

L'actualité récente des marchés de capitaux

I. Tour d'horizon

Les marchés de capitaux ont fait preuve de leur capacité de résistance dans un contexte de hausse sensible des prix du pétrole et des matières premières et d'attentes un peu moins optimistes quant à la vigueur de la reprise. Les grandes places boursières, qui avaient affiché une hausse durant la majeure partie du premier trimestre, ont donné quelques signes de faiblesse à la fin mars, puis de nouveau durant les derniers jours de mai et à la mi-août, cédant ainsi une partie du terrain conquis depuis la fin de la période de repli de l'activité au premier semestre de 2003. Depuis lors, cependant, les marchés d'actions ont légèrement progressé ou sont au moins restés stables et les marchés obligataires ont mieux absorbé le retournement du cycle des taux d'intérêt que ne le craignaient certains analystes.

Grâce aux signaux clairs émanant des banques centrales, les marchés se sont bien ajustés à la fin d'une période de faiblesse des taux d'intérêt directeurs, intégrant efficacement dans les cours les récentes modifications de ces taux, notamment la série de mesures prises par la Réserve fédérale des États-Unis à partir du mois de juin. Toutefois, les relèvements récents des taux de rendement dans le segment des échéances courtes de la courbe des taux se sont accompagnés d'un recul des taux longs, ce qui a entraîné un aplatissement de la courbe. Ce recul des taux longs résulte en partie de la décline des anticipations d'inflation, mais il traduit aussi le dénouement des opérations spéculatives sur écarts de rendement (*carry-trades*), dont s'étaient servies de nombreuses institutions lorsque les taux d'intérêt

Les marchés de capitaux ont fait preuve de leur capacité de résistance...

... face à un changement de situation sur le front des taux d'intérêt...

étaient plus faibles. Les rendements des obligations de sociétés ont eux aussi récemment diminué, pour ne maintenir généralement qu'un écart assez réduit par rapport aux obligations d'État, face à des signes de stabilité, voire d'amélioration, de la solvabilité des emprunteurs et dans des conditions de liquidité encore favorables. Les écarts de rémunération des obligations des marchés émergents se sont encore contractés, conformément aux perspectives positives offertes à ces économies.

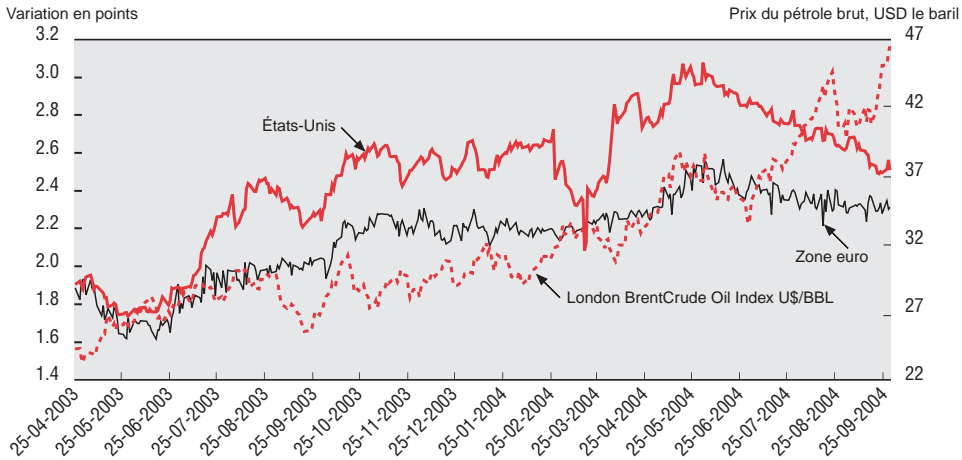
... et à des menaces de ralentissement de la croissance, comme la hausse des prix du pétrole...

Au deuxième trimestre, la publication de diverses statistiques économiques moins bonnes que prévu a suscité des incertitudes et des divergences de vue concernant les perspectives économiques. Néanmoins, les données pour le troisième trimestre ont conforté les anticipations relatives à un redressement soutenu de l'économie mondiale. Les prix du pétrole, qui avaient fortement augmenté depuis la fin juin, ont récemment atteint des sommets historiques.¹ En général, les anticipations relatives à l'évolution des prix restent très sensibles aux facteurs affectant l'offre. Toutefois, le renchérissement du pétrole a aujourd'hui moins d'effets sur les économies industrialisées que ce n'était le cas il y a quelques décennies et les poussées récentes des prix n'ont que marginalement freiné la croissance dans les principales économies de l'OCDE.² De plus, la hausse des prix du pétrole ne semble pas avoir attisé les anticipations générales sur l'inflation, qui ont poursuivi leur repli si l'on en juge par les performances des obligations indexées sur l'inflation (graphique 1). Jusqu'ici, cette évolution a aussi permis aux banques centrales de faire preuve de mesure dans leur démarche d'abandon de la politique d'aisance monétaire.

... ainsi que des déséquilibres qui pèsent sur les anticipations des investisseurs.

Parmi les autres facteurs en jeu, des préoccupations se sont exprimées quant à l'ampleur des déséquilibres dans les principales économies, car la façon et la rapidité avec laquelle les déficits des finances publiques et des paiements courants sont réduits peut exercer un impact considérable sur le secteur financier et la sphère réelle de l'économie. Jusqu'ici cependant, la transition vers le resserrement de la politique monétaire s'est faite en bon ordre et les investisseurs semblent avoir conservé leur optimisme

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



Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 2004. 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.

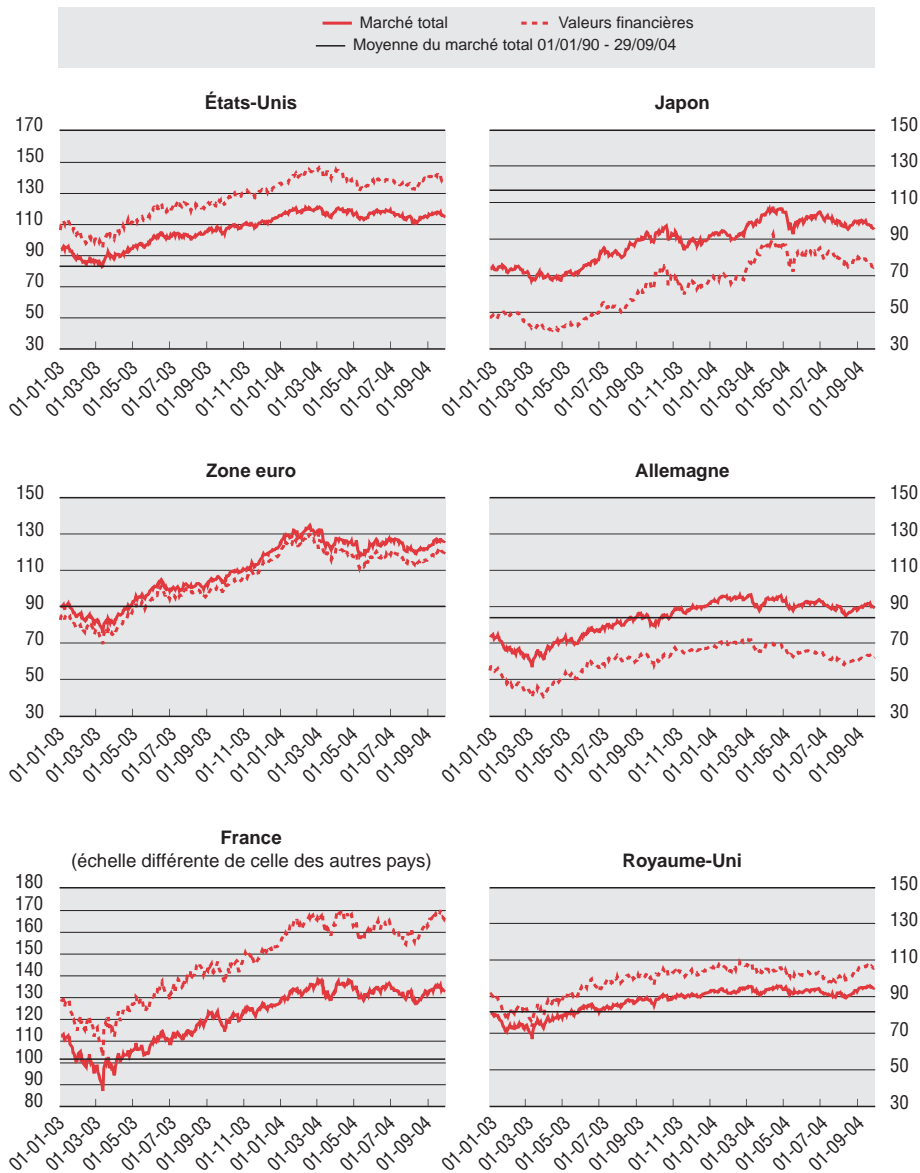
sur les perspectives économiques, malgré certaines révisions récentes en baisse des prévisions d'évolution du PIB.³

II. Marchés d'actions

Sur les principaux marchés d'actions, les prix se sont tassés en mars et en mai (pour le Japon, uniquement en mai) de cette année. Or, même si leur ampleur a été modeste, ces renversements de tendance auront été les plus marqués depuis la fin de la phase de baisse entamée après l'an 2000 et qui s'est achevée au deuxième trimestre 2003 (graphique 2 et tableau 1). Ce repli s'explique par les avertissements sur résultats lancés par les entreprises et par les statistiques macroéconomiques qui se sont avérées moins bonnes que prévu. De plus, les très bonnes statistiques de l'emploi aux États-Unis ont fait craindre que la Fed ne resserre les taux plus tôt qu'on ne l'attendait. Si l'on y ajoute la

Le rythme de redressement des marchés d'actions s'est ralenti ...

