

Notes

1. After adjusting for special factors such as bad-loan write-offs, currency fluctuations and securitisations, the Bank of Bank of Japan figures showed August lending 0.2 per cent higher than a year before, at JPY 386,990 billion.
2. On 5 May 2005 Standard and Poor's downgraded the debt ratings of US automakers General Motors Corp. and Ford Motor Co. below investment grade, and Moody's Investors Service followed suit on August 25, by downgrading both auto producers to junk status.
3. The term was coined in Remarks by Governor Ben S. Bernanke, *The Global Saving Glut and the US. Current Account Deficit*, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, on 10 March 2005.
4. See JPMorgan Research (2005), *Corporates are driving the global saving glut*, J.P. Morgan Securities Ltd, June 24.
5. According to information from the European Commission, the surge in issuance by financial institutions and by non-financial corporations in June 2005 seems to be mainly related to the implementation deadline of 1 July 2005 for the new EU Directive on prospectuses, which will require most companies to update their borrowing programmes before returning to the market.
6. ISDA – International Swaps and Derivatives Association, Inc. (2005), *ISDA Mid-Year 2005 Market Survey*, New York, ISDA (also available at www.isda.org). The ISDA survey covers both credit default swaps and synthetic collateralised debt obligations.
7. Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, September 2005.
8. Total inflows into the United States in equity, which consist of foreign purchases of US stocks as well as sales of foreign equity held by US residents, amounted to USD 512 billion for the January-July 2005 period, and to USD 469 billion in 2004 (monthly averages). In comparison, total inflows in bonds amounted to USD 1 183 billion for the January-July 2005 period, and to USD 1 065 billion in 2004 (monthly averages).
9. According to the recent IMF *World Economic Outlook* (September 2005), GDP growth for the group of emerging market countries was slightly revised upwards to 6.4 per cent in 2005 and 6.1 per cent in 2006, above world growth of 4.3 per cent in 2005 and 2006, and growth of industrialised countries of 2.5 per cent in 2005 and 2.7 in 2006. The current OECD *Economic Outlook* (June 2005) estimates GDP growth for the total of OECD countries at 2.6 per cent in 2005 and 2.8 per cent in 2006.
10. One example is the California Public Employees' Retirement System (CalPERS), the largest US public pension fund with assets totaling USD 182 billion; see *CalPERS Adopts Emerging Market Debt Investment Policy*, Press release, 15 June 2005, available at www.calpers.ca.gov.
11. Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, September 2005.

L'actualité récente des marchés des capitaux

I. Vue d'ensemble

Ces derniers mois, les cours sur les principaux marchés de capitaux sont restés élevés malgré la poursuite du renchérissement du pétrole. Après avoir connu un trou d'air vers mars et avril, les principaux marchés d'actions ont repris leur ascension au deuxième trimestre. Les attentats terroristes de juillet à Londres, puis l'ouragan Katrina aux États-Unis, qui a frappé la région de la Nouvelle-Orléans fin août, n'ont pas fait vaciller les marchés, malgré l'ampleur des pertes humaines, économiques et des sinistres assurés.

*Les cours
sont restés élevés.*

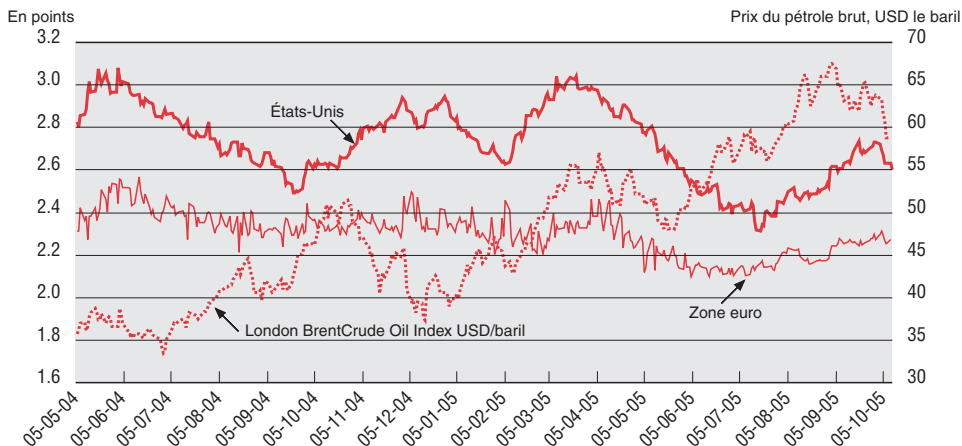
Les rendements obligataires sont restés faibles. Les taux des obligations de référence à long terme aux États-Unis ont certes connu des fluctuations, mais ils sont généralement restés stables en moyenne depuis le début de l'année, tandis que les rendements dans la zone euro ont encore baissé jusqu'à des niveaux historiquement bas en septembre.

*Faiblesse
des rendements
obligataires
aux États-Unis
et nouveau recul
dans la zone euro.*

Parallèlement, les écarts de rémunération ont récemment connu une légère détente par rapport à leur niveau très comprimé ; ils n'en demeurent pas moins inférieurs à leur moyenne rétrospective. Même si les incertitudes entourant les perspectives imputables à la hausse des prix des matières premières et aux ajustements possibles des déséquilibres mondiaux ne se sont pas entièrement dissipées, la volatilité est restée modérée dans la plupart des segments du marché.

*Des écarts
de rémunération
toujours inférieurs
à leur moyenne
rétrospective.*

Graphique I. **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.

Malgré de nouvelles mesures de resserrement aux États-Unis une liquidité mondiale encore relativement abondante.

Confirmation du dynamisme des marchés émergents et de la faiblesse des écarts de rémunération des indices obligataires correspondants

Le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine a continué son cycle de resserrement en relevant ses taux directeurs. Si l'on y ajoute les déclarations « va-t-en-guerre » de certains représentants de la Fed, ces mesures ont eu pour effet de stimuler les anticipations d'une poursuite du resserrement que traduisait implicitement l'évolution des taux à terme. La hausse du dollar a un peu assoupli les conditions monétaires dans la zone euro, où la BCE n'a pas modifié ses taux directeurs. La liquidité mondiale, tout en diminuant légèrement, reste très généreuse, ce qui favorise toujours « la quête de rendement » sur les marchés de capitaux.

Ces derniers mois, les actions des marchés émergents se sont de nouveau mieux comportées que celles des grandes économies de l'OCDE. L'abondance relative de la liquidité mondiale et la quête de rendement qui l'accompagne, ainsi que les anticipations de croissance vigoureuses concernant la plupart des marchés émergents se sont traduites par un resserrement supplémentaire des écarts de rémunération des obligations de ces marchés,

parfois jusqu'à des niveaux d'une faiblesse sans précédent. En juillet, la Chine a introduit plus de flexibilité dans son dispositif de change en remplaçant sa parité fixe par rapport au dollar par un régime de flottement administré reposant sur un panier de monnaies.

II. Marchés d'actions

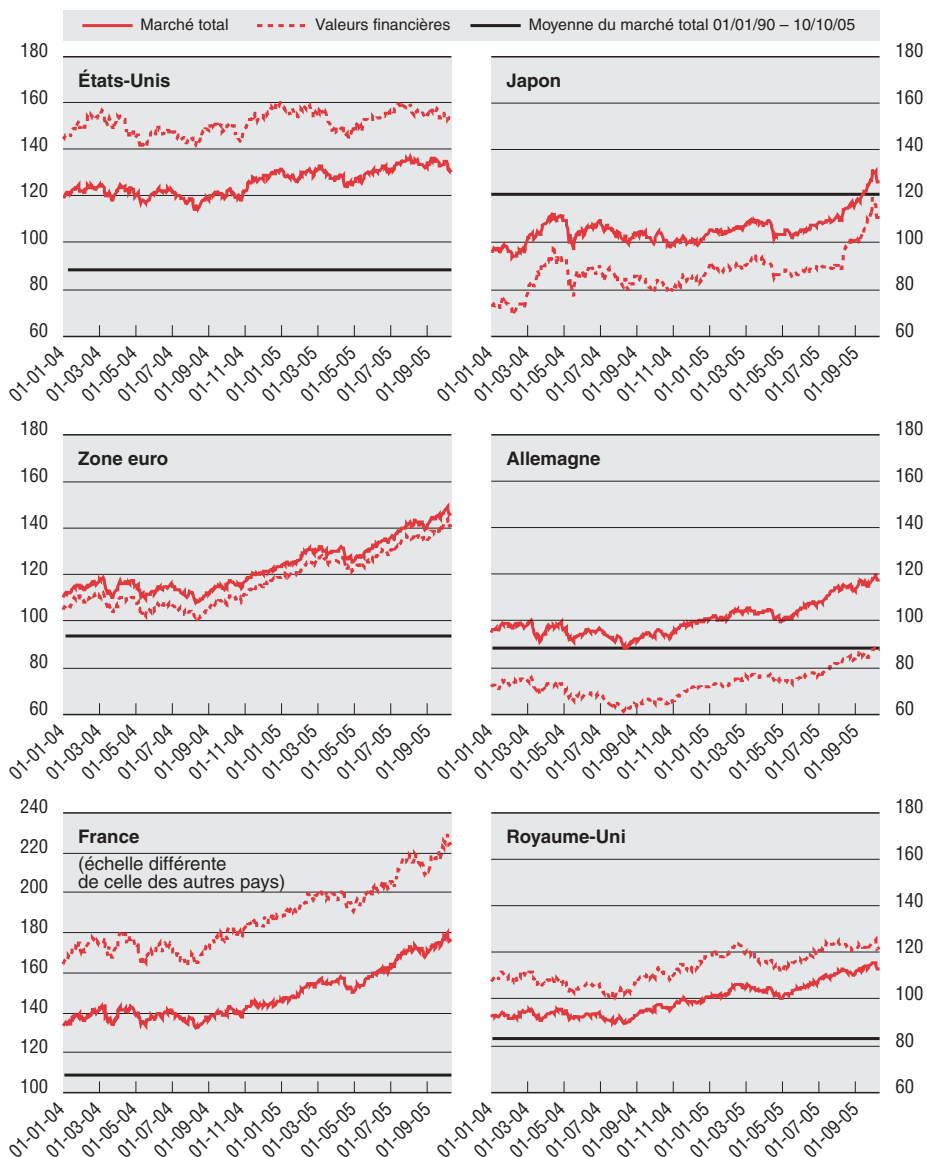
Ces derniers mois, les marchés d'actions des grandes économies ont affiché de belles performances, ce qui traduit des perspectives généralement positives et une confiance non démentie des investisseurs dans la capacité des économies à absorber le renchérissement des matières premières (graphique 1) et les ajustements des déséquilibres mondiaux (graphique 2). Un peu plus tôt dans l'année, cependant, ces deux facteurs potentiels de baisse ainsi que des statistiques économiques médiocres ont pesé sur les marchés en mars et avril et jusqu'au début du mois de mai en Europe. Ces statistiques faisaient alors craindre un ralentissement de la croissance aux États-Unis, tandis que la persistance de l'inflation alimentait les pronostics selon lesquels un resserrement progressif des conditions monétaires par la Réserve fédérale allait freiner encore la croissance. Parallèlement, diverses indications d'une diminution des bénéfices de certaines sociétés multinationales venaient encore assombrir un tableau peu optimiste et ce, bien que les bénéfices publiés soient restés eux-mêmes positifs.

