

L'actualité récente des marchés des capitaux

I. Vue d'ensemble

Les marchés de capitaux des grandes économies se sont dans l'ensemble bien tenus après un accès de faiblesse dans la première moitié du quatrième trimestre de 2005. Ces derniers mois, les marchés d'actions de la zone euro ont fait preuve de dynamisme et le vif redressement des marchés japonais au quatrième trimestre a sans doute été suscité par la fin prochaine de la période de déflation. Les marchés américains d'actions ont progressé à un rythme un peu plus lent que ceux des autres pays du G-7, mais ils se sont bien remis des effets négatifs des ouragans de l'été dernier. Dans le cadre d'un nouveau mouvement de concentration et de démutualisation des bourses de valeurs, le New York Stock Exchange est devenu une société cotée le 8 mars après avoir racheté la plate-forme électronique Archipelago.

Les retraits de liquidité se sont poursuivis à l'échelle mondiale avec le resserrement de la politique des banques centrales. Aux États-Unis, la courbe des taux s'est encore aplatie ces derniers mois, car l'augmentation des rendements des obligations de référence à long terme n'a pas été aussi rapide que celle des taux à court terme. Pour sa part, la Banque du Japon a officiellement mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif.

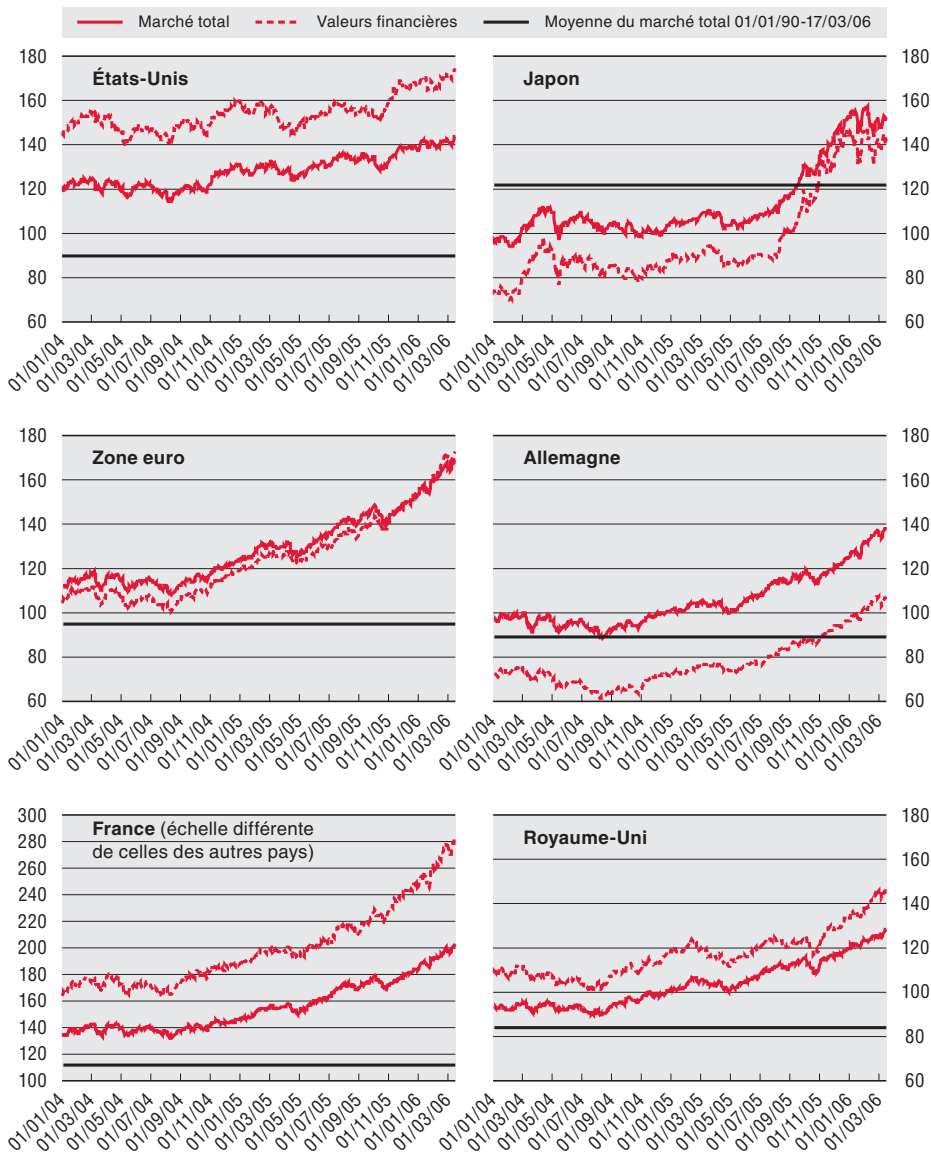
Aux États-Unis comme dans la zone euro, les écarts de rémunération des obligations de sociétés à haut rendement sont restés bien inférieurs à leur moyenne de long terme et, dans la zone euro, ils se sont encore un peu contractés ces derniers mois. En revanche, l'évolution des écarts de rémunération des obligations de la catégorie

Les marchés de capitaux se sont bien tenus et la concentration des bourses de valeurs se poursuit.

Les retraits de liquidité se sont poursuivis dans le monde,...

... mais les écarts de rémunération des obligations de société sont restés faibles ou stables.

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



Note : Indices Datastream. Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006.
Source : Thomson Financial Datastream.

investissement est demeurée hésitante aux États-Unis et dans la zone euro, mais dans le premier cas, ces écarts se situent à des niveaux relativement élevés, proches de leur moyenne de long terme.

Dans les économies émergentes, la hausse des marchés d'actions s'est également poursuivie ces derniers mois et les quelques mouvements de repli liés aux incertitudes des investisseurs sur l'ampleur des retraits de liquidité par les banques centrales se sont avérés de courte durée. Les écarts de rémunération des obligations des marchés émergents se sont légèrement creusés par rapport à leur niveau relativement modéré à la suite de l'effondrement de la bourse islandaise en février et du dénouement d'un certain nombre d'opérations spéculatives sur ces écarts.

II. Marchés d'actions

Ces derniers mois, les grands marchés d'actions ont affiché des performances plus encourageantes, dans le droit fil du mouvement général de hausse que l'on a observé tout au long de l'année 2005 (graphique 1). Les indices ont certes plongé en novembre à la suite de la publication d'un certain nombre de statistiques décevantes sur l'économie et les entreprises, mais ils se sont redressés en décembre. En effet, le resserrement de la politique de la BCE début décembre et les chiffres de l'inflation aux États-Unis inférieurs aux prévisions ont rassuré les investisseurs quant à la pérennité des perspectives de croissance (graphique 2 et tableau 1).

Au Japon, où l'indice Nikkei a progressé de plus de 40 % en 2005, la croissance des indices boursiers généralistes a été particulièrement vive au quatrième trimestre de 2005. L'ascension des cours des actions a été induite par la publication de données comme la croissance du PIB supérieure aux attentes et l'amélioration des prévisions de bénéfices, qui sont venus conforter les anticipations d'une reprise vigoureuse, ainsi que les statistiques témoignant d'un reflux de la déflation. On s'attend désormais à une inflation légèrement positive cette année, ce qui annonce la fin de la longue période de déflation économique. Malgré des hausses substantielles l'an dernier, les grands marchés d'actions et leurs compartiments ne semblent pas surévalués, si l'on en croit

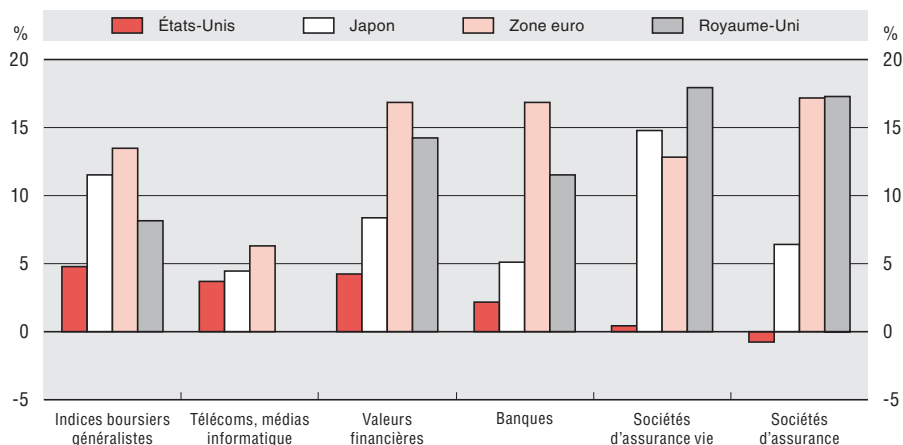
Sur les marchés émergents, les actions ont poursuivi leur hausse et les écarts de rémunération des obligations, jusqu'ici modérés, commencent seulement à se creuser.