Graphique 2. **Principaux marchés d'actions**
Indices du marché total et indices des cours des valeurs financières 1998



Note : Indices Datastream. Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 2004.
 Source : Thomson Financial Datastream.

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

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
<i>Indices boursiers généralistes</i>								
	WILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
Var. en % déc. 03-sept. 04	3.4%	7.5%	3.5%	0.9%	5.4%	3.8%	3.7%	5.4%
Var. en % mars 04-sept. 04	-0.9%	-3.1%	-1.0%	-0.3%	0.7%	2.4%	2.6%	-1.5%
CCR août 04 ^b	19.3	31.2	14.0	11.9	13.9	15.3	14.0	16.9
CCR moyen jan. 90-sept. 04 ^b	21.5	51.1	16.5	17.7	15.2	19.4	17.5	19.2
CCR moyen 90-94 ^b	17.6	48.7	14.2	17.4	12.5	17.8	15.4	19.2
<i>Télécommunications, médias, informatique^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	-6.5%	0.5%	-4.3%	-1.8%	-8.9%	-1.0%	-4.7%	3.0%
Var. en % mars 04-sept. 04	-6.8%	-6.4%	-10.0%	-5.1%	-11.5%	-2.9%	-6.9%	-7.7%
CCR août 04	28.0	31.9	17.8	14.3	18.3	16.7	15.9	22.8
CCR moyen jan. 90-sept. 04	29.5	66.6	22.2	33.8	19.8	21.2	25.2	29.0
CCR moyen 90-94	21.2	49.7	14.3	28.6	13.0	13.6	14.8	27.1
<i>Valeurs financières^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	5.5%	19.1%	3.1%	-7.0%	9.5%	-0.4%	2.7%	10.2%
Var. en % mars 04-sept. 04	-1.9%	-2.8%	-0.7%	-9.3%	2.4%	2.1%	1.0%	1.5%
CCR août 04	13.5	31.7	12.2	9.3	12.1	14.5	12.7	13.4
CCR moyen jan. 90-sept. 04	15.5	67.2	16.2	20.6	12.3	21.0	17.1	13.4
CCR moyen 90-94	12.5	61.1	14.8	22.1	11.2	18.6	18.4	12.7
<i>dont : Banques^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	4.4%	18.6%	4.0%	-5.6%	9.0%	-2.6%	1.2%	5.0%
Var. en % mars 04-sept. 04	-0.3%	-0.3%	0.6%	-8.7%	3.5%	3.4%	2.3%	-0.6%
CCR août 04	14.6	43.0	12.2	11.6	10.4	13.1	11.4	12.7
CCR moyen jan. 90-sept. 04	14.3	104.5	13.3	13.8	10.7	16.3	14.5	12.7
CCR moyen 90-94	11.3	64.4	10.6	13.4	9.5	11.0	14.5	12.5
<i>Sociétés d'assurance^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	7.2%	14.1%	-0.3%	-11.9%	4.0%	6.8%	-5.5%	7.0%
Var. en % mars 04-sept. 04	-3.0%	-5.8%	-3.3%	-10.5%	-4.2%	2.1%	-15.0%	-0.1%
CCR août 04	11.9	14.7	9.4	6.4	13.7	16.4	11.4	15.0
CCR moyen jan. 90-sept. 04	18.8	47.7	22.1	35.3	13.7	31.0	25.1	13.5
CCR moyen 90-94	13.9	49.3	24.7	47.7	11.4	33.6	29.2	12.2
<i>dont : Sociétés d'assurance vie^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	12.7%	42.2%	-5.6%	19.0%	29.2%	-7.4%	8.1%	21.1%
Var. en % mars 04-sept. 04	2.3%	13.3%	-7.7%	-0.9%	12.0%	-6.4%	0.8%	6.5%

Tableau 1. Évolution des indices boursiers généralistes et sectoriels dans les économies du G-7 (suite)

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
<i>Sociétés d'assurance non-vie^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	4.4%	14.1%	1.4%	-7.8%	n.a.	14.6%	-2.0%	12.1%
Var. en % mars 04-sept. 04	-2.9%	-5.8%	-8.4%	-6.0%	n.a.	-5.9%	-14.5%	8.3%
<i>Sociétés de réassurance^d</i>								
Var. en % déc. 03-sept. 04	-6.6%	n.a.	-13.4%	-12.7%	-12.1%	n.a.	-18.0%	n.a.
Var. en % mars 04-sept. 04	-12.6%	n.a.	-12.0%	-11.1%	-19.8%	n.a.	-18.4%	n.a.

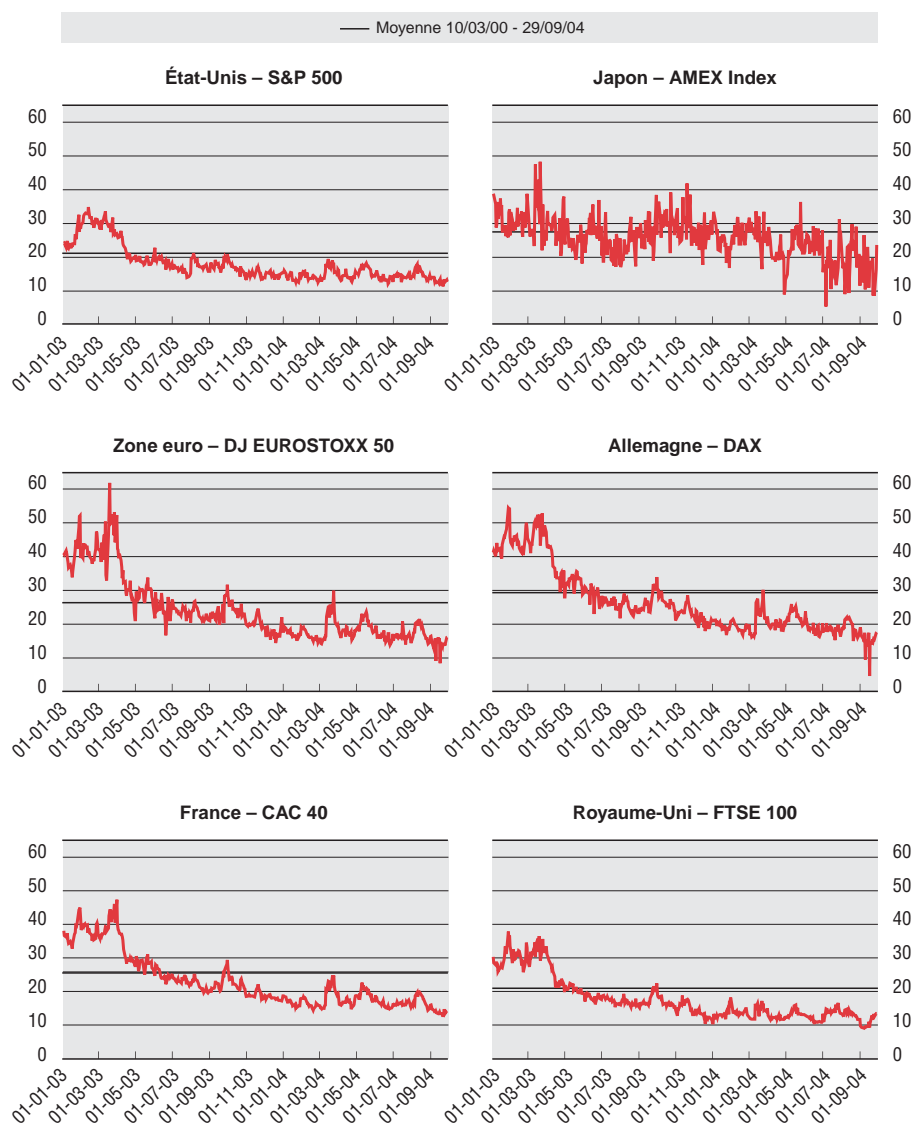
Note: Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles (moyenne pour septembre jusqu'au 29-09). Les bénéfices par actions, qui constituent les dénominateurs des coefficients de capitalisation des résultats, reposent sur le dernier taux annualisé représentatif du dernier exercice ou ils sont calculés par agrégation des bénéfices des périodes intermédiaires. Pour la France, les bénéfices courants par action sont une prévision fournie par des sources locales. Pour le Royaume-Uni, les bénéfices sont calculés par une méthode d'analyse en glissement sur 12 mois reposant sur les comptes intermédiaires, de fin d'année et annuels.

a) Indices Datastream.