En fin de compte, ce sont ces bénéfices qui ont constitué la base du rebond qui s'est déclenché vers la mi-avril pour le marché américain et en mai pour les actions européennes. Sur les deux marchés, les bénéfices des entreprises ont augmenté de plus de 10 % en glissement annuel au second trimestre et même si cette progression a été inférieure à la croissance de l'année précédente, elle aura dépassé les attentes des investisseurs. Ces évolutions ont en outre été confortées par d'autres nouvelles positives, comme la hausse des ventes au détail et l'augmentation des créations d'emplois qui ont donné un coup de pouce supplémentaire à la confiance des entreprises et des consommateurs.

*Belles performances
des marchés
d'actions
des principales
économies...*

*... soutenues
par les bénéfices
des entreprises
et de bonnes
nouvelles
économiques...*

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



Note : Indices Datastream indices. Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005.
 Source : Thomson Financial Datastream.

Parmi les principales places financières, c'est le marché japonais qui a affiché les meilleures performances, les perspectives positives de croissance économique ayant suscité de fortes entrées de capitaux étrangers qui ont stimulé la hausse du marché japonais d'actions. Les prévisions moyennes des économistes du secteur privé concernant le PIB japonais pour 2005 ont été continuellement révisées à la hausse, de 1 % d'après l'enquête de mai à près de 2 % lors de celle de septembre. Les non-résidents ont généralement été acquéreurs nets d'actions japonaises depuis 2003 et leur engouement pour le marché japonais d'actions s'est sensiblement affirmé avec l'optimisme croissant quant à la reprise économique dans l'Archipel. Selon certains stratèges du marché, les fonds d'arbitrage étrangers jouant simultanément sur des positions « acheteuses » et « vendeuses » ont apporté un appui déterminant au marché en décidant de « se porter acheteurs » d'actions japonaises. En outre, même si la hausse des prix du pétrole, qui ont battu de nouveaux records en termes nominaux, a créé ailleurs une certaine nervosité sur l'état de l'économie mondiale, les investisseurs étrangers se sont montrés relativement détendus quant aux effets des prix du pétrole sur le Japon qui s'est montré très efficient sur le plan énergétique par rapport à d'autres économies de l'OCDE.

En termes de moyennes mensuelles, l'indice Nikkei 225 a augmenté de plus de 14 % entre mars et octobre, soit légèrement plus que l'indice Euro Stoxx qui a progressé de plus de 12 % au cours de la même période (tableau 1). De décembre 2004 jusqu'au début octobre, l'indice japonais a aussi surpassé l'indice européen avec une poussée de plus de 20 % contre plus de 18 % en Europe. Parmi les indices des grandes économies de la zone euro, c'est le DAX 30 en Allemagne qui a affiché les meilleures performances avec une hausse de plus de 16 % entre mars et début octobre. Par rapport à l'Europe et au Japon, les marchés d'actions aux États-Unis se sont moins bien comportés alors même que l'économie américaine a enregistré et devrait enregistrer une expansion nettement plus rapide que celles de ces deux autres économies.

... notamment au Japon où les perspectives de croissance ont rendu les actions de plus en plus intéressantes pour les investisseurs étrangers.

Des disparités de performances selon les régions, avec une moindre croissance des marchés américains par rapport à l'Europe et au Japon.

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

	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	SG&P/TSX COMP.
Var. % déc. 04-oct. 05	1.7 %	21.4 %	18.5 %	19.8 %	20.6 %	14.0 %	14.1 %	17.8 %
Var. % mars 04-oct. 05	2.2 %	14.0 %	12.2 %	16.1 %	12.7 %	8.0 %	9.4 %	11.1 %
CCR oct. 05 ^b	18.3	32.6	15.4	13.5	14.7	19.1	14.5	19.2
CCR moyen janv. 90-oct. 05 ^b	21.4	48.6	16.2	17.0	15.2	19.1	17.2	19.0
CCR moyen 90-94 ^b	17.7	48.8	14.2	17.5	12.5	17.8	15.5	19.3
<i>Télécommunications, médias, informatique^a</i>								
Var. % déc. 04-oct. 05	-3.7 %	16.4 %	5.4 %	0.8 %	7.5 %	-3.2 %	6.8 %	3.2 %
Var. % mars 05-oct. 05	1.6 %	12.7 %	5.4 %	6.6 %	8.9 %	-2.9 %	4.4 %	3.8 %
CCR oct. 05	25.7	31.5	20.4	19.3	15.7	26.2	16.5	26.3
CCR moyen janv. 90-oct. 05	29.5	62.6	21.9	31.7	19.7	21.1	24.3	28.6
CCR moyen 90-94	21.2	49.8	14.3	28.7	13.0	13.5	14.8	27.1
<i>Valeurs financières^a</i>								
Var. % déc. 04-oct. 05	-2.7 %	31.9 %	20.8 %	22.3 %	21.0 %	18.8 %	6.3 %	13.2 %
Var. % mars 05-oct. 05	0.4 %	22.1 %	12.6 %	15.0 %	14.1 %	10.1 %	4.5 %	8.3 %
CCR oct. 05	13.5	33.7	13.9	12.0	13.1	19.2	13.0	16.4
CCR moyen janv. 90-oct. 05	15.4	63.2	15.8	19.2	12.4	20.4	16.7	13.6
CCR moyen 90-94	12.5	61.8	14.8	22.1	11.2	18.5	18.4	12.7
<i>Dont : Banques^a</i>								
Var. % déc. 04-oct. 05	-8.3 %	37.1 %	19.4 %	25.0 %	16.6 %	20.9 %	2.5 %	14.2 %
Var. % mars 05-oct. 05	-4.7 %	28.2 %	11.5 %	16.9 %	12.5 %	11.0 %	2.9 %	9.7 %
CCR oct. 05	12.6	35.9	14.2	14.5	11.1	17.7	11.8	17.0
CCR moyen janv. 90-oct. 05	14.3	97.7	13.3	13.7	10.7	16.2	14.2	12.9
CCR moyen 90-94	11.3	65.3	10.6	13.4	9.5	11.1	14.6	12.4
<i>Sociétés d'assurance^a</i>								
Var. % déc. 04-oct. 05	1.0 %	31.4 %	18.7 %	15.0 %	33.0 %	10.4 %	21.1 %	20.2 %
Var. % mars 05-oct. 05	1.3 %	19.7 %	10.2 %	9.9 %	17.3 %	5.1 %	14.2 %	13.1 %
CCR oct. 05	13.2	29.4	11.3	8.5	16.0	20.6	12.5	11.3
CCR moyen janv. 90-oct. 05	18.3	44.5	20.5	31.6	14.2	29.3	23.7	13.5
CCR moyen 90-94	14.0	48.9	24.5	47.4	11.4	33.5	29.2	12.2
<i>Sociétés d'assurance vie^a</i>								
Var. % déc. 04-oct. 05	17.0 %	32.0 %	14.8 %	31.3 %	4.1 %	3.5 %	6.6 %	9.6 %
Var. % mars 05-oct. 05	16.4 %	14.4 %	9.4 %	18.7 %	3.6 %	0.3 %	-1.6 %	5.4 %

Note : Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles (pour octobre 2005, les données vont jusqu'au 10 octobre uniquement). 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. L'indice des valeurs des assurances couvre les sociétés d'assurance non vie, les courtiers en assurance et les autres sociétés d'assurance, à l'exclusion des sociétés d'assurance vie.

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

Source : Thomson Financial Datastream.

Aux États-Unis, les investisseurs ont réagi à des nouvelles susceptibles de changer l'état de santé de l'économie. En mars et avril, par exemple, de mauvaises nouvelles sur le front économique ont provoqué une chute des marchés. En revanche, les nouvelles négatives sur l'emploi aux États-Unis qui ont été publiées début juillet ont suscité une forte hausse des principaux indices. Ce rapport sur l'emploi faisait état de chiffres inférieurs aux anticipations, ce qui a apaisé les craintes d'une surchauffe de l'activité qui aurait contraint la Fed à accentuer le rythme de ses mesures de resserrement monétaire. Dans la même logique, les chiffres supérieurs aux attentes concernant l'emploi non agricole aux États-Unis publiés début août au moment même de nouvelles hausses des prix du pétrole, ont exacerbé les craintes d'un resserrement monétaire anticipé qui aurait pu freiner l'activité, le tout déclenchant des replis temporaires des marchés d'actions.

Avec les incertitudes sur les perspectives économiques, les investisseurs sont sensibles à l'actualité économique,...