Les grands marchés d'actions ont affiché de bonnes performances d'ensemble...

... et surtout les marchés japonais ont connu une belle progression,...

Graphique 2. Performances récentes des indices boursiers sectoriels dans les principales économies

Variations en pourcentage de novembre 2005 à mars 2006



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

à tout le moins les coefficients de capitalisation des résultats qui sont en dessous ou proches de leurs niveaux de long terme (tableau 1).

... soutenue par la demande étrangère et nationale des petits investisseurs,...

Cette forte hausse du marché japonais d'actions a été en partie soutenue par la demande étrangère et le gonflement de celle des petits investisseurs qui ont représenté 28 % de la valeur totale des transactions sur les trois principales places du pays. Environ la moitié des achats des petits investisseurs ont été financés par des prêts aux taux du marché et certains observateurs ont noté le changement d'attitude de la Banque du Japon, avec la possibilité qu'une hausse des taux d'intérêt contraigne une partie de ces investisseurs à revendre leurs actions.

... malgré une accentuation récente de la volatilité.

La volatilité, telle qu'elle ressort implicitement des prix des options ou telle qu'elle est calculée sur la base des antécédents de la variabilité des cours, est restée faible sur les principaux marchés d'actions, sauf au Japon (graphique 3). Le désengagement brutal des investisseurs au lendemain d'une enquête sur Livedoor, société de l'Internet, à la mi-janvier, a même déclenché une fermeture anticipée de la

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

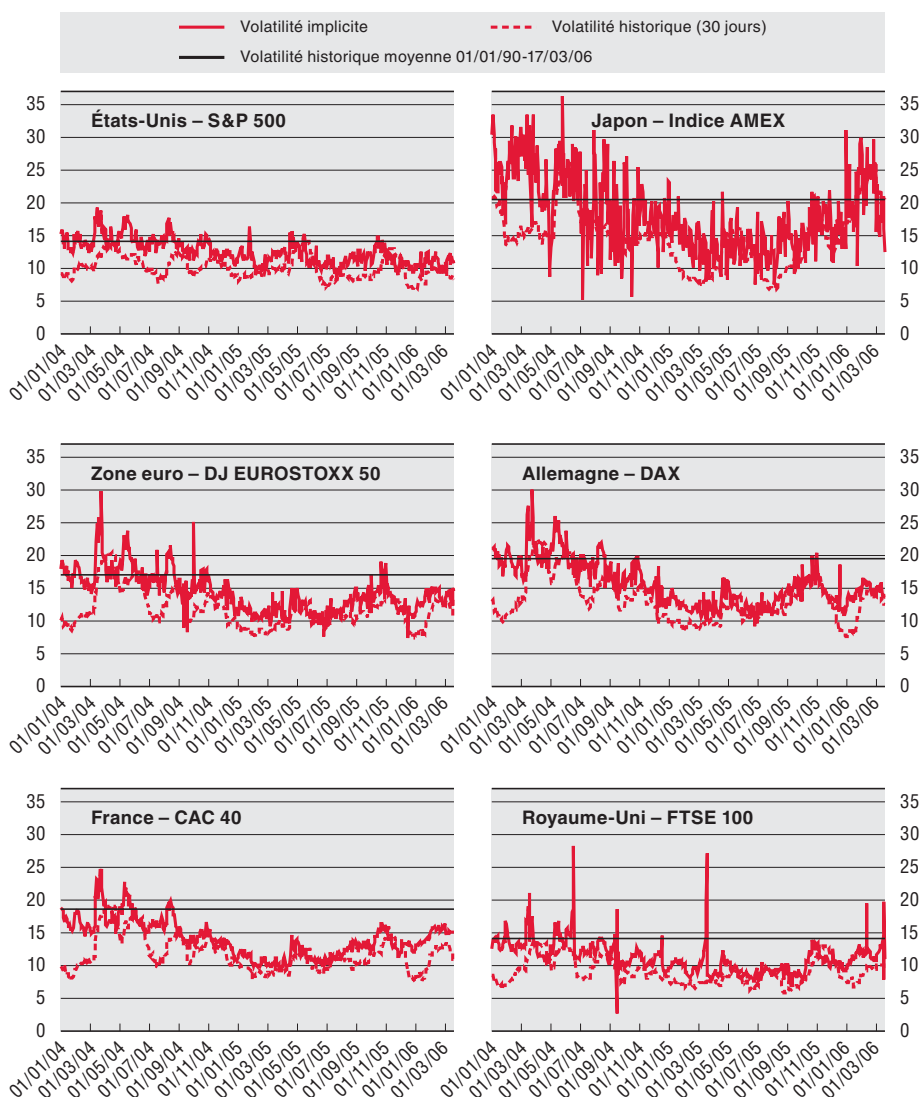
	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
<i>Indices boursiers généralistes</i>								
	WHILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S-P/TSX COMP.
Var. % déc.-05-mars-06	2.7%	2.3%	9.0%	8.6%	7.5%	9.3%	6.3%	6.7%
CCR mars.06 ^b	18.5	34.3	16.7	14.0	16.0	21.0	14.9	18.9
CCR moyen janv. 90-mars 06 ^b	21.3	48.3	16.2	16.9	15.2	19.1	17.1	19.0
<i>Telecom, Media, IT^a</i>								
Var. % déc.-05-mars-06	2.0%	-2.5%	4.2%	5.3%	-0.4%	0.9%	1.7%	5.6%
CCR mars.06	24.6	28.3	19.3	15.9	15.6	22.2	15.1	27.9
CCR moyen janv. 90-mars 06	29.4	61.8	21.8	31.4	19.6	21.2	24.1	28.5
<i>Financials^a</i>								
Var. % déc.-05-mars-06	2.7%	0.2%	12.3%	11.5%	13.2%	13.6%	10.5%	6.2%
CCR mars.06	15.5	36.0	15.8	12.2	15.5	23.1	14.5	16.3
CCR moyen janv. 90-mars 06	15.4	62.5	15.8	19.1	12.5	20.4	16.6	13.7
<i>Dont : Banques^a</i>								
Var. % déc.-05-mars-06	0.3%	-2.0%	13.2%	12.9%	14.4%	14.0%	8.7%	7.3%
CCR mars.06	13.4	41.1	15.9	11.6	13.3	22.0	12.5	16.5
CCR moyen janv. 90-mars 06	14.3	96.3	13.3	13.7	10.8	16.3	14.2	13.0
<i>Insurance companies^a</i>								
Var. % déc.-05-mars-06	-0.7%	4.9%	9.1%	8.3%	9.2%	11.2%	12.7%	4.8%
CCR mars.06	15.5	29.3	13.5	10.7	16.7	23.4	12.5	15.6
CCR moyen janv. 90-mars 06	18.2	44.3	20.3	31.1	14.2	29.2	23.3	13.7
<i>Life insurance companies^a</i>								
Var. % déc.-05-mars-06	0.4%	6.7%	7.7%	15.7%	17.8%	8.5%	13.6%	4.5%
CCR mars.06	12.5	74.4	11.8		13.0	22.3	12.9	16.3
CCR moyen janv. 90-mars 06	14.9	n.d.	25.4			37.9	19.6	15.0

Note : Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles (pour mars 2006, les données vont jusqu'au 17 mars seulement). Les bénéfices par action qui représentent le dénominateur des coefficients de capitalisation des résultats (CCR), sont calculés à partir du dernier taux annualisé correspondant au dernier exercice ou à partir d'une agrégation des résultats 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 à l'aide d'une méthode d'analyse glissante sur 12 mois s'appuyant sur les comptes intermédiaires, définitifs 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.

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

Note : Les volatilités historiques sont des 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.