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

Source: Thomson Financial Datastream.

hausse des prix du pétrole (et les incertitudes quant aux approvisionnements), ces évolutions ont un peu entamé l'optimisme à l'égard de la reprise économique. Néanmoins, comme les résultats effectifs des sociétés récemment annoncés par les sociétés ont été assez positifs et que les grandes économies ont paru à même de conjurer une partie des menaces de ralentissement, notamment celle du renchérissement du pétrole, les investisseurs semblent avoir renoué avec la confiance dans les actions. Depuis leurs creux de la mi-août, les marchés ont été mieux orientés et les principaux indices ont pour l'essentiel retrouvé leurs niveaux de la fin du premier semestre ou les niveaux qu'ils avaient atteint au début de l'année. Conformément à ces perspectives plus favorables et à cette dissipation des incertitudes, la volatilité (telle qu'elle ressort implicitement des prix des options) s'est inscrite en recul, en particulier dans la zone euro (graphique 3).

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

Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 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.

...mais les paramètres fondamentaux offrent des perspectives positives.

Même si les données récemment publiées sur les bénéfices des entreprises restent en demi-teinte, les investisseurs semblent faire reposer leur stratégie à long terme sur les perspectives dans l'ensemble positives pour le secteur des entreprises. Aux États-Unis, par exemple, où la progression des bénéfices s'est établie dans une fourchette de 10 % à 20 % depuis 2002, ces performances devraient se poursuivre tout au long de 2004 d'après les prévisions moyennes du secteur privé. Ce redressement de la rentabilité a été le plus rapide depuis plus de dix ans et les sociétés américaines ont fait mieux que leurs homologues des autres économies du G-7. En septembre, les révisions en hausse de la croissance du PIB réel des États-Unis pour le deuxième trimestre sont venues corroborer la confiance des investisseurs quant à une évolution généralement positive de l'économie. Au Japon, le dynamisme des exportations et de l'investissement des entreprises a amené de nombreux prévisionnistes à s'attendre à une croissance supérieure à son potentiel cette année. Dans la zone euro, malgré des différences marquées entre les économies qui la composent, les récents chiffres de la croissance ont apporté une bonne surprise.

Les disparités de performance selon les secteurs sont considérables, les valeurs technologiques cédant du terrain après un premier trimestre plus dynamique ...

La performance des indices généralistes masque des disparités considérables selon les secteurs, comme le montre les écarts de performance des indices sectoriels des cours des actions (tableau 1). Parmi les mauvais élèves, on compte en particulier les valeurs technologiques qui, aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, ont cédé plus de 5 % de leur valeur entre la fin de l'an dernier et septembre, alors qu'elles connaissaient une quasi stagnation au Japon et qu'elles progressaient de 3 % au Canada. De mars à septembre, ces indices se sont inscrits en repli sur toutes les grandes places boursières. Cette baisse a été alimentée en partie par les avertissements sur résultats lancés par quelques grandes sociétés technologiques (comme Intel, Cisco Systems, Hewlett Packard ou Nokia), et même si Microsoft a annoncé une augmentation de son dividende trimestriel, les investisseurs ont interprété le rachat prévu d'actions dans les prochaines années comme un manque de possibilités de placement dans le secteur technologique plutôt que comme un signe positif à l'adresse du marché.⁴

La faiblesse récente de ce secteur contraste nettement avec ses performances relativement vigoureuses qui ont persisté une bonne partie du deuxième trimestre. Au cours de cette période, le financement sous forme d'apport de capital risque avait aussi fait un retour en force, grâce à l'apaisement des craintes d'une surabondance de capitaux, à l'amélioration des technologies dans le segment des introductions en bourse et à la présence de groupes établis cherchant à mobiliser des fonds.⁵ Aux États-Unis, les fonds de capital risque ont ainsi collecté 7.9 milliards USD au premier trimestre de 2004, contre un milliard USD seulement un an plus tôt. En comparaison, en Europe, sous l'impulsion du Royaume-Uni, 70 millions EUR seulement ont été réunis sous forme de capital risque au cours des trois premiers mois de l'année, ce qui marque un recul considérable par rapport aux 392 millions EUR du premier trimestre de l'année précédente. Comme le capital risque européen accuse normalement un retard de six à douze mois sur celui des États-Unis, les performances dans la région vont peut-être s'améliorer au second semestre.

Les actions des institutions financières des grandes économies se sont généralement mieux comportées que les valeurs technologiques, hormis en Allemagne où l'indice des valeurs financières a cédé près de 10 % de mars à septembre. Au Japon, l'indice correspondant a affiché dans l'ensemble de bons résultats grâce à un très bon premier trimestre. Malgré une tendance à la baisse au troisième trimestre, cet indice a progressé depuis le début de l'année (de décembre 2003 à septembre 2004) de près de 20 %, ce qui tend à montrer que les réformes du secteur financier ont commencé à porter leurs fruits. Ces derniers mois (de mars à septembre), l'indice global du secteur financier pour l'ensemble des États-Unis et de la zone euro a encore reculé, malgré une amélioration des performances en début d'année.

L'évolution des cours des actions a considérablement varié selon les sous-secteurs dans chaque pays. Au Japon, grâce à la publication de très bons résultats, les valeurs bancaires se sont très bien comportées plus tôt dans l'année, mais l'indice correspondant avait reperdu en septembre le terrain gagné. Malgré la publication de résultats tout aussi excellents par les grandes banques allemandes en début d'année, l'indice glo-

... mais les introductions en bourse reprennent.

Les valeurs financières se sont mieux comportées en début d'année, mais elles se sont repliées récemment.

La situation du secteur financier pourrait s'améliorer sous l'effet de l'accord de Bâle II.

bal des valeurs bancaires en Allemagne a reculé depuis le début de l'année et il en est allé de même en Italie. Avec l'adoption en juin des propositions dites « Bâle II »,⁶ les banques et le secteur financier en général vont peut-être améliorer leur situation à long terme. Le nouvel accord va mettre en place un régime de solvabilité plus sensible au risque que le dispositif actuel en matière de risque de crédit. Certains ont pu craindre que les nouvelles règles n'introduisent une tendance à amplifier les cycles, car elles risquent d'exacerber la pénurie de crédit dans des périodes difficiles. Toutefois, comme on assiste à une multiplication des preuves que le recours croissant à des processus plus formels d'octroi de crédits a entraîné une moindre disponibilité du crédit, ces craintes ne semblent pas fondées, même si les autorités de contrôle doivent rester vigilantes dans ce domaine.⁷

Le secteur de l'assurance vie s'est particulièrement bien comporté...

L'indice du secteur de l'assurance vie a largement fait mieux que les autres indices de janvier à septembre, hormis en Italie où son recul a été en grande partie responsable de ceux à la fois de l'indice général des valeurs financières italiennes et de l'indice des valeurs de l'assurance vie de la zone euro – malgré les performances relativement positives du secteur en Allemagne et en France. Depuis plusieurs mois (de mars à septembre), marqués par une détérioration des conditions pour le marché d'actions et un recul des indices généraux des valeurs financières ainsi que de la plupart de leurs sous-indices dans les grandes économies, les indices des valeurs de l'assurance vie ont affiché des performances remarquables au Japon, en France et au Canada. Pour la branche non-vie, les résultats ont souvent été différents. Ces neuf derniers mois, les valeurs des assurances non-vie ont affiché de mauvais résultats en Allemagne et elles ont également reculé au Royaume-Uni – notamment au troisième trimestre – alors qu'elles progressaient dans les autres économies du G-7.

...alors que les indices du secteur de la réassurance ont fortement reculé cette année.