Malgré ces incertitudes, les marchés ont généralement bien résisté face aux catastrophes d'origine humaine ou naturelle. Les attentats terroristes du 7 juillet à Londres ont provoqué un recul de 1.4 % de l'indice de l'ensemble du marché britannique et une contraction de 1.1 %, de l'indice correspondant de la zone euro. Ces replis ont cependant été éphémères, puisque dès le 8 juillet, ces marchés avaient renoué avec leurs niveaux antérieurs. Les attentats de Londres n'ont, semble-t-il, produit aucun effet sur le marché américain et n'ont eu tout au plus qu'une influence mineure sur le marché japonais. A titre de comparaison, après les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis et ceux de Madrid en mars 2004, il avait fallu plus d'un mois aux marchés des pays concernés pour retrouver leurs niveaux antérieurs à ces événements. Les indices généralistes des marchés ont aussi été à peine affectés par les ouragans Katrina et Rita, qui ont touché le sud-est des États-Unis à la fin du mois d'août et en septembre, le premier de ces ouragans ayant provoqué de lourdes pertes humaines et de vastes destructions d'infrastructures. Toutefois, l'augmentation des prix du pétrole au lendemain de ces tempêtes qui ont détruit des champs pétroliers et des raffineries dans le Golfe du Mexique a dernièrement pesé de façon plus générale sur les marchés et les marchés américains ont cédé

... mais les indices généralistes ont bien résisté face aux attentats terroristes et aux catastrophes naturelles.

une partie du terrain gagné précédemment, même si, début octobre, ils se situent au-dessus de leurs niveaux de fin juin.

Même si le secteur de la réassurance a été mis à mal par les récentes catastrophes,...

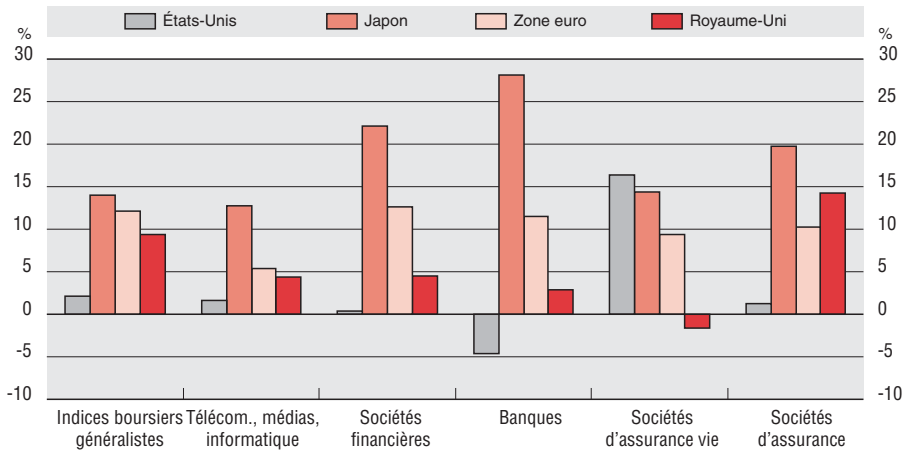
On ne sait pas encore dans quelle mesure ces ouragans vont porter préjudice aux résultats des sociétés d'assurance. Mi-septembre, de nouvelles pressions à la baisse de l'indice des prix du secteur de l'assurance se sont exercées à la suite de communiqués d'une grande société de réassurance qui, par suite de l'ouragan Katrina, a doublé ses estimations du total des sinistres assurés et a révisé en hausse ses chiffres provisoires concernant les demandes d'indemnisation auxquelles elle devrait faire face. Mais comme l'a montré l'expérience, dans le cas de certains assureurs, cette catastrophe ouvre la perspective d'un relèvement des primes qui viendra contrebalancer la tendance à la baisse des indices du secteur.

... les secteurs de l'assurance et de la finance se sont généralement bien comportés, au Japon notamment, tandis que les indices bancaires ont été à la traîne aux États-Unis.

Ces derniers mois, les performances des indices boursiers du secteur de l'assurance ont été positives, puisque ceux-ci n'ont accusé qu'un léger retard par rapport aux indices généralistes aux États-Unis et en Europe. Les indices bancaires aux États-Unis ont enregistré des résultats inférieurs au marché dans son ensemble. Subissant le contrecoup de la hausse du loyer de l'argent et de l'aplatissement de la courbe des taux, l'indice des valeurs bancaires américaines a cédé plus de 8 % depuis la fin de l'an dernier jusqu'en octobre et près de 5 % depuis mars (tableau 1 et graphique 3). Une fois encore, le Japon s'est mieux comporté que les autres grands marchés, les valeurs financières surpassant un indice généraliste affichant lui-même une forte progression. Dans ce segment, les bonnes performances du secteur bancaire ont été portées par le succès des précédentes réformes qui ont renforcé les bilans des établissements de crédit. En outre, les chiffres publiés en août par la Banque du Japon ont montré que le crédit bancaire avait progressé pour la première fois depuis le début de la collecte de ces statistiques en 1998 ; cette bonne nouvelle est venue consolider la confiance quant au redressement de l'économie japonaise¹. Qui plus est, le secteur bancaire a été stimulé par les perspectives de fusion entre la deuxième banque japonaise, Mitsubishi Tokyo Financial Group, et UFJ, quatrième établissement du pays, pour créer le groupe Mitsubishi UFJ qui deviendra ainsi la plus grande banque du monde.

Graphique 3. Performances récentes des indices boursiers sectoriels dans les principales économies

Variations en pourcentage de mars à octobre 2005



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

Source : Thomson Financial Datastream.

Les hausses les plus vigoureuses enregistrées par les sous-indices du secteur financier japonais ont été le fait du secteur de l'assurance vie. Son indice a en effet progressé de 32 % pour les trois premiers trimestres de l'année civile et de plus de 14 % depuis mars. Le secteur de l'assurance vie a également surperformé les autres indices aux États-Unis, avec une hausse de près de 17 % de mars à octobre, alors que l'indice global des valeurs financières connaissait une quasi stagnation au cours de la même période. Sur les marchés européens, l'assurance vie a aussi affiché de bonnes performances avec une croissance de près de 10 % de mars à octobre. Le secteur des télécommunications des médias et des technologies de l'information (TMT), qui a été à la traîne par rapport aux indices généralistes dans les grandes économies, s'est relativement mieux comporté au Japon. En Europe, ce secteur a affiché une belle vigueur en France, mais en Italie il s'est inscrit en net repli de près de 3 % de mars à octobre.

Forte progression des cours également pour l'assurance vie, mais des résultats médiocres pour les TMT.

***Une volatilité dans
l'ensemble limitée
et des valorisations
loin d'être
spéculatives.***

Ces derniers mois, la volatilité est restée faible quand elle n'a pas connu une nouvelle diminution, restant en dessous de sa moyenne sur cinq ans sur tous les grands marchés d'actions (graphique 4). Cela vaut aussi bien pour la volatilité telle qu'elle ressort des prix des options (volatilité implicite) et pour la volatilité en termes de variations des cours des actions (volatilité historique). La première qui constitue implicitement un indicateur prospectif a été supérieure à la seconde depuis juin-juillet sur toutes les grandes places boursières. De même, ces derniers mois, les coefficients de capitalisation des résultats (CCR, qui reposent sur les bénéfices antérieurs) ont été en moyenne à peu près conformes, voire un peu inférieurs, à leurs moyennes de long terme, ce qui indique que la valorisation des marchés est loin d'atteindre des niveaux spéculatifs. Au Japon, les CCR restent nettement inférieurs à leurs moyennes de long terme.

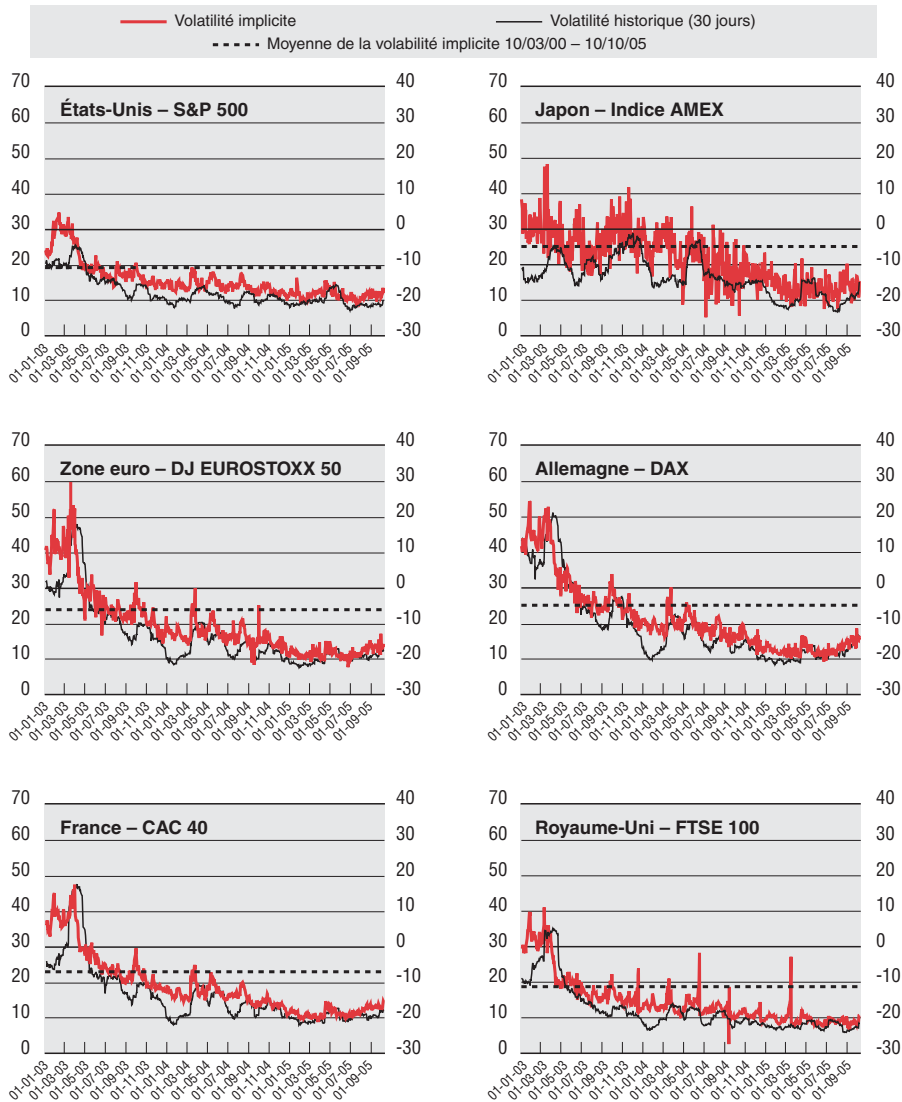
III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

***Repli sensible
des rendements
de référence
à long terme dans
la zone euro,...***

***... aplatissement
de la courbe
des taux
aux États-Unis et
dans la zone euro,
mais accentuation
de sa pente
au Japon.***

Par rapport à l'an dernier, les rendements des obligations d'État de référence ont légèrement diminué dans l'ensemble aux États-Unis et au Japon et, de façon plus marquée, de l'ordre d'un point, en Europe (graphique 5).