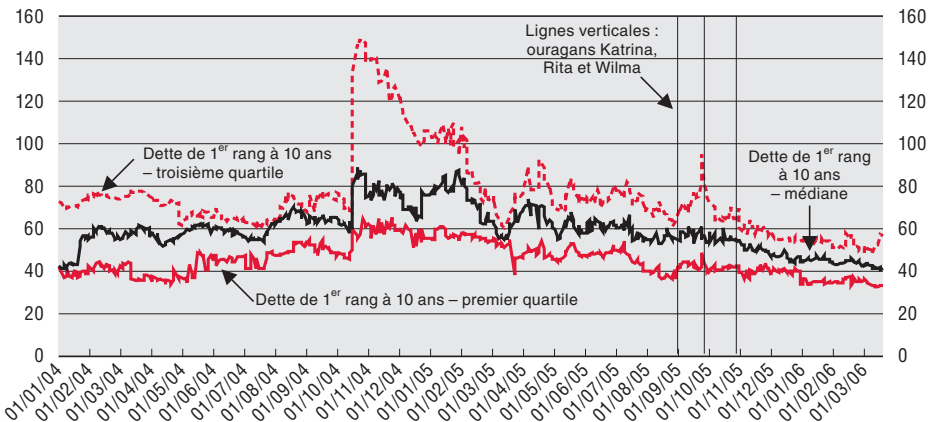
Bourse de Tokyo (le TSE), ce qui a alimenté les critiques sur l'inadaptation du système de négociation du TSE face à un gonflement des opérations. En réaction, le TSE a annoncé vers la fin mars le doublement de ses dépenses informatiques initialement prévues et le déploiement d'un système de « la prochaine génération » dans les années qui viennent.

Si l'on examine les divers segments des marchés boursiers, c'est le secteur financier qui a affiché ces derniers mois les plus fortes hausses dans la zone euro et au Royaume-Uni. Sur ces marchés, les performances globales de ce secteur ont été stimulées par les sous-segments de la banque et des assurances. Une partie des grands réassureurs européens ont épongé leurs lourdes pertes liées aux ouragans de l'an dernier en cédant des actifs ou en prenant d'autres mesures compensatoires, tandis que le secteur des assurances aux États-Unis a enregistré des rendements négatifs. Cela étant, le recul des écarts de rémunération des échanges sur le risque de défaillance des assureurs américains au cours de ces derniers mois traduit la perception positive des investisseurs quant à la capacité de résistance du secteur.

Les secteurs financiers ont enregistré d'assez bonnes performances en Europe, où quelques réassureurs semblent avoir épongé leurs pertes liées aux ouragans.

Graphique 4. **Effets des ouragans sur les assureurs américains**

Quartiles des écarts de rémunération des contrats d'échange sur le risque de défaut des assureurs américains, Dette de 1^{er} rang à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006. Quartiles mesurés sur les 10 plus grands écarts de rémunération des contrats d'échange sur le risque de défaut des assureurs américains.

Sources : Thomson Financial Datastream, OFDA/CRED International Disaster Database (www.em-dat.net) et OCDE.

Les banques américaines subissent des pressions liées à l'aplatissement de la courbe des taux et à l'accalmie du marché du logement.

Aux États-Unis, où les performances d'ensemble des marchés boursiers de ces derniers mois ont été moins bonnes que sur les marchés des autres pays du G-7, les valeurs bancaires ont connu une évolution encore moins favorable. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et d'aplatissement de la courbe des taux, les bénéficiaires des banques ont subi des pressions à la baisse et même si le secteur a bénéficié ces dernières années du dynamisme du crédit hypothécaire, cette source de revenus risque de stagner sous l'effet d'une accalmie du marché du logement. Parallèlement, la distribution croissante de produits hypothécaires non traditionnels à des emprunteurs à risque pourrait constituer une menace supplémentaire pour certains bailleurs de fonds.

La ruée sur les fonds d'arbitrage s'est apaisée,...

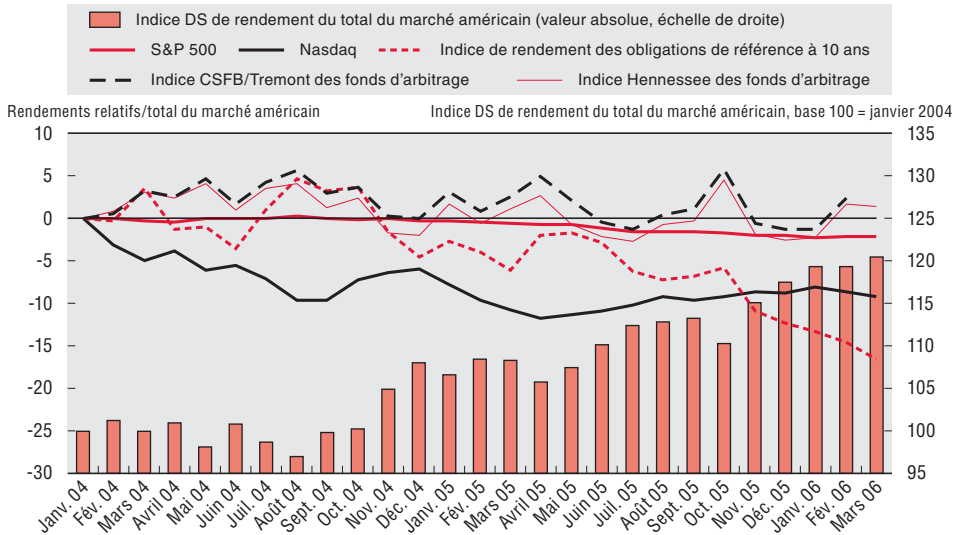
Comme les placements traditionnels en actions se sont bien comportés l'an dernier, les fonds d'arbitrage ont sans doute perdu une partie de leur attrait, car ils ont eu tendance à afficher des performances moins bonnes que les indices boursiers généralistes au quatrième trimestre 2005 (graphique 5). Bien que les apports de ressources aux fonds d'arbitrage soient restés considérables pour atteindre près de 47 milliards USD en 2005, ils n'en ont pas moins été inférieurs aux 74 milliards USD de 2004. A fin 2005, les fonds d'arbitrage détenaient apparemment quelque 1 100 milliards USD d'actifs, soit 13 % de plus que l'année précédente. Compte tenu de la baisse de leur rentabilité, la dispersion des rendements des diverses stratégies des fonds d'arbitrage semble avoir légèrement diminué. Le recul de la volatilité a sans doute poussé certains fonds d'arbitrage à adopter des stratégies plus risquées en quête « d'alpha ». Si la volatilité des marchés d'actions vient à se redresser par rapport à son niveau qui se situe actuellement en dessous de sa moyenne de long terme, cela aidera peut-être les fonds d'arbitrage à diversifier leurs stratégies et à améliorer de nouveau leur rendement moyen.

... tandis que la surveillance du secteur des fonds d'arbitrage se renforce aux États-Unis.

Depuis la fin janvier, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis impose aux fonds d'arbitrage qui dépassent une certaine taille (plus de 25 millions USD d'actifs sous gestion) et qui présentent une certaine mobilité de leurs fonds (des périodes de détention de moins de deux ans) à s'enregistrer en tant que conseillers financiers (aux termes de l'Investment Advisers Act de 1940) et à rendre

Graphique 5. Performances relatives des valeurs mobilières américaines et des fonds d'arbitrage

Rendements relatifs par rapport au total du marché généraliste
(Indice DS du total du marché, base 100 = janvier 2003)



Note : Pour mars 2006, les données reposent sur des moyennes jusqu'au 17 mars.

Source : Thomson Financial Datastream.

compte de leur activité. Même si le dispositif présente des lacunes, ce renforcement de la surveillance peut donner plus d'efficacité aux procédures d'alerte et favoriser une plus grande stabilité financière.

La tendance générale à la concentration et à la démutualisation des bourses de valeurs s'est poursuivie*. Ces modifications du paysage boursier sont le reflet d'une tendance plus générale remontant à 1995 environ, liée à la mondialisation croissante et aux progrès des technologies de l'information et de la communication qui stimulent la concurrence dans le domaine des services financiers fournis par les bourses de valeurs. L'avenir des structures de négociation des actions

La tendance à la démutualisation des bourses de valeurs et la concentration de ce secteur ont continué...

* Les questions relatives à l'évolution du paysage boursier ont été aussi examinées lors de la réunion de novembre du Comité des marchés financiers de l'OCDE ainsi que lors de ses précédentes réunions. Voir aussi Schich, S., et G. Wehinger (2003), «Prospects for Stock Exchanges», *Financial Market Trends* n° 85, octobre 2003 ; pp. 92-117.

**... le New York
Stock Exchange
rachetant
Archipelago pour
devenir une société
cotée en mars.**

sera déterminé par l'arbitrage entre les économies d'échelle et les effets de réseau d'une part et les problèmes de monopole de l'autre.

