant dans le sens d'une gestion privée des fonds, va également contribuer au développement des marchés de capitaux en en améliorant la profondeur et la liquidité.

Notes

1. Bien qu'en hausse en janvier, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board pour les États-Unis s'est cependant inscrit en repli sensible en février 2004 et il en va de même des indices de confiance des consommateurs européens. De même, l'indice de confiance des chefs d'entreprise allemands publié par l'Ifo a connu un recul en février, ce qui traduit les anticipations de détérioration du climat des affaires dans les six mois qui viennent.
2. Les chiffres publiés à la mi-février montrent que le PIB du Japon a progressé de 7 % en rythme annuel du troisième au quatrième trimestre de 2003 et de 2.7 % sur l'ensemble de l'année 2003.
3. Le groupe Parmalat, qui comprend quelque 250 sociétés implantées dans plus de 30 pays, représente environ 8.5 % de la capitalisation boursière totale de l'Italie. L'affaire porte sur des pratiques comptables frauduleuses, des faux en écritures, une action concertée en vue de commettre des fraudes ainsi que d'autres actes délictueux. Les pertes cumulées du groupe sont actuellement estimées aux alentours de 14.5 milliards d'euros, soit plus de 1 % du PIB italien et plusieurs grandes banques sont impliquées dans l'affaire.
4. Selon un sondage mondial, 30 % des personnes interrogées devraient investir plus en bourse en 2004, contre 7 % seulement qui comptent investir moins (The Economist, 2003, *The World in 2004*, The Economist Newspaper Ltd). Ces chiffres proviennent d'une enquête en ligne réalisée du 12 au 15 septembre 2003 qui a donné lieu à 1 702 réponses provenant du monde entier, dont près de la moitié d'Amérique du Nord, 22 % de la zone Asie Pacifique, 21 % d'Europe et 10 % du reste du monde.
5. D'après une estimation de Thomson First Call.
6. Ces calculs reposent sur l'indice du marché total de Datastream et les coefficients de capitalisation des résultats correspondants. La moyenne des bénéfices implicites (égale à l'inverse de l'indice des prix divisé par le coefficient de capitalisation des résultats) depuis 1990 est de 30 % environ pour les États-Unis et sa valeur actuelle (à la mi-février 2004) est de l'ordre de 45.
7. Par exemple, Cingular Wireless, qui a réussi son OPA sur AT&T Wireless, a proposé un prix de rachat de 41 milliards USD, soit une prime plus de 25 %. En outre, Comcast a envisagé, sans succès jusqu'ici, une OPA sur Disney.
8. Les temps paraissaient particulièrement difficiles en 2002, les réserves s'épuisant alors qu'elles avaient déjà été mises à rude épreuve par les lourdes pertes résultant des attentats terroristes et des catastrophes naturelles.
9. Standard & Poor's, cité par le Wall Street Journal Europe, 26 janvier 2004, p. M1.

10. Le budget américain est passé d'un excédent de l'ordre de 1.5 % du PIB en 2000 à un déficit estimé à quelque 5 % du PIB pour 2004, déficit qui devrait rester élevé dans les prochaines années (Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE ; ces chiffres font référence aux besoins d'emprunt du gouvernement).
11. D'après une estimation de J.P. Morgan Chase.
12. Les chiffres sont tirés des Consensus Forecasts de février 2004. Pour la zone euro, l'excédent des paiements courants est estimé à 35.4 milliards USD pour 2003 et 49.7 milliards USD pour 2004 ; dans le cas de la région Asie Pacifique (qui comprend le Japon et onze autres pays) les chiffres sont de 234 milliards USD pour 2003 et 238 milliards USD pour 2004 ; en fin, ils sont de -549 milliards USD pour 2003 et -585 milliards USD pour 2004 dans le cas des États-Unis.
13. Déposition semestrielle sur la politique monétaire du président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, M. Alan Greenspan, devant la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants, 11 février 2004.
14. On peut percevoir certains indices de changement de régime (changement également suscité par des problèmes de sous-financement du système de sécurité sociale) dans le fait que le gouvernement envisager actuellement de permettre à certaines caisses de sécurité sociale et sociétés d'assurance d'investir en dehors de la Chine continentale, bien que les montants envisagés soient faibles (480 à 610 millions USD, soit 3-4 % du total des réserves du système de sécurité sociale) et que les investissements ne pourront dans un premier temps se faire qu'à Hong Kong.
15. Le président argentin, Nestor Kirchner, avait proposé aux créanciers privés du pays des obligations nouvelles assorties d'une prime d'émission de 75 %, alors que, compte tenu des intérêts de retard et des risques inhérents à ces nouvelles obligations, les détenteurs d'obligations subissent une décote de 90 %.
16. Les États membres de l'Union européenne et les candidats à l'adhésion sont convenus en décembre 2002 de l'admission de 10 nouveaux membres dans l'Union. Le traité d'adhésion a été signé en avril 2003. Les pays adhérents sont Chypre, Malte, la Hongrie, la Pologne, la République slovaque, la Lettonie, l'Estonie, la Lituanie, la République tchèque et la Slovaquie.
17. L'Estonie et la Lituanie ont adopté un régime de caisse d'émission, ce qui constitue la forme la plus stricte d'arrimage du taux de change.
18. Toutefois, les banques centrales des pays adhérents seront membres dès le 1^{er} mai 2004, du Système européen de banques centrales.
19. BCE (2003), *Position de principe du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents* (18 décembre).
20. Le MCE II est un mécanisme multilatéral de parités fixes mais ajustables comportant un taux pivot et une marge de fluctuation normalisée de $\pm 15\%$ qui s'est substitué au Système monétaire européen créé en 1979. Il a été établi par une résolution du Conseil européen du 16 juin 1997 en vue d'arrimer à l'euro les monnaies des États membres ne faisant pas partie de la zone euro.
21. Ces critères, qui ont été initialement définis pour l'adoption de l'euro par les États membres actuels, imposent des limites en ce qui concerne les finances publiques, l'inflation, les taux d'intérêt et la stabilité des cours de change (avec une période minimale de participation au MCE II.).