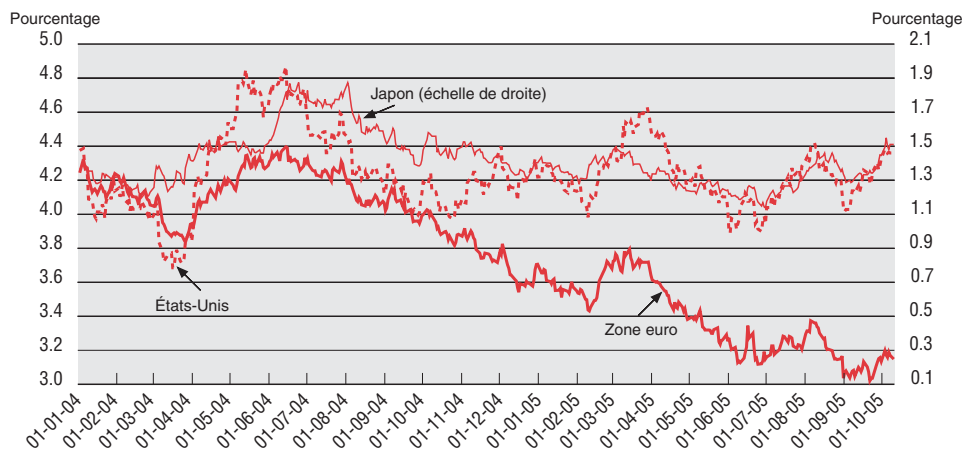
Parallèlement au resserrement en cours des conditions monétaires, les courbes des taux se sont aplaties aux États-Unis (graphique 6). La Fed a relevé son objectif de taux pour le porter de 1 % à 3.75 %, en 11 étapes entre fin juin 2004 et le 20 septembre 2005. Dans la zone euro, les taux directeurs restant inchangés, l'aplatissement de la courbe des taux est principalement venu de baisses des taux longs. Au Japon où les taux courts restent nuls, la progression des rendements à long terme induite par les perspectives économiques positives a abouti à une accentuation de la pente de la courbe. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a réagi à une inversion de la courbe et est venue soutenir une économie en méforme en ramenant son taux directeur à 4.5 % le 4 août, déplaçant ainsi vers le bas une courbe des taux qui était aplatie. Face à une activité économique plus dynamique, la Banque du Canada a fait passer le 7 septembre son taux directeur de 2.5 à 2.75 %.

Graphique 4. **Marchés boursiers : volatilités implicites et historiques**

Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 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.

Graphique 5. Rendements des obligations d'État de référence à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005.

Source : Thomson Financial Datastream.

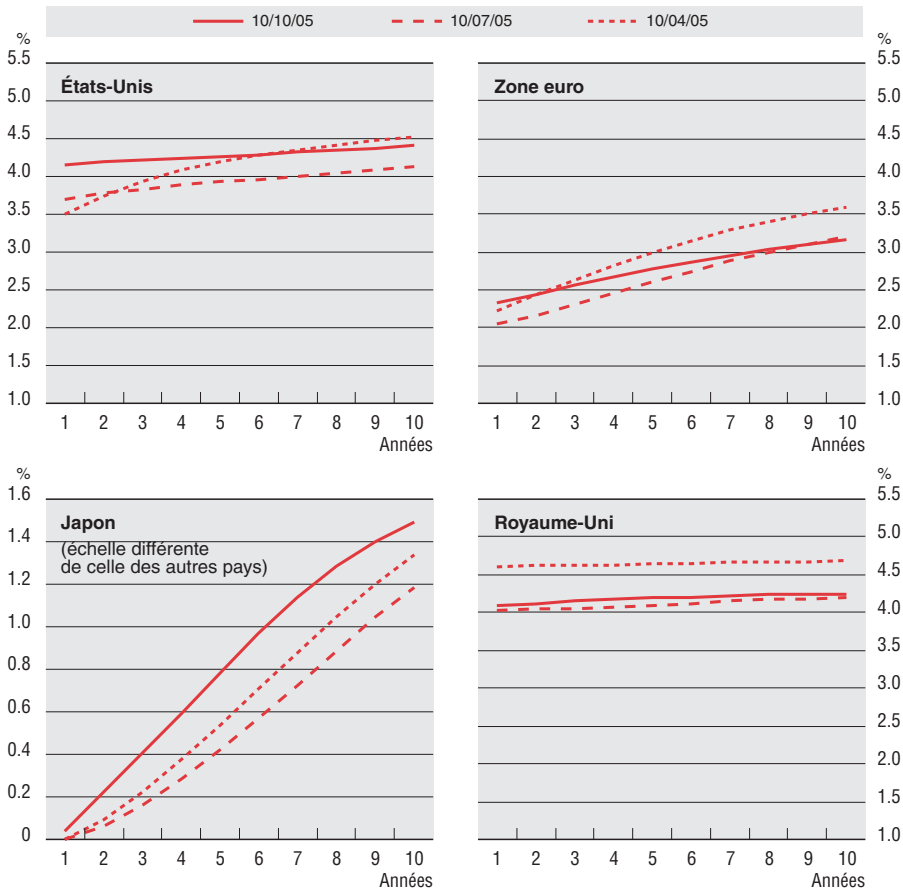
Le marché s'attend à de nouveaux relèvements des taux américains et à un attentisme de la BCE.

D'après l'évolution des contrats à terme et des taux à terme tels qu'ils ressortent implicitement de la forme de la courbe des taux, on peut s'attendre à un nouveau resserrement des conditions monétaires aux États-Unis (graphique 7). Au lendemain de l'ouragan dévastateur Katrina, une certaine incertitude régnait quant à l'éventuelle interruption des mesures de relèvement de l'objectif de taux de la Réserve fédérale et, début septembre, les contrats à terme s'étaient inscrits en net repli. Toutefois, ces anticipations se sont rapidement dissipées, les contrats à terme retrouvant leurs niveaux antérieurs à la catastrophe. Dans la zone euro, toujours d'après les contrats à terme et les taux implicites à terme, il semble très peu probable que la BCE relève prochainement ses taux directeurs.

Fluctuations des rendements de référence aux États-Unis en lien avec les incertitudes économiques.

Aux États-Unis, malgré des fluctuations sensibles, les taux des obligations de référence à long terme sont demeurés à leur niveau moyen depuis le début de l'année et ont atteint environ 4,4 % début octobre. Entre-temps, ils ont enregistré deux accès de faiblesse, l'un début juin, l'autre à la fin du même mois. Le 1^{er} juin, les rendements des obligations du Trésor à 10 ans et à taux révisable sont revenus à leur niveau le plus bas depuis plus d'un an, après la publication

Graphique 6. Courbe des taux

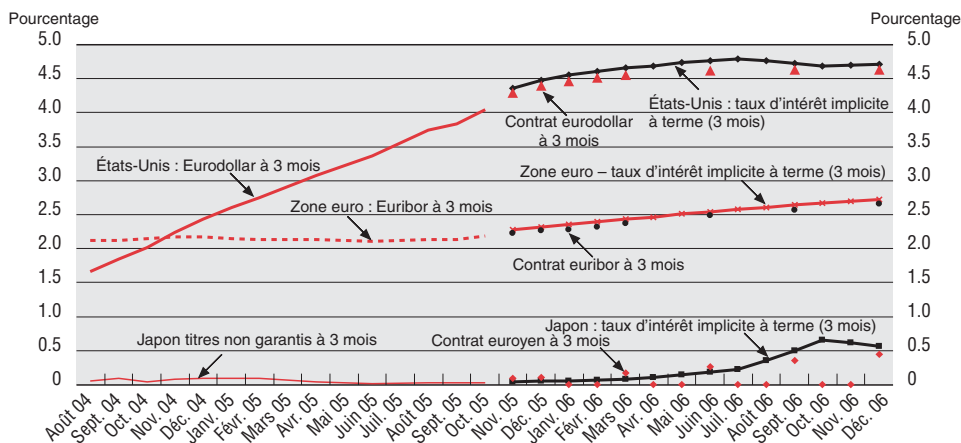


Note : Moyennes mensuelles des données quotidiennes.

Source : Thomson Financial Datastream.

de mauvais chiffres sur la production manufacturière et des rumeurs sur la fin prochaine du cycle de relèvement des taux de la Fed. Après un certain rebond, les incertitudes entourant la politique de la Fed ont provoqué un nouveau recul des taux dans la perspective de la réunion du Comité de politique monétaire du 30 juin. Comme le Comité a décidé de poursuivre ses mesures de resserrement, les prix des obligations ont baissé et les rendements se sont redressés. Par la suite, en août et jusqu'au début du mois de

Figure 7. **Taux implicites à terme et taux des contrats à terme**
États-Unis, zone euro et Japon



Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005. Taux effectifs : États-Unis : taux médian de l'eurodollar à 3 mois ; zone euro : Euribor à 3 mois ; Japon : taux médian des emprunts non garantis 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 (LIFFE) ; contrats à terme sur euroyen 3 mois (TIFFE).

Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

septembre, lorsque les prix du pétrole ont atteint leurs records du moment (67.5 USD pour le Brent de Londres le 2 septembre), les rendements se sont inscrits en repli. Lorsque l'ouragan Katrina a ravagé la région de la Nouvelle-Orléans, les craintes d'une recrudescence de l'inflation ont sans doute contribué pour une bonne part à la hausse des rendements. Mais avec la hausse concomitante des marchés d'actions, cette progression des rendements a pu aussi refléter des anticipations optimistes sur la croissance à long terme, avec la perspective d'un impact positif des travaux de reconstruction dans la région sinistrée.