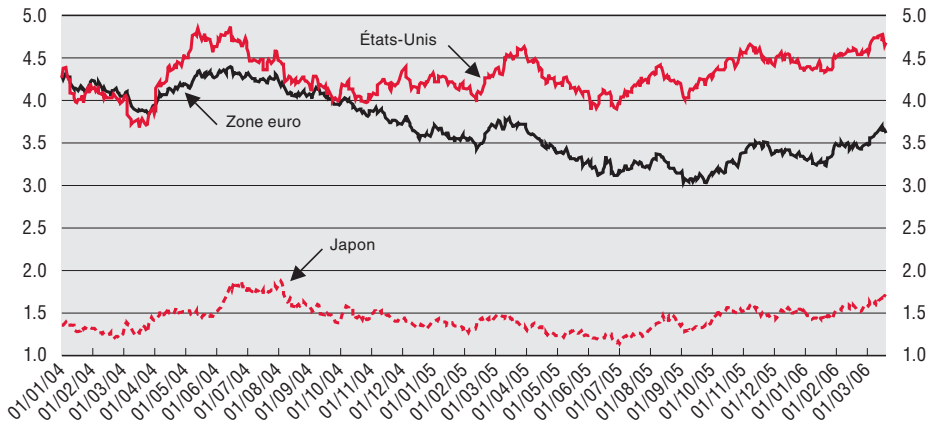
Le 8 mars, le New York Stock Exchange est devenu une société cotée et la fusion, la veille, du NYSE et d'Archipelago, plate-forme de négociation entièrement électronique, a marqué une nouvelle étape de la concentration du secteur. Certaines tentatives récentes de fusion-acquisition, comme les pourparlers de l'an dernier encore inaboutis entre Euronext (opérateur des bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne, ainsi que du marché dérivé de Londres, le Liffe) et la Deutsche Börse, ainsi que l'offre lancée sans succès le 9 mars par le NASDAQ en vue du rachat du London Stock Exchange donnent une idée des possibilités supplémentaires de concentration du secteur.

III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

**Les rendements des
obligations
de référence
à long terme ont
légèrement
augmenté, mais
les courbes des taux
se sont aplaties avec
le resserrement
de la politique
monétaire
aux États-Unis
et ailleurs.**

Dans les principales économies, les rendements des obligations de référence ont légèrement augmenté par rapport aux faibles niveaux auxquels ils se situaient (graphique 6) et ce, sous l'effet des perspectives économiques positives et du resserrement de la politique monétaire (graphique 7). Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé son objectif de taux pour le porter à 4.75 % au 28 mars, soit sa 15^e mesure consécutive au cours d'un cycle de resserrement des taux qui a commencé fin juin 2004. Toutefois, ces relèvements dans le compartiment du court terme ont été supérieurs à l'augmentation des taux longs et ont abouti à un aplatissement, voire une inversion de la courbe des taux (graphique 8). Dans la zone euro, à la suite de sa mesure de resserrement du début de décembre de l'an dernier – la première après plus de cinq ans –, la BCE a porté le taux de ses prises en pension (repos) à 2.5 % le 2 mars (l'augmentation entrant en vigueur le 8 mars). Ce faisant, la BCE a pris en compte les risques pour la stabilité des prix découlant du renchérissement du pétrole et, malgré des estimations décevantes pour la croissance du PIB au quatrième trimestre, l'amélioration des perspectives de l'activité économique. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié le taux de ses prises en pension (inchangé à 4.5 % depuis l'assouplissement inter-

Graphique 6. Rendements des obligations d'État à 10 ans



Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006.
Source : Thomson Financial Datastream.

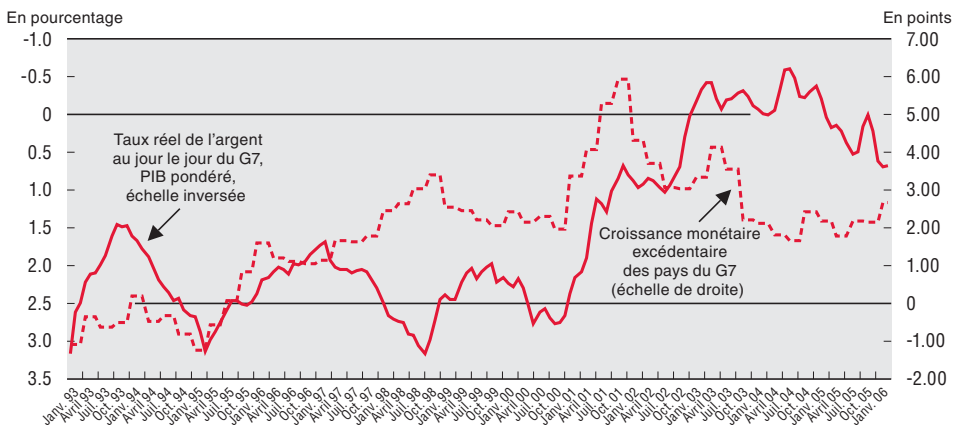
venu en août de l'an dernier), tandis que le 7 mars, la Banque du Canada portait à 3.75 % son taux cible du financement à un jour, soit le cinquième relèvement depuis septembre dernier, en indiquant que les capacités de production de l'économie canadienne continuaient de tourner à plein régime.

La déflation reculant encore, la Banque du Japon a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif. Le 9 mars, elle a décidé de changer l'objectif opérationnel de sa politique des taux qui ne portera plus sur l'encours des dépôts en compte courant des banques auprès de l'Institut d'émission mais sur le taux de l'argent au jour le jour sans garantie. Même si la banque centrale a annoncé dans le même temps qu'elle était favorable à ce que ce taux reste en fait nul pour le moment, les investisseurs s'attendent – comme cela ressort implicitement des taux à terme et des contrats à terme – à un certain mouvement de hausse dans les mois qui viennent (graphique 9). Si l'on se réfère à des indicateurs analogues pour les États-Unis et la zone euro, on n'entrevoit aucun resserrement supplémentaire de la part de la Fed, tandis que certains investisseurs anticipent de nouveaux relèvements de taux de la part de la BCE.

La Banque du Japon a annoncé la fin de l'assouplissement monétaire et, même si les taux d'intérêt restent nuls, les investisseurs s'attendent à une hausse des taux courts au Japon d'ici la fin de l'année.

Graphique 7. Indicateurs de l'évolution de la liquidité mondiale

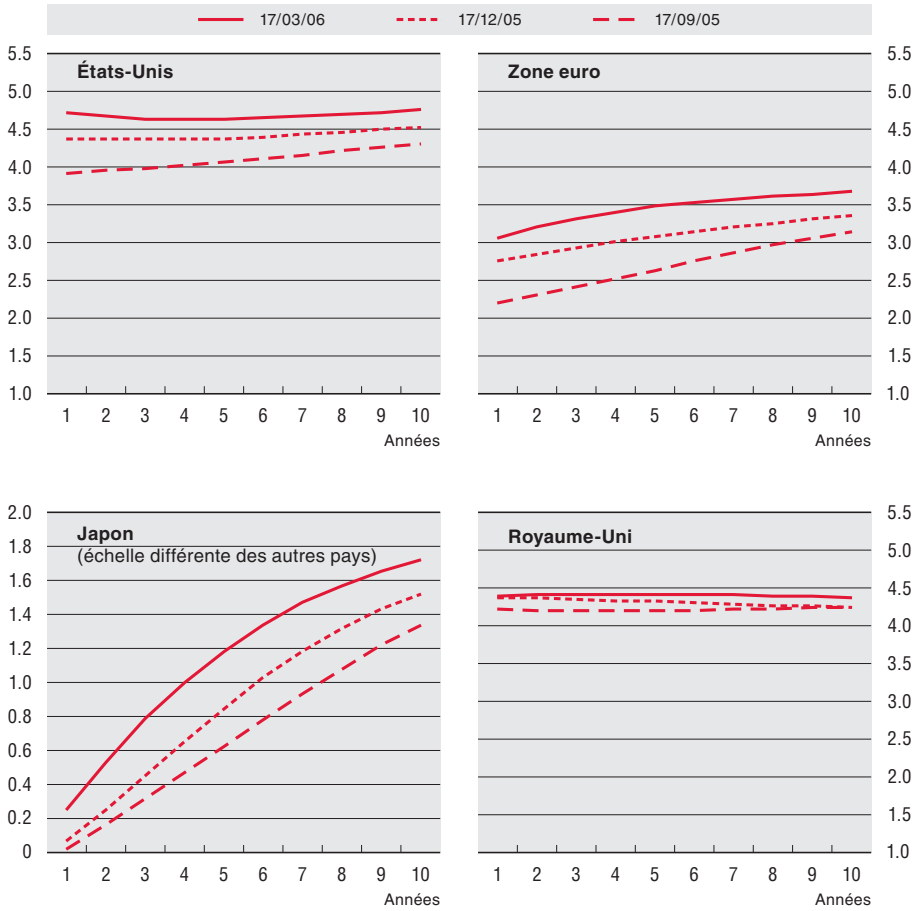
Taux réel de l'argent au jour le jour du G-7, PIB pondéré, échelle inversée, et croissance monétaire effective diminuée de la croissance réelle du PIB potentiel, en points



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 de 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).