Le redressement du marché d'actions à l'échelle mondiale, l'amélioration de la solvabilité des emprunteurs ainsi que l'adoption de techniques plus élaborées de gestion des risques ont permis aux sociétés d'assurance de renforcer leurs bilans. Toutefois, les risques plus complexes restent plus difficiles à couvrir ce qui affecte plus particulièrement le secteur

de la réassurance. Les indices de ce secteur ont en effet enregistré de mauvais résultats ces derniers mois, avec des reculs particulièrement sensibles au Royaume-Uni et, plus récemment, en France. Toutefois, la révision en hausse de la notation par Standard and Poor's de l'ensemble du secteur de la réassurance en septembre se reflète déjà dans les indices qui ont regagné l'essentiel du terrain perdu depuis leurs creux du mois d'août, notamment en France. Cette révision en hausse de la notation s'appuie sur l'amélioration des perspectives de bénéfice, malgré les récents cyclones qui vont coûter des sommes considérables aux réassureurs et malgré les difficultés de la société de réassurance suisse Converium.

Les évolutions futures du secteur financier en général vont dépendre de la capacité des institutions financières à faire face à la hausse du loyer de l'argent et à l'aplatissement de la courbe des taux. Avant la série de mesures de resserrement décidées par les banques centrales, de nombreux établissements ont en effet profité des amples écarts de rendement entre le segment des échéances courtes et celui des échéances longues de la courbe des taux en se livrant à des opérations spéculatives sur écart de rendement. Bien que l'on ait pu craindre une liquidation simultanée de ces positions de négociation, jusqu'ici les investisseurs ont assez bien su intégrer dans les cours les changements des taux d'intérêt et la liquidation des positions de négociation s'est faite de façon progressive, peut-être grâce à l'amélioration de la transparence et de la communication des banques centrales. Les résultats annoncés par les institutions financières depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire tendent à montrer que ce secteur s'est bien préparé au changement de politique des taux d'intérêt.

La phase d'argent bon marché a été une aubaine pour les fonds d'arbitrage, car la possibilité d'obtenir des crédits à bon compte a facilité l'accroissement de leur endettement.⁸ Selon Van Hedge Funds Advisors International, le nombre de fonds dans le monde a été porté de 7 500 en 2002 à 8 100 en 2003, et il devrait atteindre 8 800 à la fin de 2004. Les actifs sous mandat de gestion devraient s'établir à 970 milliards USD, contre 820 milliards USD en 2003. Si l'on en juge par le Van Global Hedge Fund Index, qui affiche des

Les risques liés à l'évolution de la situation sur le front des taux d'intérêt pourraient ne pas se concrétiser...

... mais l'expansion des fonds d'arbitrage...

rendements de 1.3 % en termes nets au premier semestre, ces fonds ont enregistré de meilleures performances que les grands indices boursiers de référence. Toutefois, en avril et en juillet, dans le contexte défavorable au marché des actions, les rendements de ces indices ont été négatifs, à -1.2 % et -0.9 % respectivement.

... mérite d'être suivie de près et ce secteur pourrait être tenu à plus de transparence.

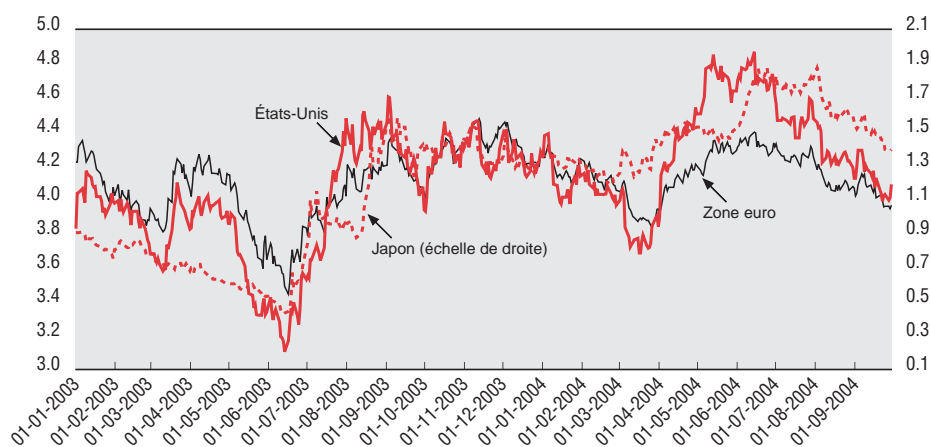
La recherche d'un rendement absolu qui caractérise les fonds d'arbitrage a aussi entraîné un gonflement des apports de ressources de la part des investisseurs institutionnels, notamment des fonds de pension. À la fin de 2003, quelque 400 institutions américaines détenaient 66 milliards USD investis dans des fonds d'arbitrage. Or, comme ces derniers ont sans doute plus recours à des stratégies d'effet de levier de façon à maintenir ou améliorer leurs performances historiques et faire face à la diminution des rendements en partie sous l'effet de l'intensification de la concurrence, ce secteur commence à préoccuper certaines autorités de tutelle.⁹ On affirme parfois qu'en améliorant la transparence des fonds d'arbitrage et en les contrôlant convenablement, les autorités de tutelle pourraient mieux en surveiller l'évolution et parer aux risques qu'ils peuvent faire courir à la stabilité financière ; toutefois, les partisans de ce secteur soulignent qu'un contrôle strict du secteur n'est pas nécessaire. Dans un cas comme dans l'autre, les risques ne semblent pas jusqu'ici démesurés, car l'endettement actuel du secteur des fonds d'arbitrage semble se situer à un niveau gérable et relativement modéré.¹⁰

III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

Les rendements des obligations de référence à long terme ont diminué...

Le rebond des marchés d'actions en septembre a entraîné une légère déconnexion *vis-à-vis* des marchés obligataires sur lesquels le rendement des obligations d'État de référence à 10 ans suit une pente descendante depuis la fin du deuxième trimestre (graphique 4). C'est aux États-Unis que les rendements ont subi leur plus forte glissade, puisqu'ils sont revenus aux alentours de 4 %, contre plus de 4.8 % alors, et ils sont désormais alignés sur les rendements de référence de la zone euro. Les rendements se sont égale-

Graphique 4. Rendements des obligations d'État de référence à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 2004.

Source : Thomson Financial Datastream.

ment inscrits en repli au Japon, même s'ils partaient de niveaux beaucoup plus bas, et ils se situent actuellement légèrement au-dessus de 1 %. Quoi qu'il en soit, les rendements restent supérieurs à leurs creux de juin de l'an dernier, lorsque certains investisseurs redoutaient la formation d'une bulle spéculative sur le marché obligataire.

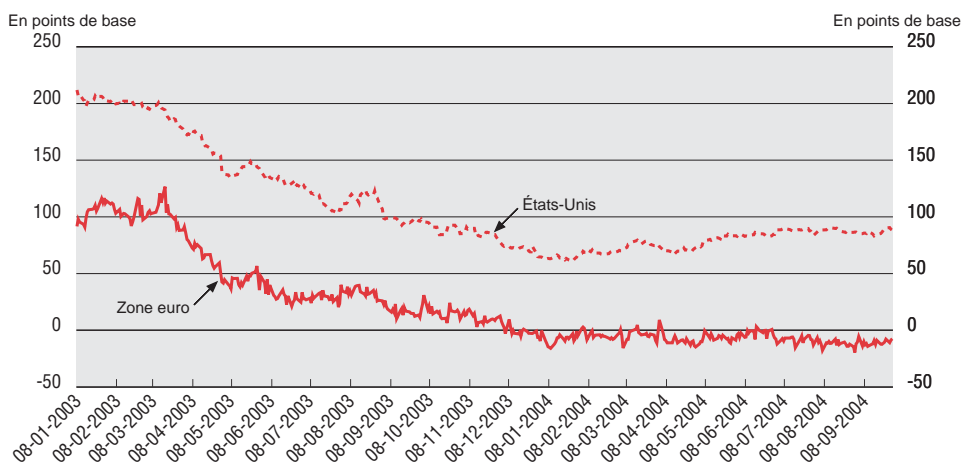
La hausse du début de l'année et la baisse ultérieure des rendements dans les échéances éloignées ont aussi été attribuées à des stratégies de négociation, comme en témoigne la relativement forte activité observée sur les marchés dérivés correspondants. En début d'année, des investisseurs actifs ont pris des positions vendeuses en anticipant la remontée des taux d'intérêt, ce qui a exercé des pressions à la baisse des prix des obligations et provoqué une hausse des rendements. Lorsque les prix des obligations ont recommencé d'augmenter, ces investisseurs ont inversé leurs positions, faisant ainsi baisser les rendements.