**Des rendements
de référence
en repli dans
la zone euro,...**

Les rendements des obligations de référence en Europe ont suivi un schéma analogue, mais dans le sens de la baisse. Alors qu'ils étaient à parité avec leurs équivalents aux États-Unis en septembre 2004, l'écart par rapport aux rendements américains s'est creusé pour atteindre actuellement plus d'un point (environ 120 points de base début octobre). Comme les anticipations d'inflation sont maîtrisées, ce sont

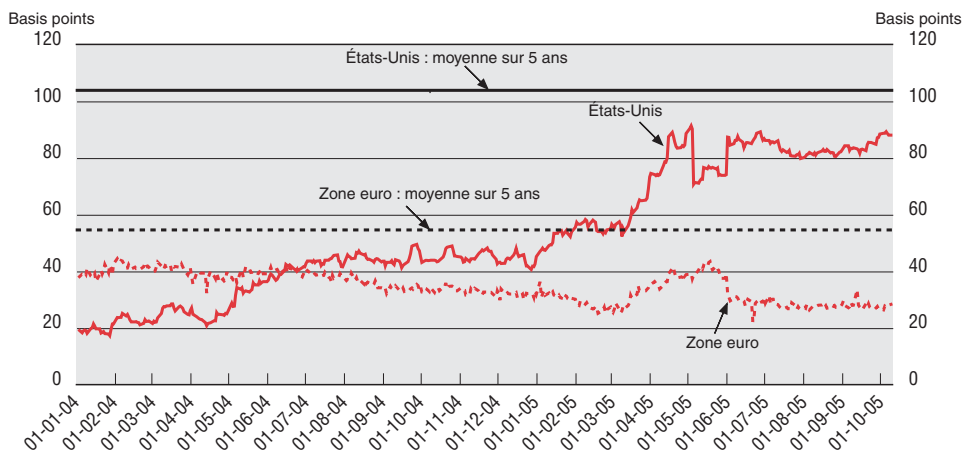
les perspectives de croissance médiocre qui ont été l'un des principaux facteurs à l'origine de ces évolutions. Par exemple, les prix des obligations d'État de la zone euro se sont redressés et les rendements ont baissé lorsque l'indice allemand du climat des affaires de l'Ifo publié fin mai s'est établi à 92.9 contre 93.3 en avril, soit son quatrième recul mensuel consécutif, et que l'enquête de l'institut allemand ZEW (Centre pour la recherche économique européenne) sur la confiance des investisseurs a donné des résultats plus mauvais que prévu. Des spéculations autour d'une réduction des taux de la BCE fin mai sont venues amplifier la baisse des rendements. Comme la BCE a maintenu le même cap, les anticipations relatives à la croissance ont favorisé la décreue des rendements. Peu après, cependant, les rendements ont été soumis à des tensions à la hausse sous l'effet du renchérissement du pétrole qui a alimenté les craintes d'un regain d'inflation et fait monter les rendements jusqu'au début du mois d'août, avant qu'ils n'établissent de nouveau des records de baisse durant la seconde quinzaine de septembre. Plus récemment, les rendements dans la zone euro se sont légèrement redressés aux alentours de 3.2 % début octobre.

Au Japon, les perspectives économiques positives qui se sont aussi reflétées sur les marchés d'actions, ont favorisé une progression des rendements obligataires à partir de la fin du mois de juin. Le léger recul intervenu vers la seconde quinzaine d'août a traduit la prudence des investisseurs avant les élections générales du 11 septembre. Depuis lors, les rendements ont repris leur ascension et, début octobre, ont renoué avec leurs sommets du mois d'août et du début de l'année.

Si les écarts de rémunération des obligations de sociétés restent inférieurs à leurs moyennes de long terme aux États-Unis et en Europe (graphique 8), ils ont sensiblement augmenté aux États-Unis en partie sous l'effet de facteurs de l'offre (voir plus loin). Les écarts de rémunération des obligations de la catégorie investissement, à savoir des obligations BAA par rapport aux obligations de référence, se sont creusés de quelque 50 points de base depuis le début de l'année aux États-Unis. En Europe, ils sont en revanche

*... et en hausse
au Japon.*

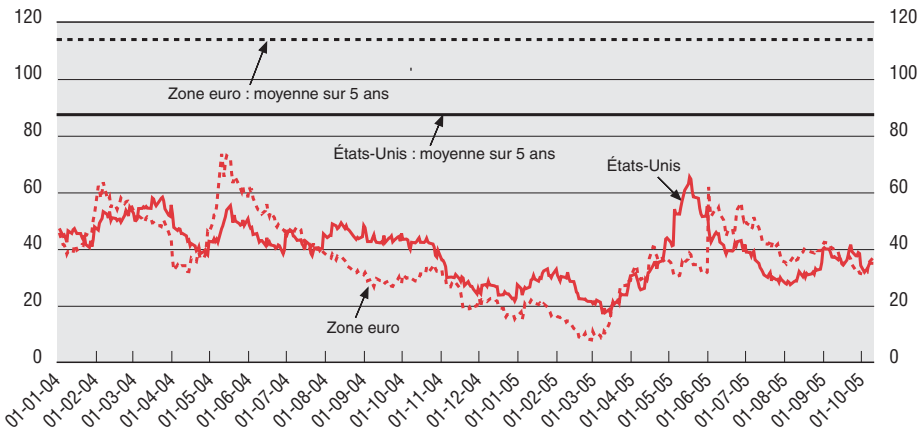
*Des écarts
de rémunération
des obligations
de sociétés toujours
faibles,...*

Graphique 8. **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 diminués des rendements des obligations d'État de référence.

Source : Thomson Financial Datastream.

restés stables pour l'essentiel, si l'on excepte une légère augmentation au deuxième trimestre, lorsque les faiblesses persistantes de l'économie de la zone euro sont devenues manifestes et ont déprimé les rendements des obligations de référence. Cette phase de creusement des écarts de rémunération s'est achevée par une chute de plus de 10 points de base début juin. Les écarts de rémunération entre les rendements des obligations à haut rendement et les obligations notées BAA sont eux aussi restés bien inférieurs à leur moyenne de long terme, malgré une légère augmentation dans les deux économies (graphique 9). A la mi-mai et début juin, les écarts de rémunération des obligations à haut rendement des deux côtés de l'Atlantique s'étaient accrus de quelque 170 points de base par rapport à leurs creux du début de l'année. Depuis lors, ils ont accusé un nouveau recul qui s'établissait aux alentours de 100 points de base début octobre.

Graphique 9. **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.

Source : Thomson Financial Datastream.

La faiblesse des écarts de rémunération des obligations de sociétés (de catégorie investissement comme des titres à haut rendement) est en partie le reflet d'une attitude globalement positive. La vigueur de l'expansion économique en général et de la croissance des bénéfices des entreprises en particulier a contribué à renforcer la confiance des investisseurs dans la qualité du crédit. En outre, les taux de défaillance des entreprises devraient rester faibles pendant un certain temps avant d'augmenter de nouveau en 2006. Les révisions en hausse des notations ont été plus importantes que les révisions en baisse aux États-Unis, même si des signes tendent à montrer que cet indicateur va continuer de baisser par rapport à son sommet de cette année. Les déclassements dans le secteur américain de l'automobile début mai² qui avaient provoqué un désengagement massif du marché obligataire, semblent ne pas avoir eu d'effets durables et, en juin, le secteur a recommencé à solliciter le marché des titres non garantis.

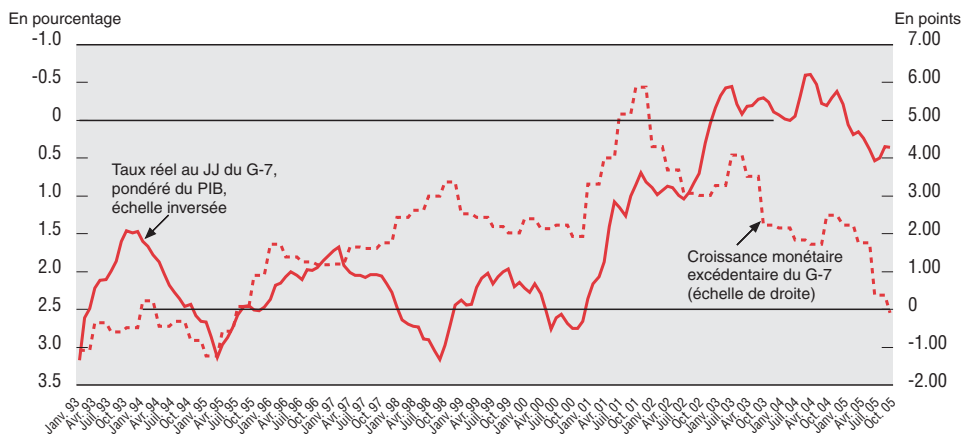
Les conditions de liquidité, qui ont continué de se contracter légèrement avec le resserrement de la politique de la Fed, sont néanmoins restées généreuses (graphique 10) et ont donc de nouveau contribué à maintenir des écarts de

*... grâce
à la confiance
des investisseurs,...*

*... mais aussi
à une liquidité
abondante.*

Graphique 10. 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.

rémunération réduits et à éviter les défaillances d'entreprises. L'ampleur relative de la liquidité se reflète aussi dans l'assouplissement des conditions de prêt, notamment aux États-Unis comme l'indique le sondage d'opinion sur les pratiques en matière de prêts bancaires réalisée par la Réserve fédérale auprès des responsables des prêts des établissements de crédit. L'enquête de la Banque centrale européenne sur les crédits bancaires dans la zone euro aboutit à des résultats analogues ; elle fait aussi apparaître une augmentation plus prononcée du pourcentage net des

banques faisant état d'un assouplissement des normes de crédit en juillet.

Outre ces facteurs, on observe aussi une augmentation structurelle de long terme de la demande d'obligations, ce qui contribue à maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux. Le gonflement de l'épargne retraite dans un contexte de vieillissement des populations, par l'intermédiaire des fonds de pension notamment, ainsi que la demande émanant des économies asiatiques, surtout par le biais des interventions de leurs banques centrales sur les marchés des changes pour empêcher une hausse de leur monnaie, ont intensifié les pressions à la baisse des rendements. En outre, selon une étude récente, cette « surabondance de l'épargne »³ est dans une large mesure favorisée par l'augmentation de l'épargne des entreprises à l'échelle mondiale⁴. D'après cette étude, les entreprises auraient thésaurisé l'équivalent de plus de 1 000 milliards USD au cours des quatre dernières années, après s'être livrées à une débauche de dépenses à la fin des années 90. Cela représente un changement cinq fois plus important que celui de 200 milliards USD, voire plus, de l'épargne des marchés émergents de 2001 à 2005.