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

Graphique 8. Courbe des taux

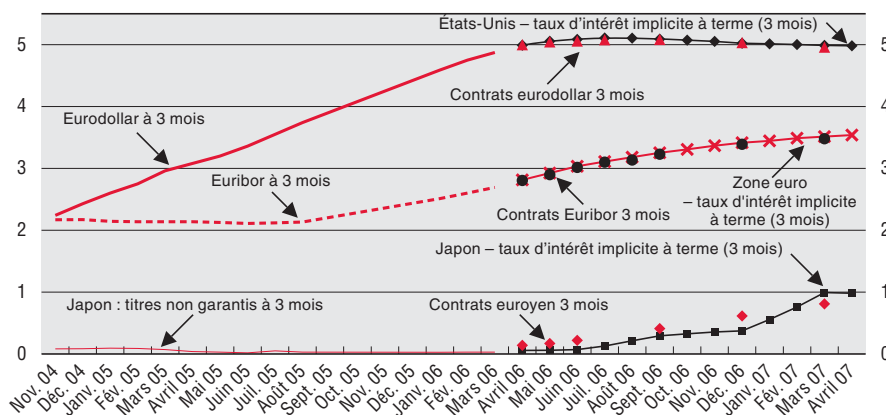


Note : Moyennes mensuelles de données quotidiennes.
 Source : Thomson Financial Datastream.

Les écarts de rémunération des obligations à haut rendement restent faibles aux États-Unis et dans la zone euro, mais leur niveau plus élevé aux États-Unis est un signe de la fin du cycle des relèvements de notation.

Les écarts de rémunération des obligations de sociétés à haut rendement par rapport aux obligations notées BAA sont restés sensiblement inférieurs à leur moyenne de long terme aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro et ont même subi des pressions supplémentaires à la baisse ces derniers mois (graphique 10). Alors que les écarts de rémunération des obligations de la catégorie investissement par rapport aux obligations de référence ont encore connu une évolution hésitante aux États-Unis et dans la zone euro, ils sont restés à leur niveau moyen sur 5 ans aux États-Unis (graphique 11). Ce niveau supérieur traduit sans doute les perspectives d'assister à la fin du cycle des relèvements de notation avec l'arrivée à son terme de la phase d'argent bon marché liée à la faiblesse des taux d'intérêt et de voir les bilans des banques subir des pressions. Cela pourrait aussi se répercuter bientôt sur les écarts de rémunération des obligations à haut rendement, car des enquêtes indiquent que de nombreux intervenants sur les marchés s'attendent pour 2006 et même encore pour 2007 à une augmentation des taux de défaillance des sociétés dans le segment des obligations à haut rendement.

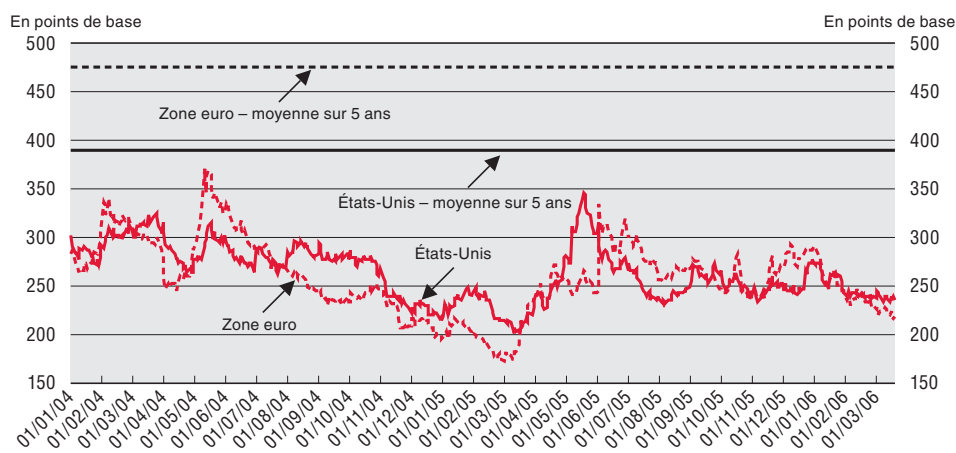
Graphique 9. **Taux implicites à terme et taux des contrats à terme**
États-Unis, zone euro et Japon



Note : Données au 17 mars 2006. 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).

Sources : Thomson Financial Datastream, OCDE.

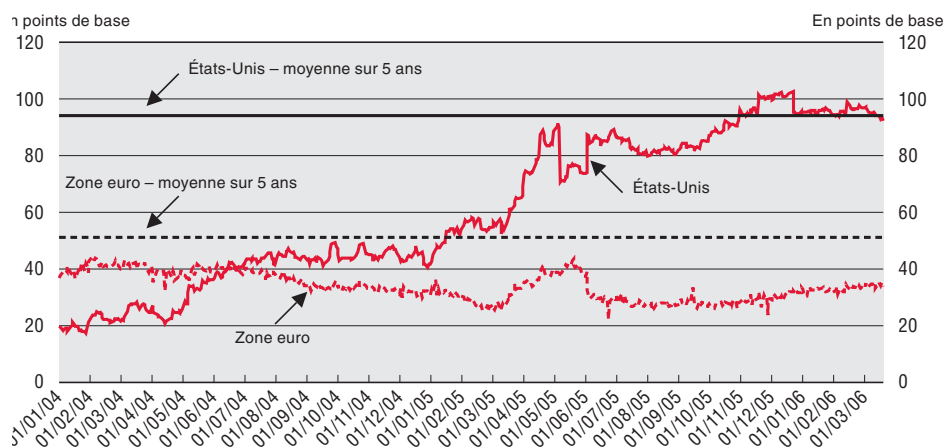
Graphique 10. Écarts de rémunération des obligations à haut rendement



Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006. Rendements agrégés des obligations de sociétés à haut rendement diminués des rendements agrégés des obligations notées BAA (indices Lehman pour les États-Unis, indices JP Morgan « Maggie » pour la zone euro).

Source : Thomson Financial Datastream.

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



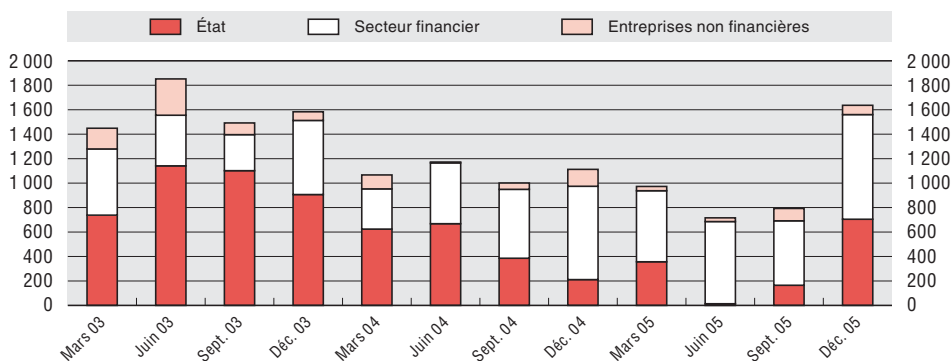
Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006. Rendements agrégés des obligations notées BAA diminués des rendements des obligations d'État de référence (indices Lehmann pour les États-Unis, et indices JP Morgan « Maggie » pour la zone euro).

Source : Thomson Financial Datastream.

Les émissions obligataires ont légèrement diminué aux États-Unis en 2005,...

Aux États-Unis, les émissions obligataires se sont vivement redressées au dernier trimestre de 2005, avec des opérations importantes du secteur financier ainsi que des administrations publiques (graphique 12). Toutefois, compte tenu de la faiblesse des émissions au cours des précédents trimestres, le volume total des émissions qui s'est établi en 2005 à 1 030 milliards USD a été légèrement inférieur aux 1 088 milliards USD de 2004. La plus forte contribution est venue du secteur financier avec des émissions obligataires d'un volume total de 659 milliards USD en 2005, contre 538 milliards USD en 2004. Les émissions des administrations publiques sont revenues de 472 milliards USD en 2004 à 310 milliards USD en 2005, tandis que celles des entreprises se sont ralenties à 61 milliards USD en 2005 après avoir atteint 78 milliards USD en 2004.