... en partie sous l'effet d'une inversion des positions de négociation...

... mais les écarts de rémunération des obligations de sociétés restent faibles dans un contexte d'amélioration de la solvabilité...

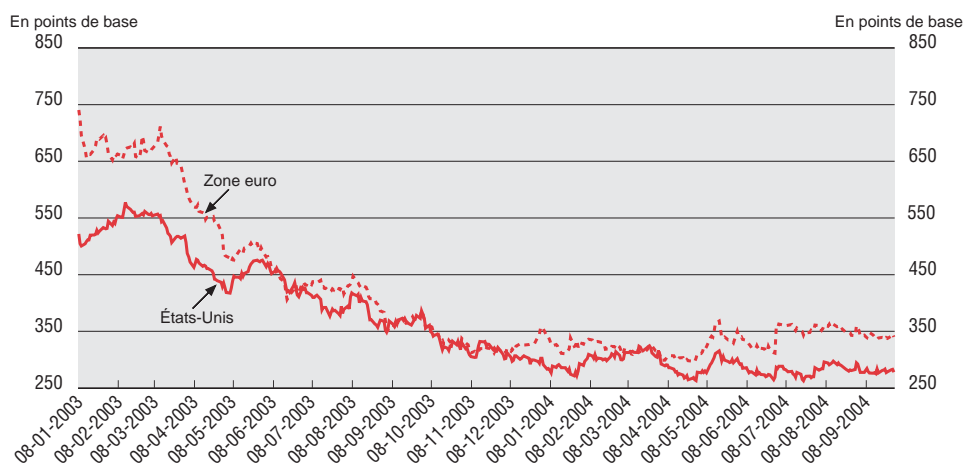
Les marchés des obligations de sociétés ont semblé peu affectés par les évolutions concomitantes observées sur les marchés des actions et des obligations d'État. Les écarts entre les rendements des obligations de sociétés notées BAA et des obligations de référence à 10 ans n'ont pas tellement progressé par rapport aux creux sans précédent enregistrés vers la fin de l'année dernière (graphique 5). Dans la zone euro, ces écarts étaient alors devenus inférieurs à zéro et ils sont restés négatifs ou proches de zéro depuis lors. Les écarts de rémunération des obligations à haut rendement ne se sont pas tellement creusés (graphique 6). Même s'ils ont un peu augmenté dans la zone euro, ils restent proches de leurs niveaux historiquement bas dans cette région et aux États-Unis. L'un des facteurs qui a pu jouer dans la modération de ces écarts, réside sans doute dans l'amélioration de la solvabilité des emprunteurs. Aux États-Unis, le nombre de défaillances et de rétrogradations a continué de reculer au cours des deux premiers trimestres, et au mois d'août le taux de défaillance a subi sa plus forte chute mensuelle pour l'année 2004, pour ressortir à 2.3 %. Qui plus est, pour la pre-

Graphique 5. **Écarts de rémunération des obligations de sociétés**



Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 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.

Figure 6. Écarts de rémunération des obligations à haut rendement



Note: Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 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.

mière fois depuis 2002, les révisions en hausse des notations ont commencé à dépasser les révisions en baisse.

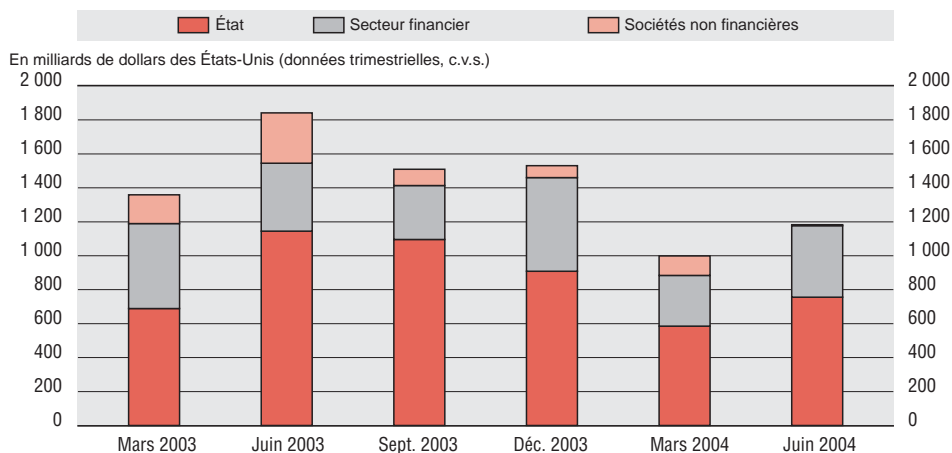
Autre phénomène positif, les gérants de portefeuille ont eu plus largement recours aux dérivés de crédit pour gérer leurs risques de crédit. Les marchés des dérivés de crédit sont devenus plus liquides et les produits tendent à se standardiser, ce qui a facilité cette évolution. Les principaux acheteurs sur ces marchés sont les banques, les maisons de titres, les sociétés d'assurance et les fonds d'arbitrage, mais ces derniers se montrent désormais aussi actifs du côté vendeur.

La faiblesse des écarts de rémunération des emprunts de sociétés peut aussi s'expliquer par des effets du côté de l'offre, car les entreprises se sont efforcées de renforcer leurs bilans en se désendettant. Aux États-Unis, les émissions obligataires ont reculé au cours des deux premiers trimestres de cette année, par rapport à l'an dernier (graphique 7). C'est en partie dû à la forte baisse des émissions obligataires des sociétés non financières, émissions

...tandis que les dérivés de crédit ont facilité la gestion des risques.

Les émissions obligataires ont sensiblement reculé aux États-Unis...

Graphique 7. **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.

qui, au deuxième trimestre, ont diminué de près de 100 % (par rapport au deuxième trimestre de 2003) pour ressortir au niveau modeste de 5.7 milliards USD.

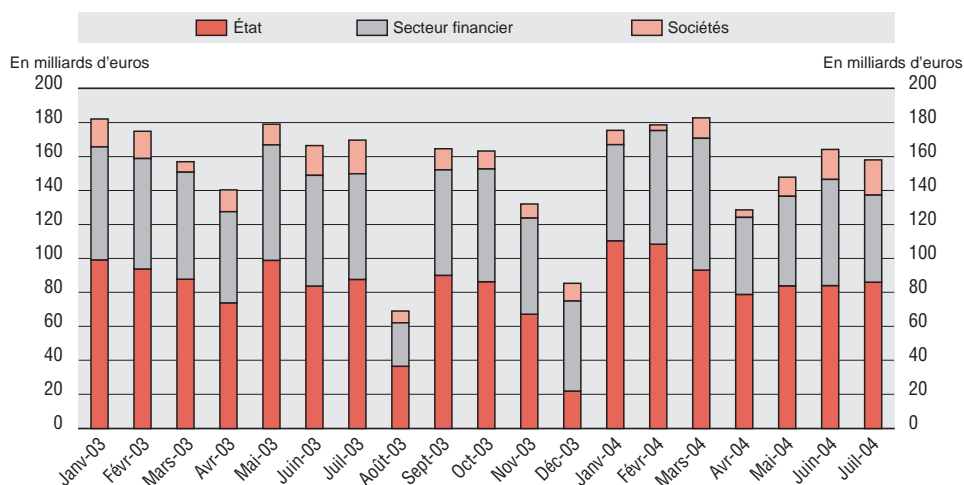
... et plus modérément en Europe.

Dans la zone euro, contrairement à l'évolution observée aux États-Unis, il n'y a qu'au deuxième trimestre où les émissions ont été inférieures à celle de la période correspondante de l'an dernier, car les émissions d'obligations d'État avaient augmenté au premier trimestre, par rapport aux trois premiers mois de 2003 (graphique 8). Le secteur des sociétés non financières a réduit ses appels au marché, bien que dans des proportions moindres qu'aux États-Unis. Pour ce qui est de l'évolution trimestrielle par rapport à l'année précédente, les émissions de ce secteur ont été inférieures de près de 40 % au premier trimestre et de quelque 20 % au second.

Les grandes banques centrales ont lancé une phase de resserrement du crédit...