Si l'on examine les facteurs de l'offre sur les marchés obligataires, les émissions nettes d'obligations de l'État fédéral américain, qui étaient sur une pente descendante depuis le début de 2004, sont devenues négatives au deuxième trimestre (graphique 11). En dehors des facteurs de la demande évoqués précédemment, cette diminution de l'offre a fait grimper les prix des valeurs du Trésor et exercé une pression à la baisse des rendements. Au deuxième trimestre, les rendements des obligations américaines de référence à 10 ans ont subi un recul de quelque 60 points de base. De même, cette contraction de l'offre a été en partie responsable du creusement des écarts de rémunération des obligations de sociétés.

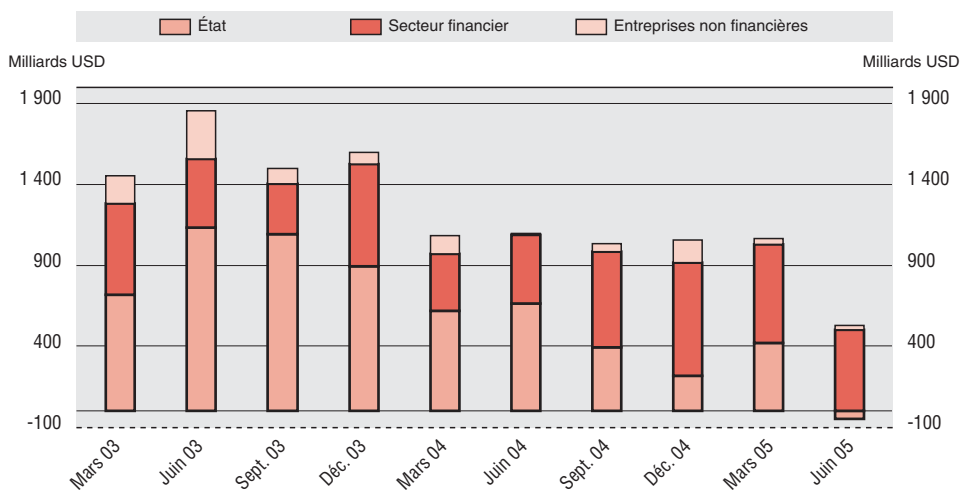
Pour ces dernières en revanche, les facteurs de l'offre ont joué un rôle moins important. Même si les émissions nettes des sociétés non financières ont, en moyenne, diminué au premier semestre de 2005 par rapport aux moyennes des

Des facteurs structurels de la demande ont aussi favorisé la modération des rendements.

La baisse de l'offre de valeurs du Trésor américain a pesé sur les rendements...

... mais les émissions se sont maintenues ailleurs.

Graphique 11. **Émissions nettes d'obligations aux États-Unis**
En milliards USD, annualisés



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

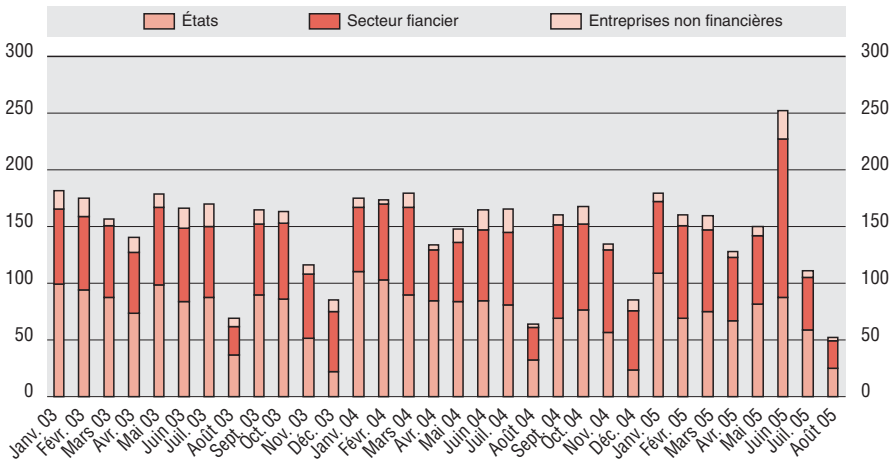
Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, *Flow of Funds Accounts of the United States*.

années antérieures, elles se sont relativement bien tenues. Cela a d'ailleurs été le cas pour le secteur financier qui, au cours des trois trimestres précédents, a émis la majeure partie des obligations américaines. Sur les marchés des obligations libellées en euros, les émissions sont restées importantes (graphique 12), même si l'on ne tient pas compte du gonflement des émissions du secteur financier au mois de juin imputable à des facteurs spéciaux⁵. Les émissions anticipées de juin expliquent sans doute la baisse des offres dans les mois qui ont suivi.

**Arrivée
de nouveaux
instruments à long
terme sur le marché
pour répondre
à la demande
des investisseurs
institutionnels.**

Pour répondre à la demande croissante des investisseurs institutionnels, notamment des fonds de pension et des sociétés d'assurance qui doivent assurer la congruence de leurs engagements à terme toujours plus éloigné avec leurs actifs, les pouvoirs publics ont encore accru leurs émissions d'obligations à ultra-long terme. Déjà en 2004, le Trésor des États-Unis avait émis des titres à 20 ans protégés contre l'inflation (les TIPS) et il a récemment annoncé son

Graphique 12. **Marchés des obligations libellées en euros :**
volumes émis par type d'émetteur
 En milliards EUR



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. On notera que conformément aux informations émanant de la Commission européenne, le gonflement des émissions des institutions financières et des sociétés non financières en juin 2005 semble être principalement liées à la date-butoir fixée au 1^{er} juillet 2005 pour l'application de la nouvelle Directive de l'UE sur les prospectus qui va imposer à la plupart des sociétés de mettre à jour leurs programmes d'emprunt avant de faire de nouveau appel au marché.

Source : Commission européenne (DG ECFIN).

intention de réintroduire une obligation à 30 ans début 2006. Les émissions de cette obligation à long terme avaient été interrompues en 2001 dans le contexte des excédents budgétaires. De la même façon, en 2004, le gouvernement italien a réussi à placer des obligations indexées à 30 ans dont un volume supplémentaire a été proposé cette année. En février, le Trésor français a émis une obligation à 50 ans. En mai, le gouvernement britannique a réintroduit un fonds d'État à 50 ans sur le marché après une interruption de plus de quarante ans. Cette émission a été suivie par une autre adjudication en juillet. En septembre, pour la première fois au monde, le Trésor britannique a mis sur le marché une obligation à 50 ans indexée sur l'inflation. L'obligation a été vendue par l'intermédiaire d'un consortium de banques.

Comme la demande à l'adresse de cette émission a dépassé 2 milliards GBP, le volume de l'offre qui était de 1 milliard GBP a été porté à 1.25 milliard. En outre, cette obligation était assortie d'un rendement réel de 1.112 % seulement, soit le plus faible jamais proposé pour une obligation indexée sur l'inflation, de 19 points de base inférieur à celui de l'obligation indexée à 30 ans.

***Forte expansion
des dérivés
de crédit,
les investisseurs
cherchant
à déplacer
les risques, ce qui
pose de nouveaux
problèmes aux
pouvoirs publics.***

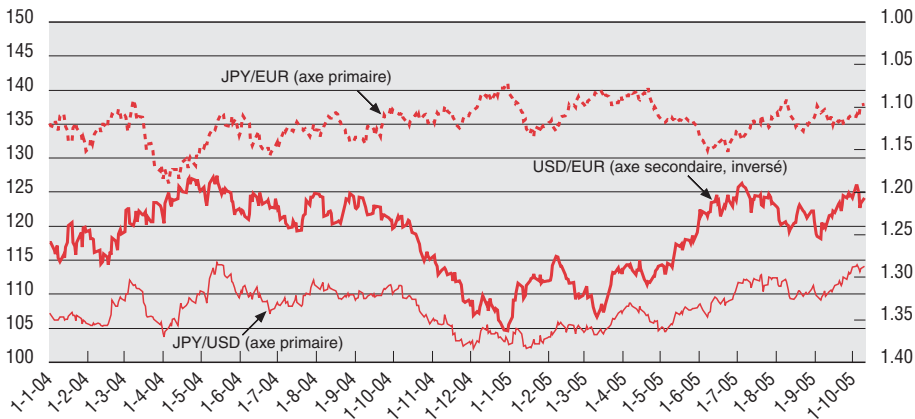
Pour le reste, le marché des dérivés de crédit a affiché une forte croissance cette année, car les banques, les fonds d'arbitrage et d'autres institutions ont sensiblement accru leur recours aux instruments financiers complexes, comme l'indique une récente enquête de l'International Swaps and Derivatives Association⁶. En juin, la valeur notionnelle totale de l'ensemble des contrats de dérivés de crédit en cours a atteint 12 430 milliards USD, soit un gonflement de 48 % depuis janvier et de 128 % sur un an. L'expansion de ce segment du marché met en relief les changements en cours dans le système financier mondial avec l'utilisation de ces instruments par les banques et les investisseurs à des fins de gestion des risques. Même si ces instruments présentent des avantages en tant qu'outils de gestion des risques, ils posent aussi des problèmes. Comme les transactions se déroulent de gré à gré et non pas sur des marchés organisés, c'est un secteur très opaque dont il est très difficile d'assurer le suivi. Cette expansion rapide a aussi provoqué des tensions pour l'infrastructure de négociation des banques et des fonds d'arbitrage dont les opérations de post-marché connaissent des retards considérables.

IV. Marchés des changes

***Un renforcement
du dollar américain
vis-à-vis de l'euro
et du yen,...***

De la mi-mars à la mi-juillet, le dollar des États-Unis a suivi une pente ascendante *vis-à-vis* de l'euro et, de façon un peu plus marquée, par rapport au yen, qui s'est lui-même légèrement apprécié *vis-à-vis* de l'euro jusqu'à la mi-juin (graphique 13). L'accès de faiblesse qu'a connu le yen contre dollar et contre euro a été le reflet de statistiques économiques médiocres (par exemple, un recul de la production industrielle de 2.3 % entre avril et mai) que les investisseurs ont interprétées comme des signes que la reprise de l'économie japonaise restait embryonnaire. A la mi-août, les

Graphique 13. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005.