Graphique 12. **Émissions nettes d'obligations aux États-Unis**
En milliards USD



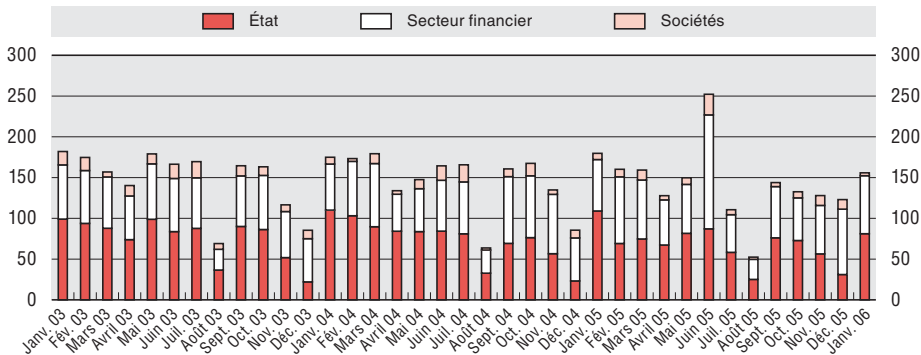
Note : Les obligations d'État recouvrent les titres du Trésor, des municipalités et des organismes d'intérêt public.
Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, *Flow of Funds Accounts of the United States*.

... de même que les émissions en euro,...

Les émissions d'obligations libellées en euro se sont aussi inscrites en repli en termes nets en 2005 pour ressortir à un total de 1 719 milliards EUR contre 1 751 milliards EUR en 2004, principalement sous l'effet d'une diminution des émissions des administrations publiques (graphique 13). Ces dernières sont en effet revenues à 809 milliards USD en 2005 alors qu'elles étaient de 894 milliards EUR en 2004. Le 8 mars, le gouvernement allemand a lancé sa première obligation

Graphique 13. **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).

indexée sur l'inflation, avec un rendement de quelque 5 points de base de plus qu'une émission française comparable.

Face à la demande croissante des investisseurs à long terme, la part des obligations à échéances éloignées libellées en euros dans le total des émissions s'est accrue. En 2005, 55 % des obligations ont été émises dans le compartiment des titres à 7 ans et plus, contre 47 % en 2004. Cette tendance s'est poursuivie en janvier 2006, quelque 30 % des émissions se situant à des échéances de 11 ans et plus. En février, le Trésor des États-Unis a réintroduit une obligation à 30 ans après une interruption de plus de quatre ans. Les modifications attendues de la réglementation des fonds de pension en vue d'améliorer la congruence des durations (comme la réglementation britannique) favorisent pour l'avenir les attentes d'une augmentation de la demande d'obligations à échéance éloignée. Le même mois, la Banque européenne d'investissement a émis une obliga-

... mais la part du segment des échéances éloignées, où la demande est vive, s'est accrue.

tion à 30 ans, devenant ainsi le premier émetteur supranational à intervenir dans le compartiment du long terme. Début mars, le gouvernement britannique a obtenu le taux de rendement le plus bas de l'histoire lors de la vente d'une obligation à 30 ans indexée sur l'inflation, ce qui témoigne de la forte demande d'émissions à échéances éloignées de la part des fonds de pension et autres investisseurs à long terme. Le rendement réel de 0.91 % sur cette émission aura été sensiblement inférieur au taux de 1.65 % de la dernière émission d'obligations de ce type en avril 2005, tout en étant supérieur aux niveaux prévalant sur le marché à la mi-janvier lorsque l'incertitude des fonds de pension quant à l'offre d'obligations à terme extrêmement éloigné a ramené les rendements des obligations à 30 ans indexées sur l'inflation à 0.69 % et celui des obligations analogues à 50 ans à 0.38 %.

De même, le segment des TAA s'est renforcé et les émissions des entreprises s'annoncent vigoureuses des deux côtés de l'Atlantique.

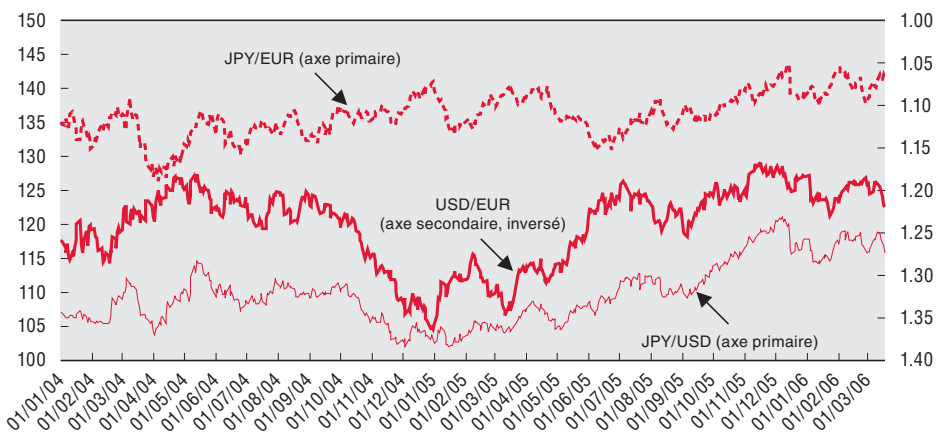
Sous l'effet du dynamisme des marchés du logement en Europe, les émissions de titres adossés à des actifs (TAA) a augmenté de plus de 70 %, passant de 95 milliards EUR en 2004 à 165 milliards EUR en 2005, et, sur la base des émissions prévues, on peut s'attendre qu'elles restent fortes cette année encore. Tirant parti des conditions de prix qui restent favorables aux emprunteurs, les sociétés européennes ont prévu des émissions supplémentaires pour les prochains mois, et nombre d'entre elles vont insérer dans les contrats d'émission une clause de changement de contrôle en vue de protéger les investisseurs contre des opérations de rachat sur fonds empruntés. On a assisté à une augmentation de la demande de telles protections de la part des investisseurs, qui leur donnent le droit de revendre l'obligation au pair à la société si, par suite d'une opération de rachat, sa notation est ramenée à la catégorie spéculative, car les entreprises de capital investissement ont renforcé leur aptitude à réaliser des opérations de rachat sur fonds empruntés toujours plus grandes. Aux États-Unis, la multiplication des opérations de rachat stimule les émissions de TAA par les entreprises, dont le volume a atteint un niveau sans précédent depuis 2001.

IV. Marchés des changes

Les signes de faiblesse structurelle perceptibles dans les données macroéconomiques publiées avaient interrompu l'ascension du dollar américain vis-à-vis de l'euro fin novembre, mais elle a retrouvé une certaine vigueur fin janvier lorsque le resserrement de la politique de la Fed a ouvert des perspectives plus optimistes et s'est traduit par un creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro notamment dans le compartiment du court terme de la courbe des taux (graphique 14). Le yen a retrouvé de son allant dans la perspective du changement attendu de l'orientation politique de la Banque du Japon au profit d'un resserrement, mais les signaux émis par la banque centrale quant à son intention de maintenir les taux d'intérêt à zéro ont renforcé l'incertitude des investisseurs. Même si l'on ne dispose que d'éléments anecdotiques, certains observateurs du marché s'attendent à voir se dénouer les opérations spéculatives sur écarts de rendement dans lesquelles les investisseurs avaient emprunté des fonds aux taux d'intérêt très faibles en vigueur au Japon pour acquérir d'autres actifs à plus haut rendement ailleurs. Le dénouement de telles positions a déjà entraîné un gonflement des entrées de capitaux au Japon qui devraient se poursuivre.

L'incertitude relative aux écarts de taux d'intérêt attendus et des faiblesses structurelles expliquent les fluctuations des valeurs relatives du dollar, de l'euro et du yen.

Graphique 14. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006.