Le 30 juin, la Réserve fédérale des États-Unis a mis fin à toute une période de modération des taux directeurs en relevant à 1.25 % le taux des fonds fédéraux, dont le niveau historiquement faible se situait à 1 % depuis le 25 juin de l'année dernière. Deux autres relèvements d'un quart de

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

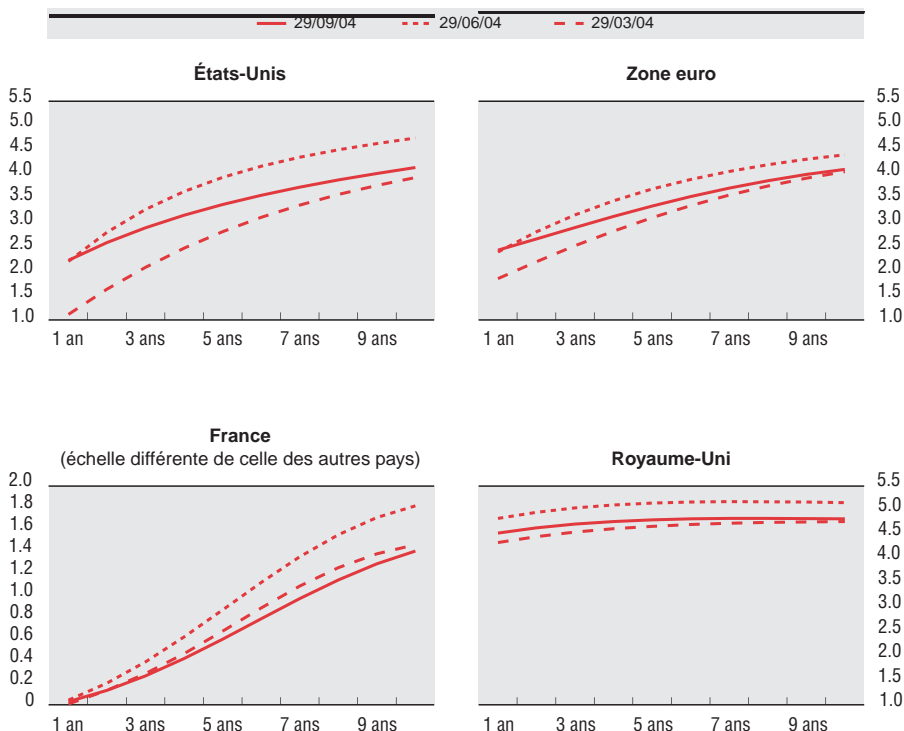


Note : Les émissions de titres « d'État » comprennent les obligations des organismes d'intérêt public, des États, des municipalités, régions, villes et organismes supranationaux. Les émissions du secteur « financier » comprennent les titres adossés à des actifs, les obligations émises par des institutions 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).

point ont suivi, le 10 août et le 21 septembre, portant ainsi ce taux directeur à 1.75 %. Même si ces décisions étaient attendues, comme on l'a indiqué précédemment, elles se sont accompagnées d'un recul des taux longs, ce qui a contribué à aplatir la courbe des taux (graphique 9). Étant donné que la reprise économique dans la zone euro est moins bien assurée qu'aux États-Unis, la Banque centrale européenne n'a pas jusqu'ici suivi les mesures de resserrement de la Fed et a maintenu à 2 % le taux de ses prises en pension, qui n'a pas changé depuis le 6 juin 2003. En revanche, les taux d'intérêt du marché dans le compartiment du court terme ont augmenté ces derniers mois dans la zone euro. Pour sa part, la Banque du Japon a annoncé en septembre qu'elle allait mettre fin à ses mesures d'achat d'actions de banques. Ce dispositif avait été mis en place

Graphique 9. Courbe des taux



Note : Moyennes mensuelles des données quotidiennes.

Source : Thomson Financial Datastream.

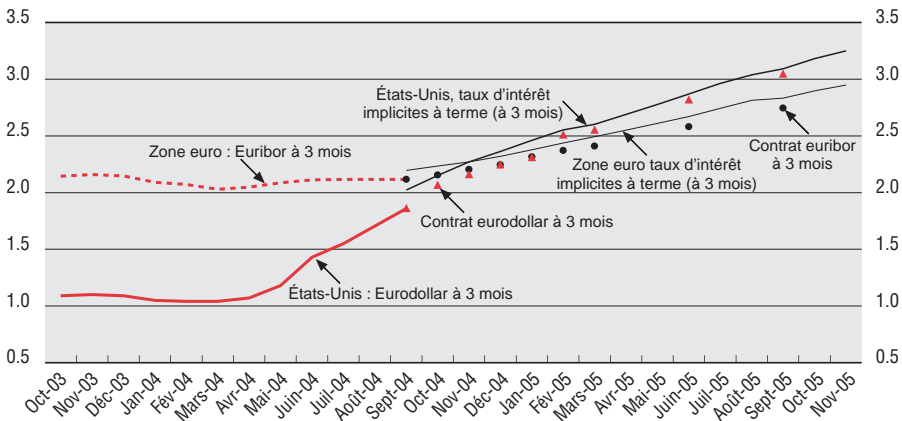
en septembre 2002 afin d'aider les banques à redresser leurs bilans et dans le cadre des efforts visant à mettre fin à la déflation. La décision d'interrompre cette politique hétérodoxe traduit l'amélioration des perspectives du secteur financier du pays et de l'économie japonaise dans son ensemble. Au Royaume-Uni, compte tenu de la vigueur de l'expansion économique, de l'accumulation des tensions inflationnistes et du renchérissement du logement, la Banque d'Angleterre, qui avait déjà commencé à resserrer sa politique en novembre de l'an dernier, a de nouveau relevé, en plusieurs étapes, le taux de ses prises en pension. Ses dernières mesures en ce sens ont été prises le 6 mai, le

10 juin et le 5 août, chacune ayant été marquée par un relèvement d'un quart de point du taux des prises en pension. Ce taux directeur se situe désormais à 4.75 %. Enfin, la Banque du Canada a commencé à durcir les conditions de crédit le 8 septembre, en relevant d'un quart de point son taux cible du financement à un jour pour le porter à 2.25 %.

De nouvelles hausses des taux à court terme sont attendus par les marchés, comme l'indiquent les taux des contrats à terme et les taux implicites à terme (graphique 10). Aux États-Unis, de même que dans la zone euro, les investisseurs s'attendent à de nouvelles mesures de resserrement des banques centrales pour le quatrième trimestre. Au Japon, on devrait assister à des hausses plus substantielles au second semestre de l'an prochain, mais il convient d'interpréter avec prudence l'évolution des taux à terme au Japon, compte tenu de leur très faible niveau et du fait que la politique actuelle de taux d'intérêt nuls de la Banque du Japon a enlevé de sa

... qui devrait se poursuivre durant toute la phase de reprise.

Graphique 10. Taux implicites à terme et taux des contrats à terme
États-Unis, zone euro



Note : Données au 29 septembre 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 eurodollar : contrat sur eurodollar à 3 mois (CME) ; contrats à terme sur Euribor : Euribor 3 mois (LIFFE).

Sources : Thomson Financial Datastream, OCDE.

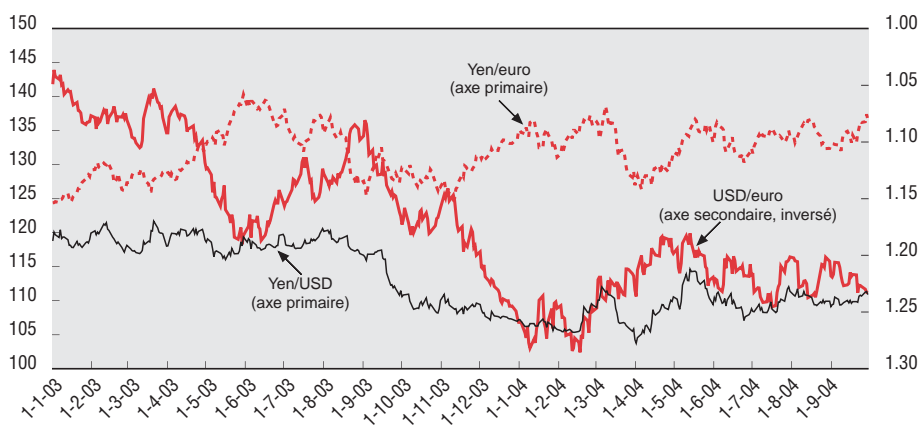
pertinence à cet indicateur. Au Royaume-Uni, après la dernière augmentation du loyer de l'argent, les marchés jugent très peu probables de nouveaux relèvements dans l'immédiat. Au Canada, d'autres relèvements devraient intervenir vers la fin de l'année, voire avant.

IV. Marchés des changes

La baisse du dollar s'est atténuée ...