Source : Thomson Financial Datastream.

incertitudes quant à l'issue des élections générales prévues au Japon pour la mi-septembre ont de nouveau exercé des pressions à la baisse du yen. Fin août et début septembre, le dollar s'est inscrit en forte baisse à la suite des dégâts infligés par l'ouragan Katrina, pour s'établir à moins de 125 cents pour un euro ; toutefois, il a rapidement repris sa trajectoire pour ressortir aux alentours de 120 cents début octobre.

Selon certains analystes, cette vigueur inattendue du dollar a sans doute eu des effets négatifs pour les fonds de pension, les fonds d'arbitrage qui suivent la tendance et les investisseurs privés qui avaient parié sur une baisse du billet vert. Les investisseurs ayant apparemment tendance à vouloir de plus en plus négocier leurs risques sur le dollar, l'activité sur les instruments dérivés négociés sur les marchés organisés a augmenté de 15 % au deuxième trimestre pour atteindre un volume de 3 000 milliards USD⁷. Par ailleurs, les bénéfices réalisés à l'étranger par les grandes sociétés américaines se sont stabilisés ou ont reculé avec l'inversion du mouvement de baisse qu'avait connu le dollar tout au long du second semestre de l'an dernier. Avec la dépréciation du dollar, les résultats des filiales d'entreprises américaines à l'étranger étaient devenues une source importante de bénéfices pour les entreprises multinationales.

*... inattendu
pour certains,...*

*... mais qui reflète
les écarts
de taux d'intérêt
et de croissance...*

Pour de nombreux investisseurs, le déficit encore considérable des paiements courants américains ainsi que le gonflement des dépenses budgétaires des États-Unis avaient laissé entrevoir un nouvel ajustement à la baisse du dollar. Toutefois, des facteurs structurels plus immédiats ont favorisé le récent redressement du billet vert, notamment le creusement de l'écart de taux d'intérêt des obligations à long terme entre les États-Unis et la zone euro, ce qui traduit une détérioration des anticipations de croissance dans cette région et la vigueur persistante de la demande d'actifs américains.

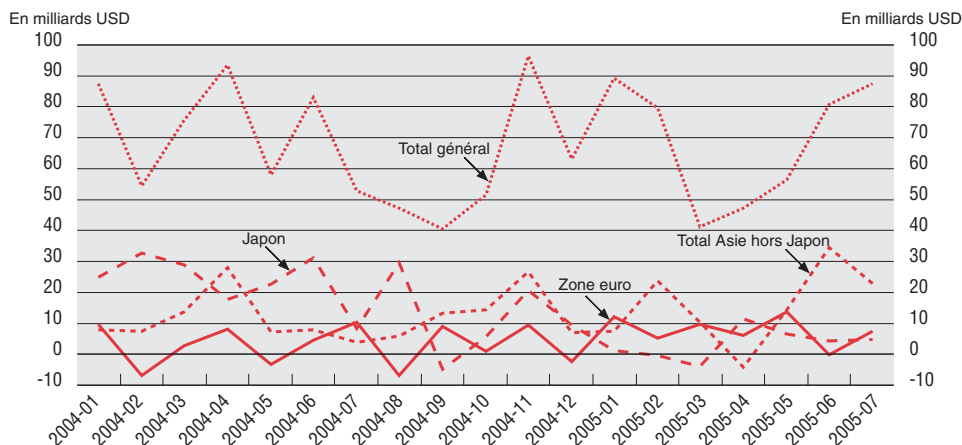
*... et un goût
persistant pour les
actifs américains,
notamment
de la part
des économies
asiatiques,...*

De fait, les entrées nettes de capitaux aux États-Unis sont restées très importantes (graphique 14). Alors que les entrées de capitaux venus du Japon se sont un peu infléchies ces derniers mois, la demande émanant d'autres pays d'Asie, en particulier la Chine, a progressé. En juin et juillet, les achats nets de titres américains par la Chine ont atteint 14.7 milliards USD et 13.8 milliards USD, respectivement, ce qui est proche du record de 16.9 milliards USD atteint en février. Une fois encore, la majeure partie de ces capitaux s'est placée sur des valeurs du Trésor américain, même si les achats d'obligations de sociétés ont connu une forte poussée en juin, jusqu'à représenter plus de 60 % de l'ensemble des achats nets d'obligations (graphique 15). Les investissements américains en actions étrangères intervenant parallèlement à une forte demande étrangère d'actions américaines, les entrées nettes de capitaux se plaçant en actions ont été à peu près équilibrées. En moyenne mensuelle, les non-résidents ont investi 350 milliards USD en actions américaines durant la période de janvier à juillet 2005, contre 330 milliards USD en 2004⁸.

*... et,
à moindre échelle,
des pays de l'OPEP.*

C'est le Japon qui détient la plus grosse part – plus d'un tiers du volume total – des actifs américains à l'étranger, tandis que les autres pays d'Asie en détiennent plus de 20 %, dont plus de la moitié pour la Chine. En outre, même si la part des pays de l'OPEP n'est que de 3 % environ des actifs américains détenus par des non-résidents, il convient de noter qu'au cours de l'année dernière, avec la montée en flèche des prix du pétrole, les exportateurs d'or noir ont investi une part de leurs bénéfices exceptionnels en actifs américains (graphique 16). Même s'ils ont diversifié leur portefeuille et se

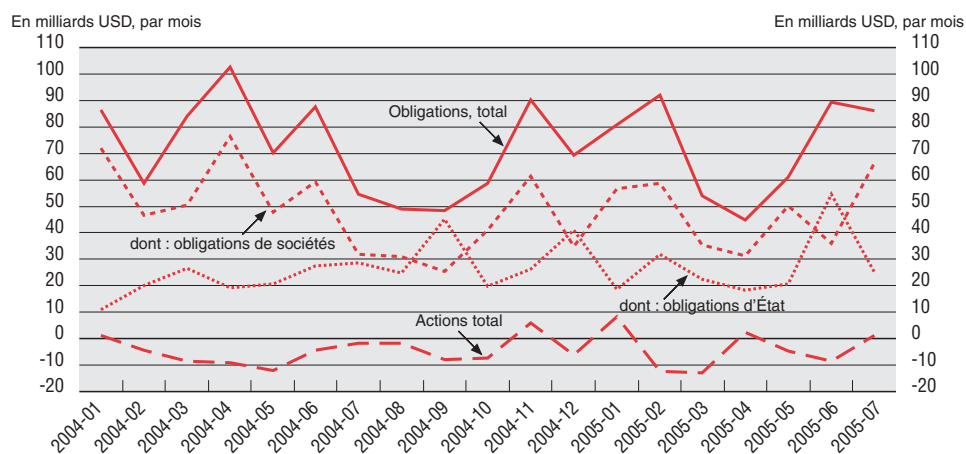
Graphique 14. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par région**
En milliards USD



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.

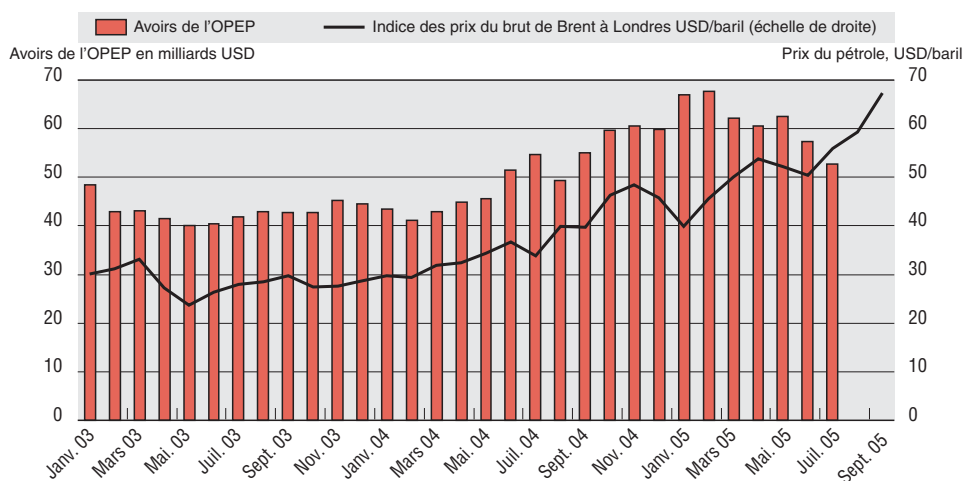
Graphique 15. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par catégorie**
En milliards USD



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.

Graphique 16. **Actifs américains détenus par les pays de l'OPEP**
Total des actifs américains détenus par des résidents des pays de l'OPEP,
en milliards USD et prix du pétrole en USD/baril, moyenne mensuelle



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

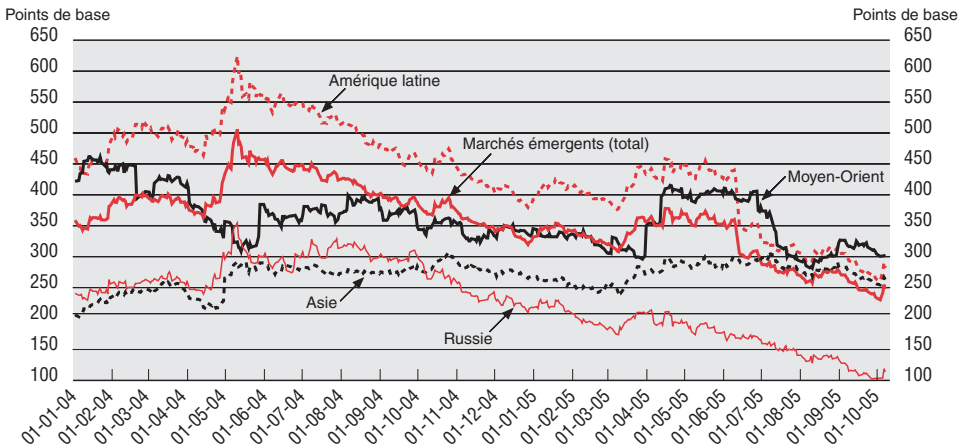
sont légèrement désengagés des actifs en dollar ces derniers mois, ils ne détenaient pas moins de 53 milliards USD d'actifs américains en juillet, soit plus qu'en juin 2004.