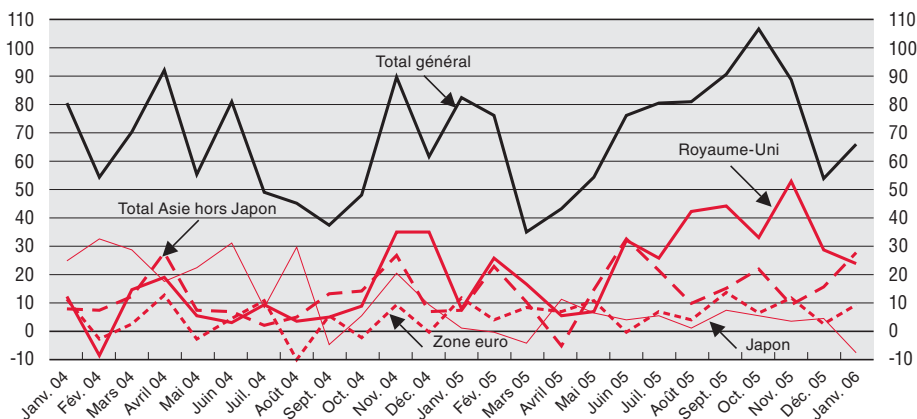
Source : Thomson Financial Datastream

L'Asie poursuit ses investissements considérables en actifs américains, mais les entrées nettes en provenance du Japon sont récemment devenues négatives.

Ces évolutions se reflètent aussi dans les statistiques sur les entrées nettes de capitaux aux États-Unis, qui montrent que malgré une augmentation du total des entrées nettes en janvier (66 milliards USD contre 53.8 milliards le mois précédent), le solde avec le Japon s'est avéré négatif ce mois, après s'être inscrit à des niveaux relativement faibles tout au long de l'année 2005 (graphique 15). Les entrées en provenance des autres pays d'Asie, en revanche, ont largement compensé la chute des entrées de capitaux japonais. En janvier, les entrées nettes en provenance d'Asie hors Japon se sont établies à 26.6 milliards USD, dont 11.7 milliards sont venues de Chine. Les apports nets du Royaume-Uni ont de nouveau diminué en janvier, après avoir déjà reculé en décembre, par rapport au sommet de novembre. Toutefois, Londres étant une plate-forme financière, il n'est guère possible de se livrer à une interprétation géographique simple des mouvements de capitaux au Royaume-Uni à partir de ces chiffres (données du système Treasury International Capital ou TIC, calculées par le Trésor des États-Unis).

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

En milliards USD



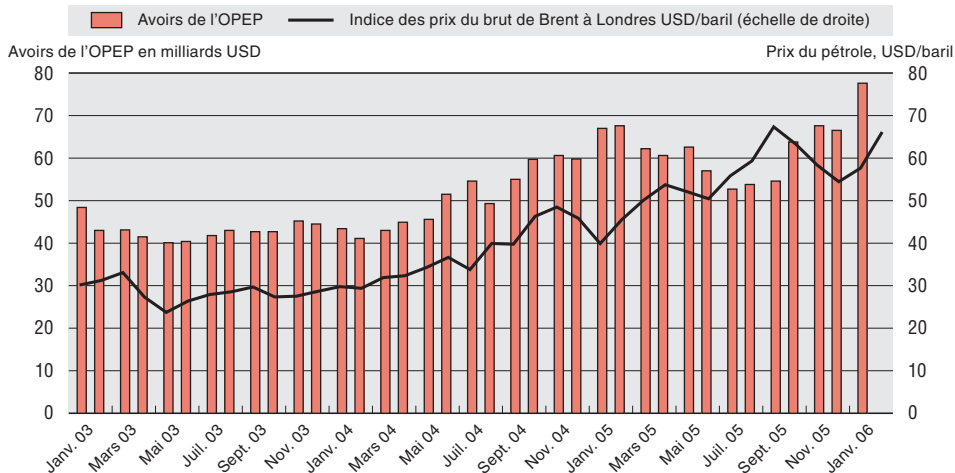
Note : Les placements de portefeuille nets sont les achats nets d'actifs par des investisseurs étrangers auprès de résidents des États-Unis (achats bruts – ventes brutes).

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

Avec le renchérissement du pétrole, la tendance des pays de l'OPEP à investir leurs excédents pétroliers sous forme d'actifs américains (le « recyclage des pétrodollars ») semble d'être affirmée ces derniers mois (graphique 16). En janvier, le portefeuille d'actifs américains des pays de l'OPEP a atteint 77.6 milliards USD, contre 66.5 milliards USD en décembre et après s'être établi à un pic de 67.6 milliards USD en novembre. Jusqu'ici toutefois, cela ne représente qu'une fraction de 3.5 % des 2187.6 milliards USD représentant l'ensemble des actifs détenus par des intérêts étrangers en janvier. Le Japon, avec une part de plus de 30 %, reste le premier détenteur d'actifs américains.

La demande d'actifs américains par l'OPEP s'est accrue.

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



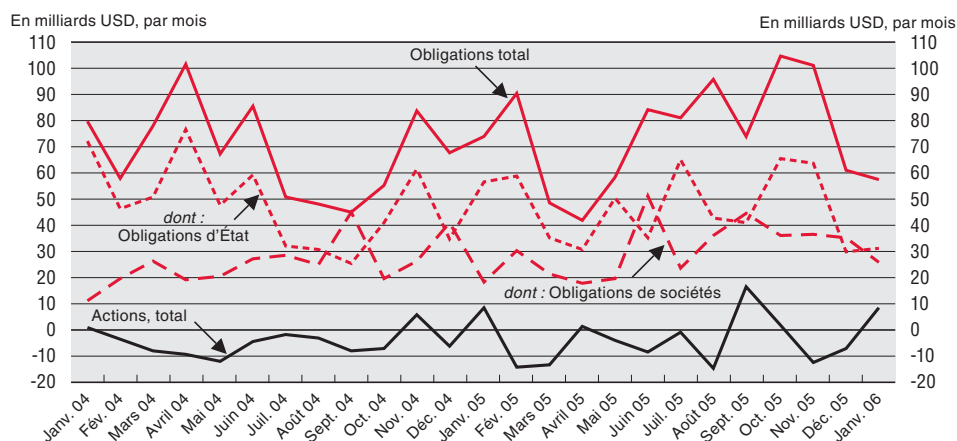
Source : Trésor des États-Unis, Treasury International Capital (TIC) Reporting System ; Thomson Financial Datastream.

Les obligations d'État américaines restent prisées par les investisseurs étrangers, mais elles semblent avoir récemment perdu un peu de leur attrait, avec un solde des revenus nets en recul.

La plupart des investissements étrangers sous forme d'actifs américains revêtent encore la forme d'obligations, surtout d'obligations d'État, mais ces derniers temps les actions ont retenu l'attention des investisseurs (graphique 17). Les entrées nettes de placements obligataires sont revenues à 57.6 milliards USD en janvier, prolongeant ainsi une tendance à la baisse observée depuis le pic de 104.5 milliards USD d'octobre 2005 sous l'effet d'un recul des achats nets d'obligations d'État alors que les obligations de sociétés restaient relativement stables. Les entrées nettes d'investissements en actions ont atteint 8.4 milliards USD, après avoir affiché un solde négatif les deux mois précédents. Le solde négatif global des entrées d'investissement en actions aux États-Unis en 2005 (-47 milliards USD) a été plus imputable à de forts achats nets d'actions à l'étranger de la part des résidents américains (126.9 milliards USD) qu'aux achats nets restant toujours positifs d'actions américaines par des étrangers (79.9 milliards USD).

Ces tendances observées en 2005 se reflètent aussi dans le fait que le solde des revenus d'actifs dans la balance des paiements courants des États-Unis a diminué de

Graphique 17. **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.

28.8 milliards USD, revenant ainsi de 36.2 milliards USD en 2004 à 7.4 milliards USD in 2005, avec des soldes négatifs aux deuxième et quatrième trimestres. Globalement, le déficit des paiements courants américains a atteint un niveau record de 805 milliards USD en 2005, soit un gonflement de 20 % par rapport à 2004 ; il s'établit désormais à 6.4 % du PIB, tout en restant légèrement inférieur au total des entrées nettes de capitaux aux États-Unis qui sont ressorties à 867.9 milliards USD en 2005 (données du système TIC).