Le repli du dollar contre euro s'est dans une large mesure terminé à la fin de février (graphique 11). Après avoir cédé 20 % de sa valeur vis-à-vis de la monnaie européenne (et 15 % en termes pondérés des échanges) en 2003, le dollar s'est inscrit en hausse à la suite de la réunion du G-7 de février 2004. Puis, en mai, la publication de statistiques macro-économiques moins bonnes que prévu ainsi que les inquiétudes quant à l'impact de la hausse des prix du pétrole sur la reprise économique ont entraîné une nouvelle dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Après avoir connu des rebonds passagers, la monnaie américaine a de nouveau été au creux de la vague à la fin de juin et à la mi-août, cette dernière baisse coïncidant avec le creux observé sur le marché d'actions.

Graphique 11. Principaux cours de change



Le cours du dollar n'a cependant pas été particulièrement faible, mais compte tenu des valeurs enregistrées au début du deuxième trimestre et alors que l'instabilité s'est accrue, il est demeuré dans une fourchette relativement étroite entre 1.20 et 1.25 dollar pour un euro. Les variations du taux de change effectif ont pour leur part été un peu plus prononcées. En termes pondérés des échanges commerciaux en effet, le dollar a commencé par s'apprécier jusqu'en mai, se redressant par rapport à sa phase de faiblesse du début de l'année, mais il a ensuite cédé du terrain jusqu'en août, ce qui aboutit à un recul global de plus de 10 % par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis depuis janvier.

... et son instabilité contre l'euro est restée relativement limitée...

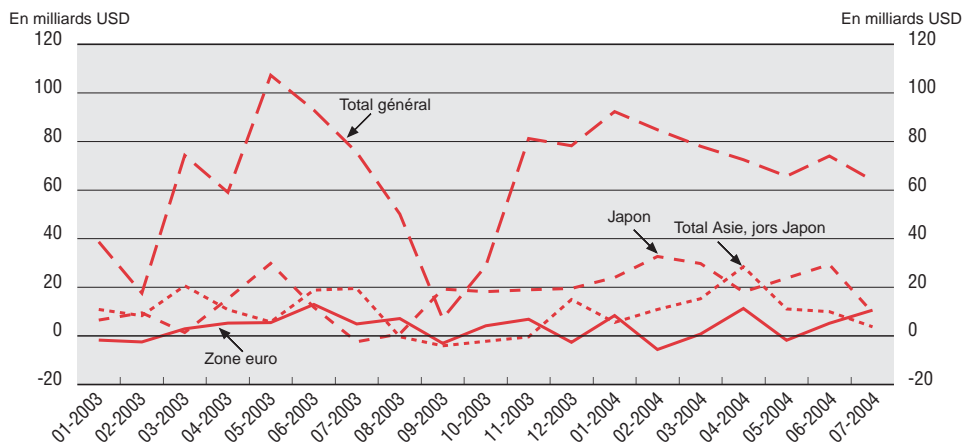
À l'instar de la monnaie européenne, le yen s'est inscrit en repli par rapport au dollar à la suite de la réunion du G-7 en février, principalement sous l'effet d'interventions sur les marchés des changes. Des chiffres publiés ultérieurement ont montré que les interventions de la Banque du Japon sur le marché des changes en vue de faire baisser le yen ont été suspendues à la mi-mars. Le yen a baissé en avril et en mai et, après s'être redressé jusqu'à la fin juin, il a de nouveau légèrement reculé et il s'inscrit depuis lors dans une fourchette relativement étroite aux alentours de 110 yen pour un dollar. L'annonce d'un taux de croissance relativement décevant du PIB japonais au deuxième trimestre n'a guère eu d'effets sur le cours de change du yen. En termes effectifs, la monnaie japonaise a largement conservé sa valeur par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux. Ces derniers mois, le yen est en outre demeuré relativement stable par rapport à l'euro.

... tout comme celle contre le yen.

Même si le Japon reste le premier détenteur d'actifs américains, il a dernièrement réduit ses acquisitions, tout comme d'autres économies asiatiques (graphique 12). Les préoccupations suscitées par la faiblesse du dollar ont sans doute joué dans la décision de la Chine, deuxième acheteur d'obligations du trésor américain après le Japon, de commencer à diversifier son portefeuille en devises en renforçant sa composante investie en obligations européennes et asiatiques. Dans ce contexte, il convient de noter que ce sont les placements des économies asiatiques qui ont assuré le gros du financement du déficit budgétaire améri-

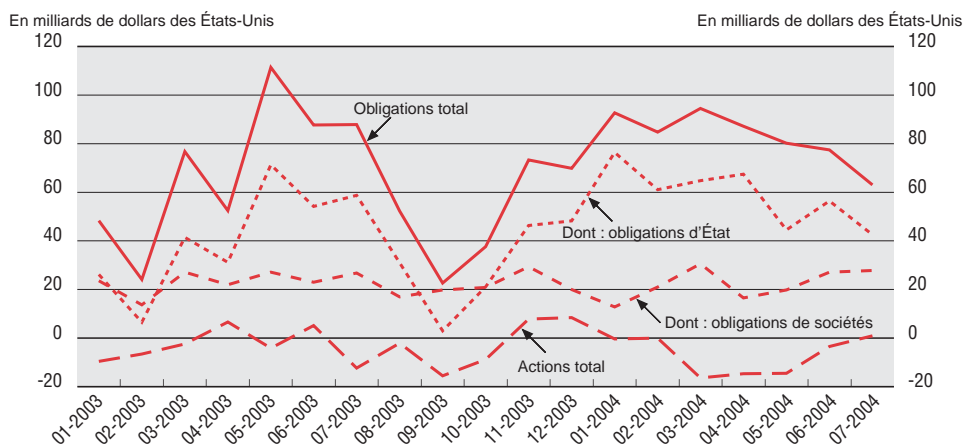
Les économies asiatiques ont réduit leurs achats d'actifs américains, mais les entrées de capitaux aux États-Unis restent suffisamment importantes.

Graphique 12. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par région**
En milliards de dollars des États-Unis



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

Graphique 13. **Entrées nettes d'investissements de portefeuille aux États-Unis, par catégorie**
En milliards de dollars des États-Unis



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

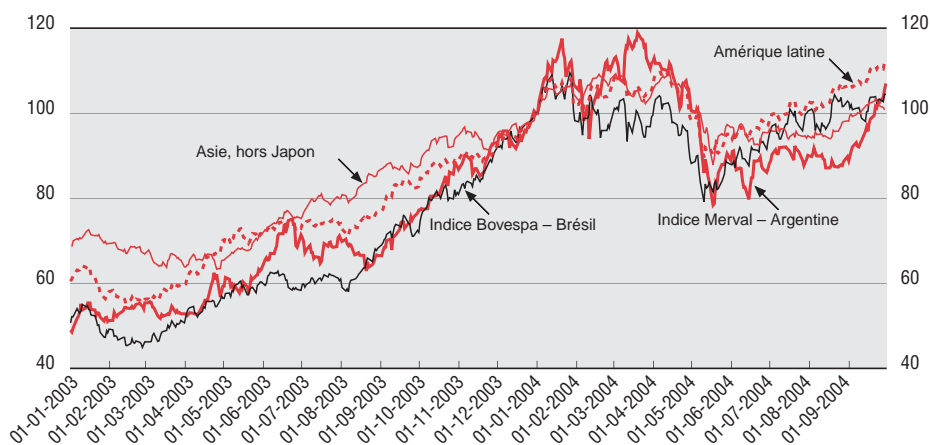
cain et qu'un recul substantiel de ces investissements risqué, toutes choses égales par ailleurs, d'affaiblir le dollar et d'exercer des tensions à la hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, les statistiques récentes indiquent que le recul des achats de titres du Trésor américain a été compensé par une augmentation des achats étrangers d'obligations et d'actions de sociétés américaines (graphique 13).

V. Économies émergentes

Ces derniers temps, les marchés émergents ont affiché de très bonnes performances. Pourtant, de la fin du premier trimestre jusqu'à la fin mai, les principaux indices boursiers des marchés émergents ont subi une forte baisse (graphique 14). En ce sens, les marchés émergents n'ont fait que suivre le modèle des principaux marchés d'actions des économies du G-7, ce qui témoigne d'une corrélation substantielle entre les marchés. Le repli a été en partie suscité par les incertitudes quant aux effets de la hausse des prix du pétrole sur les économies et aux répercussions sur les

Après un bref repli, les marchés émergents ont renoué avec leurs bonnes performances.

Graphique 14. Performances boursières de quelques économies émergentes
Indices d'actions, base 100 au 1^{er} janvier 2004



Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 2004.