V. Marchés émergents

*Faiblesse record
des écarts
de rémunération
des indices
des marchés
émergents liée
en partie
aux perspectives
positives de
ces économies.*

La croissance des économies émergentes a continué d'attirer les investisseurs étrangers et même si son rythme devrait un peu se ralentir par rapport à l'année dernière, la croissance du PIB de ces économies reste bien supérieure à celle des pays de l'OCDE et est plus forte que celle de l'économie mondiale⁹. L'attitude positive des investisseurs s'est traduite par une nouvelle compression des écarts de rendement des indices des obligations des marchés émergents (EMBI) par rapport aux titres d'État américains, de sorte que ces écarts se sont établis à des niveaux d'une faiblesse historique début octobre (graphique 17). Cette compression des écarts est sans doute en partie motivée par les écarts positifs de croissance des économies émergentes par rapport aux pays industrialisés.

Graphique 17. Écarts de rémunération des marchés émergents



Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005. Écarts de rendement interne des titres garantis et non garantis (rendements panachés) composant l'Indice EMBI Global de JP Morgan par rapport aux rendements des obligations de référence des États-Unis. L'Indice EMBI Global couvre les obligations Brady, les euro-obligations, les obligations négociées et les titres d'emprunt des marchés locaux libellés en dollars émis par des entités souveraines et quasi souveraines.

On notera que d'après les informations de JP Morgan, la forte chute du 10 au 13 juin 2005 de l'indice pour l'Amérique latine et donc, de l'indice total des marchés émergents est dû à un rééquilibrage au cours du mois de juin provoqué par la conversion de la dette argentine. Par suite de ce rééquilibrage, la dette argentine en situation de défaut de paiement (avec des écarts de rémunération de 5 000 points de base et plus) a été en partie remplacée par des emprunts productifs assortis d'écarts de rémunération bien inférieurs.

Source : Thomson Financial Datastream.

La notation de la dette des marchés émergents a fait l'objet de révisions en hausse continues. Pour plus de la moitié de ses composantes, l'indice EMBI Global de JP Morgan appartient désormais à la catégorie investissement contre 10 % environ en 1998. Dans leur quête de rendement, de nombreux investisseurs institutionnels ont renforcé leurs positions sur les marchés émergents¹⁰. Face au gonflement de la demande, les emprunteurs de ces marchés ont accru leurs émissions pour les porter à un niveau record au cours des sept premiers mois de 2005, qui se situe à 22 % au-dessus du volume des émissions de la période correspondante l'année précédente¹¹. Récemment, mettant à profit la baisse des coûts de financement tout en étant confiants quant à la stabilité des conditions macroéconomiques, de nombreux émetteurs, notamment des gouvernements d'Amérique latine, ont procédé à des émissions libellées dans des grandes monnaies, principalement en dollar des États-Unis.

Gonflement des émissions obligataires des marchés émergents face à une demande vigoureuse.

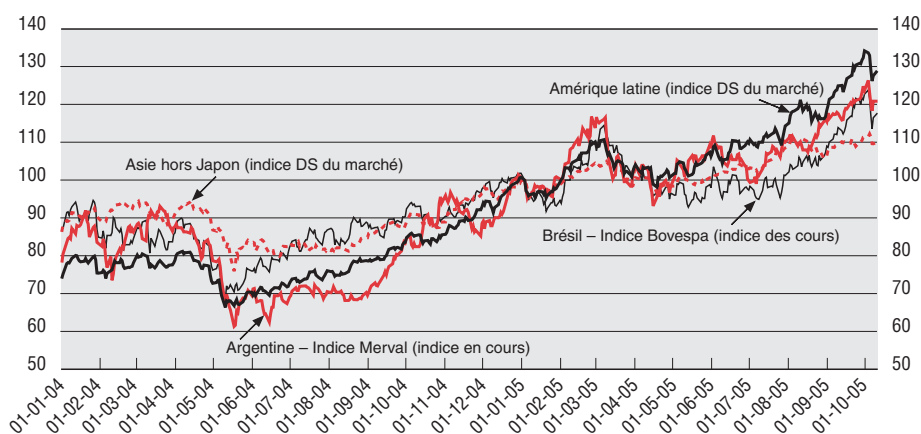
Dynamisme des marchés d'actions des économies émergentes, notamment au Brésil...

Sous l'effet de la demande des investisseurs étrangers ainsi que de la demande intérieure, les marchés d'actions des principales régions émergentes ont connu un rebond (graphique 18). Ce rebond a été particulièrement prononcé en Amérique latine. Toutefois, il ne s'est produit qu'après des performances un peu moins bonnes au deuxième trimestre. Au Brésil, les incertitudes politiques liées aux accusations de corruption au sein du gouvernement ont entraîné un creusement des écarts de rémunération des obligations brésiliennes fin juillet, puis de nouveau fin août. Néanmoins, parmi les grands pays de la région, le marché brésilien d'actions a affiché parmi les meilleures performances de la période récente et, en termes de dollar, a largement surpassé les autres grâce au renforcement du réal.

... et restructuration réussie de la dette de l'Argentine.

En Argentine, les investisseurs ont retrouvé la confiance après une restructuration réussie de la dette et sous l'effet d'une prévision de croissance de 7.5 % pour cette année, soit plus du double de la croissance de l'économie brésilienne. La restructuration de la dette argentine a été entreprise en février et les investisseurs se sont vu proposer quelque 35 milliards USD de nouveaux titres en

Graphique 18. **Performances boursières de quelques économies émergentes**
Indices d'actions, base 100 au 3 janvier 2005



Note : Données quotidiennes jusqu'au 10 octobre 2005.
Source : Thomson Financial Datastream.

échange de 100 milliards USD d'anciens emprunts avec des paiements d'intérêts au titre de ces derniers de plus de 600 millions USD. Avec une participation de 76 %, cette opération de restructuration a permis de ramener le poids de la dette à 72 % du PIB (contre 147 % en 2002 après la défaillance record du pays sur sa dette en décembre 2001), ainsi qu'une amélioration considérable du profil du service de la dette. Début juin, Standard and Poor's a révisé en hausse la notation de la dette à long terme de l'Argentine pour la porter à B- avec une perspective stable, alors qu'elle était notée SD (défaillance sélective). Cette décision de l'agence de notation a envoyé un signal positif aux investisseurs, restés prudents à la suite de la déclaration de cessation de paiement du pays pour un montant record en décembre 2001.

Si les écarts de rémunération des obligations asiatiques sont restés supérieurs aux rendements de l'indice total des marchés émergents depuis août dernier, ils n'en ont pas moins diminué de concert avec les écarts des autres marchés émergents. Le 21 juillet, la Chine a réévalué le yuan de 2.1 %, tout en introduisant un régime de flottement administré limité à 0.3 % par jour *vis-à-vis* du dollar. Par la suite, la Chine a annoncé une marge quotidienne de fluctuation hors dollar de 1.5 %. Pour réduire la nécessité d'intervenir sur de multiples marchés, la banque centrale chinoise a annoncé le 23 septembre un nouvel élargissement de la marge de fluctuation du yuan, ce qui autorise désormais des transactions portant sur d'autres monnaies que le dollar dans une fourchette de 3 % par jour.

Assouplissement de la politique des changes de la Chine sous l'effet des tensions suscitées par sa croissance économique vigoureuse.

Notes

1. Après correction de facteurs spéciaux comme la passation en charges de créances irrécouvrables, des variations de change et des opérations de titrisation, les chiffres de la Banque du Japon font apparaître une progression sur un an de 0.2 % des crédits en août qui atteignent 386 990 milliards JPY.
2. Le 5 mai 2005, Standard and Poor's a révisé en baisse les notations des constructeurs automobiles américains General Motors et Ford, pour les ramener en dessous de la catégorie investissement ; Moody's Investors Service lui a emboîté le pas le 25 août en ramenant la note des deux constructeurs au statut d'obligations à haut risque.
3. Cette expression (« savings glut ») apparaît pour la première fois dans une allocution prononcée par le Gouverneur Ben S. Bernanke, *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, lors de la Sandridge Lecture organisée le 10 mars 2005 par la Virginia Association of Economics, à Richmond, en Virginie.
4. Voir JP Morgan Research (2005), *Corporates are driving the global saving glut*, J.P. Morgan Securities Ltd, 24 juin.
5. Selon des informations émanant de la Commission européenne, le gonflement des émissions des institutions financières et des sociétés non financières en juin 2005 semble être principalement lié à la date butoir fixée au 1^{er} juillet 2005 pour l'application de la nouvelle directive de l'UE sur les prospectus, laquelle va imposer à la plupart des entreprises de mettre à jour leurs programmes d'emprunt avant de représenter sur le marché.
6. ISDA – International Swaps and Derivatives Association, Inc. (2005), *ISDA Mid-Year 2005 Market Survey*. New York, ISDA (également disponible à l'adresse www.isda.org). L'enquête de l'ISDA couvre les échanges sur le risque de défaillance et les obligations structurées adossées à des emprunts.
7. Banque des règlements internationaux, *Rapport trimestriel de la BRI*, septembre 2005.
8. Le total des entrées de capitaux aux États-Unis sur les marchés d'actions, qui se compose des achats étrangers d'actions américaines ainsi que des ventes d'actions étrangères détenues par des résidents aux États-Unis, s'est établi à 512 milliards USD pour la période janvier-juillet 2005, et à 469 milliards USD en 2004 (moyennes mensuelles). En comparaison, les entrées totales sur les marchés obligataires se sont élevées à 1 183 milliards USD pour la période janvier-juillet 2005 et à 1 065 milliards USD en 2004 (moyennes mensuelles).
9. Selon les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (septembre 2005), la croissance du PIB du groupe des pays émergents a récemment été révisée à la hausse à 6.4 % pour 2005 et 6.1 % pour 2006, ce qui est supérieur à la croissance mondiale (4.3 % pour 2005 et 2006), ainsi qu'à la croissance des pays industrialisés (2.5 % pour 2005 et 2.7 pour 2006). Les *Perspectives économiques* de l'OCDE (juin 2005) estiment la croissance du PIB de l'ensemble des pays de l'OCDE à 2.6 % pour 2005 et 2.8 % pour 2006.