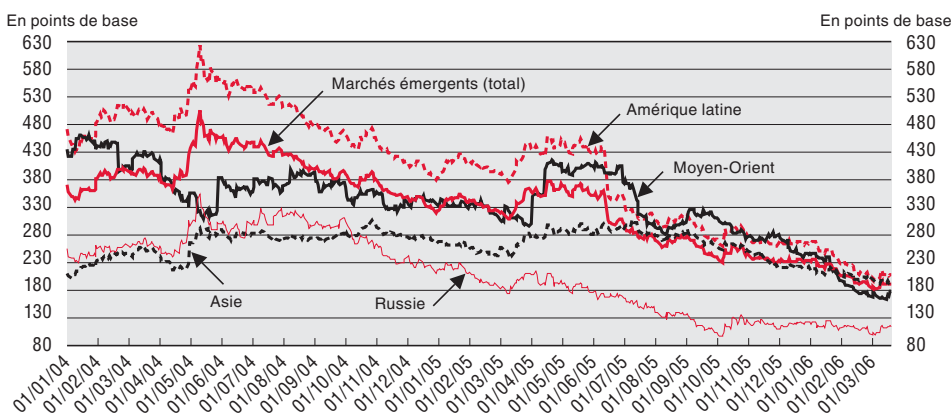
V. Marchés émergents

Les écarts de rémunération des obligations des marchés émergents sont restés faibles (graphique 18). Leur évolution a été dictée par une liquidité qui demeure relativement importante, l'amélioration des paramètres fondamentaux des économies émergentes et la croissance favorable des pays industriels. Les entrées de capitaux sur les marchés émergents ont été considérables en 2005, le total des flux nets de capitaux privés atteignant un niveau record de 358 milliards USD, soit une hausse de 40 milliards USD par rapport à 2004 et un chiffre bien supérieur au précédent record de 324 milliards USD enregistré en 1996.

Plus récemment, les écarts de rémunération de l'indice des obligations des marchés émergents se sont un peu creusés à la suite du krach de la bourse islandaise le 22 février. Dans le contexte de retrait de liquidités à l'échelle mondiale, l'effondrement de ce marché a eu des répercussions sur les diverses catégories d'actifs et a aussi touché les obligations des marchés émergents. En effet, les investisseurs ont réexaminé une partie de leurs positions sur ces marchés et certains opérateurs ont dénoué des positions spéculatives sur écarts de rendement. Cet effondrement a été provoqué par la révision en baisse de la notation de l'Islande par l'agence Fitch qui, dans ses perspectives, laissait entrevoir un déficit insoutenable des paiements courants islandais semblable aux déséquilibres observés avant la crise asiatique de 1997. Jusqu'ici, cependant, ces effets de contagion ont été passagers. En outre, selon des observateurs du marché, la propagation de ces effets a surtout été le fait d'opérateurs essayant de clore leurs positions rentables sur les marchés émergents afin de compenser leurs pertes en Islande.

Les écarts de rémunération des obligations des marchés émergents restent faibles, les entrées de capitaux dans les économies émergentes atteignant des niveaux record.

Le récent krach de la bourse islandaise a eu des répercussions sur les marchés émergents.

Figure 18. **Écarts de rémunération des marchés émergents**

Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006. 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 euroobligations, les obligations négociées et les titres d'emprunt des marchés locaux libellés en dollars émis par des entités souveraines et quasi souveraines..

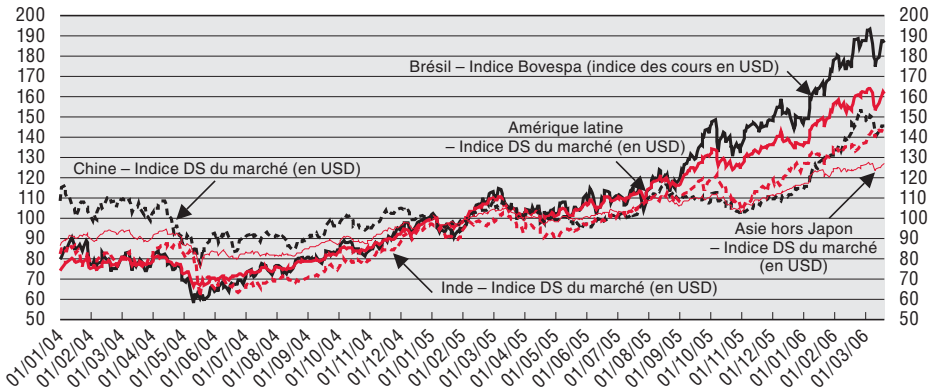
On notera que d'après les informations de JP Morgan, la forte chute du 10 au 13 juin 2005 de l'indice pour l'Amérique latine et donc, de l'indice total des marchés émergents est dû à un rééquilibrage au cours du mois de juin provoqué par la conversion de la dette argentine. Par suite de ce rééquilibrage, 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.

Les marchés émergents d'actions ont été dynamiques...

En fin de compte, les paramètres fondamentaux des marchés émergents restent solides et les marchés émergents d'actions ont poursuivi leur ascension ces six derniers mois (graphique 19). Certains reculs enregistrés mi-mars ont coïncidé avec la décision de la Banque du Japon de changer l'orientation de sa politique monétaire et ont été en partie liés à l'incertitude entourant sa nouvelle politique des taux d'intérêt – et aux perspectives également incertaines sur le front des taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro de façon générale. Le dénouement de positions des fonds d'arbitrage qui s'est ensuivi, notamment au Brésil où le réal s'est inscrit en forte baisse, a provoqué quelques ondes de choc sur les marchés boursiers émergents, mais elles n'ont apparemment eu qu'un caractère temporaire.

Graphique 19. **Performances boursières dans quelques économies émergentes**
Indices d'actions, base 100 au 3 janvier 2005



Note : Données quotidiennes jusqu'au 17 mars 2006.

Source : Thomson Financial Datastream.

Une fois encore, le Brésil a affiché des performances plus brillantes que les autres indices de notre échantillon de marchés émergents, grâce à la confiance maintenue des investisseurs dans les perspectives positives du pays, dont les paiements courants sont excédentaires et dont l'administration publique continue de dégager un excédent budgétaire primaire – malgré le gonflement de ses dépenses. Comme de nombreux autres débiteurs des marchés émergents, le Brésil a également racheté une partie de sa dette internationale, ce qui a aussi amélioré sa notation (de BB- à BB pour sa dette souveraine à long terme en devises). Le rachat de 6.6 milliards USD d'obligations Brady annoncé fin février doit se concrétiser d'ici mi-avril et devrait économiser au pays 350 millions USD de paiements d'intérêts (qui auraient dû être versés jusqu'en 2010).

La Chine, qui a pris un certain nombre de nouvelles mesures de libéralisation de son secteur financier, a aussi connu une vive hausse de son marché boursier. Mi-février, la Chine a annoncé sa décision d'harmoniser ses pratiques en matière de comptabilité et de vérification de comptes avec les normes internationales. Toujours en février, les quatre plus grandes banques chinoises ont signé un contrat de négociation de devises via la plate-forme électronique de Reuters,

... notamment au Brésil, grâce à la réussite des politiques macro-économiques,...

... mais aussi en Chine où les autorités ont pris de nouvelles mesures de libéralisation du secteur financier,...

ce qui leur donne accès à quelque 40 paires de devises sur le marché au comptant, alors qu'auparavant, elles ne pouvaient négocier des paires de devises hors renminbi que par l'intermédiaire du China Foreign Exchange Trade System, plate-forme interbancaire présentant une liquidité inférieure à celle de Reuters.

***... en Inde,
qui connaît un
boum économique
et où l'on évoque
l'instauration de la
libre convertibilité
de la roupie,...***

En Inde, avec le boum de l'économie et de la bourse, la banque centrale a relevé ses taux d'intérêt afin de prévenir une surchauffe. La demande de crédit a en effet enregistré un gonflement récent, l'arrivée de capitaux étrangers ayant accru la liquidité et fait baisser les taux d'intérêt. Les anticipations des investisseurs vis-à-vis de l'économie indienne et leurs pronostics sur une poursuite des réformes économiques sont peut-être aussi à rapprocher de l'annonce mi-mars par le Premier ministre indien d'un projet du gouvernement envisageant de lever les dernières mesures de contrôle des changes en vigueur. Ce projet d'instaurer la libre convertibilité de la roupie était déjà dans les cartons en 1997, mais il avait été reporté à la suite de la dévaluation du baht thaïlandais et de la crise asiatique qui s'était ensuivie. Cette fois, le calendrier prévu consisterait à mettre en place un mécanisme permettant la convertibilité intégrale de la roupie en 2008, ce qui permettrait aux résidents indiens d'investir plus librement à l'étranger – au-delà du plafond actuel de 500 millions USD par entreprise et par an – et aux grandes entreprises de procéder plus facilement et à moindre coût à des emprunts à l'étranger.

***... ainsi qu'en
Russie où un plan
de réforme
du secteur financier
vient d'être adopté.***

En Russie, les marchés boursiers connaissent aussi une envolée et ils ont affiché de belles performances en 2005 après avoir été à la traîne des marchés mondiaux en 2004. Mi-février, un plan de réforme a été adopté en vue d'améliorer l'infrastructure du marché, de réduire les obstacles réglementaires à l'accès aux marchés financiers et de rendre la communication financière plus transparente.