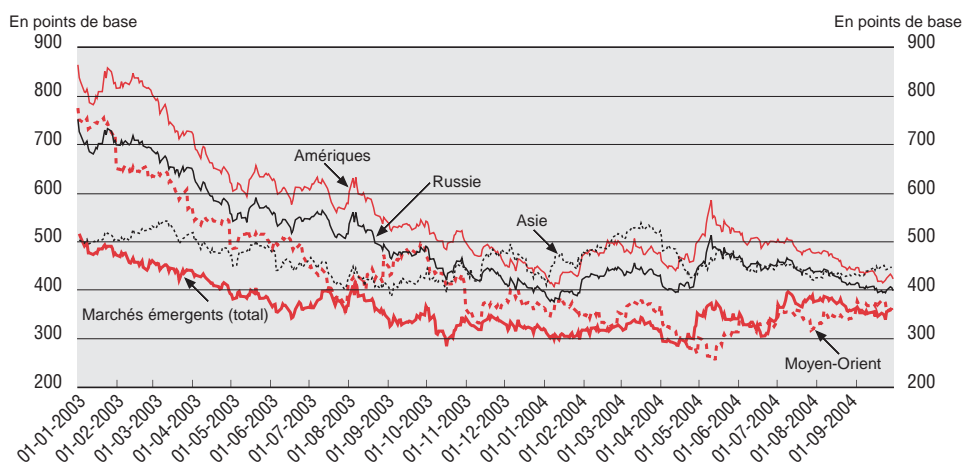
Source : Thomson Financial Datastream.

marchés émergents d'une reprise éventuellement moins forte que prévu dans les principales économies. Durant cette phase de baisse, certains marchés ont cédé jusqu'à 10 % de leur valeur, mais la plupart d'entre eux ont depuis lors largement regagné le terrain perdu, comme le montre l'exemple de l'indice du marché latino-américain total.

Les écarts de rémunération des indices obligataires des marchés émergents restent faibles, tandis que les émissions demeurent importantes.

Ces bons résultats traduisent aussi la relative faiblesse des écarts de rendement des indices obligataires des marchés émergents par rapport à l'indice des obligations d'État américaines (graphique 15). Alors que de la fin avril à la mi-mai ces écarts de rendement s'étaient fortement creusés par rapport à leurs niveaux historiquement très faibles, ils ont diminué depuis lors dans la plupart des économies émergentes. En avril, les investisseurs ont commencé à réduire leurs positions dans la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt américains, et ce mouvement a été amplifié par les bonnes nouvelles sur le front de l'emploi aux États-Unis début mai, qui avaient alors fait craindre que la Fed n'avance le calendrier de ses mesures de resserrement au

Graphique 15. **Écarts de rémunération des marchés émergents**



Note : Données quotidiennes jusqu'au 29 septembre 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.

risque d'un éventuel ralentissement de l'économie. Après que la dette des marchés émergents a connu en avril son pire mois depuis la crise argentine, les investisseurs sont revenus sous l'effet des bonnes nouvelles concernant les économies émergentes. De même, les émetteurs d'obligations des marchés émergents ont profité des conditions d'emprunt encore favorables et ont maintenu le rythme de leurs emprunts, les économies asiatiques étant les émetteurs les plus actifs.

En Amérique latine, les perspectives se sont améliorées ces derniers mois après les nouvelles positives sur l'évolution de la région, en particulier au Brésil. Dans ce pays en effet, la croissance du PIB au premier trimestre de 2004 a été supérieure aux attentes, ce qui remet l'économie sur la voie du redressement après la grave récession de l'an dernier. Toutefois, même si de nombreux débiteurs des marchés émergents ont pu réduire l'encours de leurs emprunts, ils restent très vulnérables à une hausse des taux d'intérêt. En Argentine, les investisseurs surveillent certes de près le processus de restructuration de la dette, mais les marchés d'actions affichent leur confiance dans l'économie qui continue de se redresser vigoureusement. Dans l'ensemble, la croissance des économies émergentes continue de dépendre de la demande extérieure et, donc, du rythme de la reprise de l'activité dans les grands pays industriels.

En Asie, les tensions inflationnistes perdurent, d'autant plus que cette région est particulièrement vulnérable aux augmentations des prix du brut, compte tenu de la forte dépendance de ces économies à l'égard des importations de pétrole.¹¹ Néanmoins, le contexte économique favorable de ces pays et l'ampleur de leurs réserves de change devraient permettre aux autorités de prévoir des mesures de soutien pour faire face à un choc pétrolier, ce qui atténuerait leur vulnérabilité. En tant que deuxième importateur mondial, la Chine exerce aussi un effet de demande important sur les prix pétroliers. Des mesures y ont été prises pour éviter une surchauffe de l'économie ce qui a induit un ralentissement des taux de croissance. Jusqu'ici, les autorités chinoises se sont abstenues de relever les taux d'intérêt et les investisseurs restent convaincus que l'on pourra évi-

Malgré des perspectives toujours positives, des vulnérabilités subsistent...

...notamment dans les principales économies asiatiques.

ter un « atterrissage en catastrophe » de l'économie chinoise. Un ralentissement de l'économie chinoise se répercuterait sur nombre de ses voisins et sur le Japon en particulier, qui doit à la Chine plus d'un tiers de la croissance de son PIB l'an dernier. De nouvelles mesures visant à améliorer le secteur financier chinois ont été prises, notamment des préparatifs en vue d'ouvrir plus largement le compte des opérations en capital du pays, mais les carences du système bancaire qui persistent risquent de mettre la capacité de résistance du secteur à rude épreuve en cas de détérioration de la situation.

Notes

1. Le 23 août 2004, le prix du pétrole mesuré par le London Brent Crude Oil Index (indice du brut de Brent sur le marché de Londres) a atteint un sommet de 44.64 USD, les marchés redoutant une interruption des livraisons en provenance d'Irak, et le 27 septembre, le contrat à terme sur le pétrole brut du Nymex (New York) a été propulsé à des niveaux records de plus de 50 USD le baril, après que les sociétés pétrolières présentes au Nigeria ont été averties par des groupes de rebelles qu'elles devaient quitter le pays dans la perspective d'une « guerre totale contre l'État nigérian ». Ces incidents ont aussi exacerbé la crainte d'une insuffisance de l'offre mondiale en général. D'autres indices des prix du pétrole ont atteint des sommets à peu près à la même date, et ont augmenté depuis lors.
2. Voir *Quelles perspectives économiques pour les pays de l'OCDE ? Une évaluation intérimaire*, point de presse de Jean-Philippe Cotis, Économiste en chef de l'OCDE, 21 septembre 2004; et Agence internationale de l'énergie (2004), *Oil Crises and Climate Challenges - 30 Years of Energy Use in IEA Countries*. Paris, AIE.
3. Comme celle à laquelle a récemment procédé l'OCDE ; voir *Quelles perspectives économiques pour les pays de l'OCDE ? Une évaluation intérimaire*, point de presse de Jean-Philippe Cotis, Économiste en chef de l'OCDE, 21 septembre 2004 ; voir aussi Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, divers numéros.
4. Voir aussi *Bulletin trimestriel de la BRI*, septembre 2004.
5. D'après Almeida Capital, cité dans « Transatlantic misalignment in fund-raising », *Financial Times*, 21 avril 2004.
6. Le 26 juin 2004, les gouverneurs de banque centrale et les dirigeants des autorités de contrôle bancaire des pays du Groupe des Dix (G-10) ont approuvé la publication du texte *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework* (plus connu sous l'appellation d'Accord de Bâle II ; à paraître en français en janvier 2005). Ce nouveau régime de solvabilité présente de façon détaillée les modalités d'adoption de normes de fonds propres plus sensibles aux risques à l'intention des établissements bancaires.
7. Voir Hans J. Blommestein and Charles Ilako, *Basel II: Efficiency versus financial stability?*, document interne, septembre 2004.
8. Une étude de Greenwich Associates, publiée en mai, révèle que près d'un tiers des fonds d'arbitrage ont renforcé leur recours à des fonds empruntés ces 12 derniers mois ; voir Greenwich Associates, *For Hedge Fund Investors, New Notes of Caution*, 4 mai 2004.
9. Par exemple, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a publié à des fins de commentaires une proposition de règle qui imposerait l'enregistrement

des conseillers des fonds d'arbitrage aux termes de l'Investment Advisers Act de 1940. Même si nombre des principaux fonds d'arbitrage sont déjà enregistrés auprès de la SEC, cet enregistrement reste facultatif.

10. Conformément à l'évaluation du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* du Fonds monétaire international, septembre 2004.
11. Voir Banque asiatique de développement (2004), *Asian Development Outlook 2004 Update*, septembre et Cyn-Young Park (2004), *Higher Oil Prices: Asian Perspectives and Implications for 2004 –2005*, ERD Policy Brief No. 28, Economics and Research Department, Banque asiatique de développement, juin.