

L'actualité récente des marchés des capitaux

I. Vue d'ensemble

Après quelques mouvements de correction importants fin mai et début juin, les principaux marchés ont renoué avec la croissance et à peu près regagné le terrain cédé à cette occasion, ce qui traduit l'attitude toujours positive des investisseurs. Face au ralentissement de la croissance économique cette attitude repose dans une large mesure sur des paramètres fondamentaux qui sont demeurés solides, comme la bonne santé des bilans des entreprises, la croissance vigoureuse de leurs bénéfices et la faiblesse des taux de défaillance. La baisse des prix des obligations s'est interrompue et les rendements obligataires, quoique instables, sont pour l'essentiel restés hésitants depuis la mi-mai. Les écarts de rémunération des obligations de sociétés, tout en étant restés relativement faibles, se sont un peu creusés ces derniers mois.

Tandis que les banques centrales continuaient de retirer des liquidités du marché, les taux d'intérêt à court terme ont progressé, mais ces augmentations n'ont pas été entièrement répercutées dans le compartiment du long terme. Face à un coup de froid sur le marché du logement, notamment aux États-Unis, et au renchérissement du pétrole, les observateurs ont craint de plus en plus que les risques de détérioration des perspectives économiques ne se matérialisent. Toutefois, la récente baisse des prix de l'or noir est venue un peu apaiser les tensions inflationnistes qui s'étaient accumulées depuis un an. Cette accalmie – ainsi que l'amélioration de la crédibilité des banques centrales

Après un mouvement important de correction en mai et juin, redressement des marchés d'actions et des marchés des obligations de sociétés bénéficiant toujours de l'attitude positive des investisseurs,...

... mais avec la détérioration des perspectives économiques, les courbes de taux se sont aplaties, tandis que les banques centrales continuaient de retirer des liquidités du marché.

dans la lutte contre l'inflation – se reflète également dans un recul des anticipations d'inflation.

Des rendements toujours intéressants pour les investisseurs étrangers sur les marchés émergents.

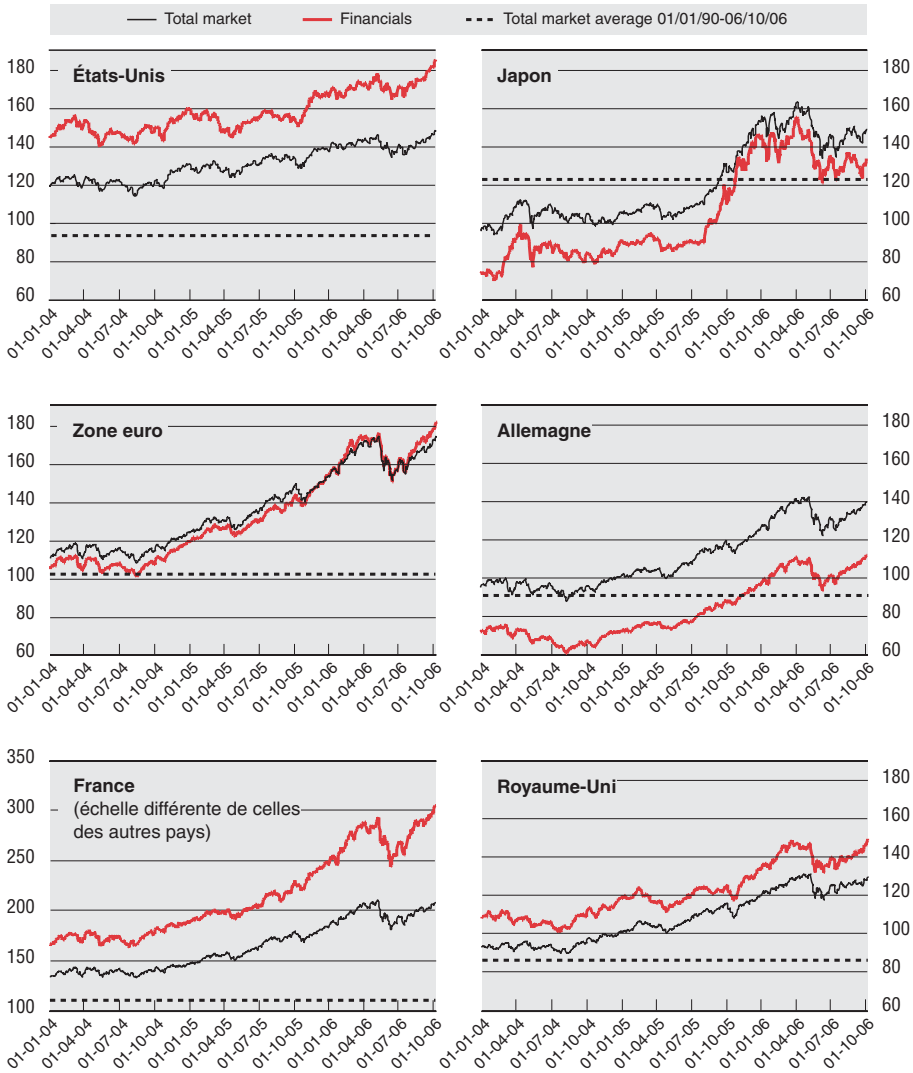
Les marchés émergents, pourtant durement touchés par le retournement du marché en mai-juin, se sont bien rétablis, grâce à des conditions macroéconomiques favorables et des programmes de réforme qui ont permis d'améliorer la solvabilité des marchés émergents – entreprises et emprunteurs souverains confondus – et renforcé l'attrait exercé par leurs émissions sur les investisseurs étrangers.

II. Marchés d'actions

Le repli des marchés d'actions de mai-juin a effacé les gains des mois précédents...

En mai et début juin, partout dans le monde, les marchés d'actions ont subi des mouvements de correction considérables, au moment où certains risques de surexposition se sont concrétisés, les investisseurs craignant une accélération de l'inflation, une hausse des taux d'intérêt et un enlèvement de l'économie (graphique 1). Après avoir atteint des sommets aux alentours du 9 mai, certains grands marchés sont revenus aux niveaux qu'ils avaient enregistrés au dernier trimestre de 2005, ce qui impliquait pour certains d'entre eux des reculs de l'ordre de 20 %. Ces reculs ont été particulièrement sensibles sur des marchés ayant précédemment affiché de fortes hausses, comme au Japon ou dans la zone euro. Le 13 juin, l'indice généraliste japonais est revenu brusquement à son niveau de fin octobre 2005, soit une baisse de plus de 20 % par rapport à son sommet du 9 mai. Pour sa part, l'indice généraliste de la zone euro a reculé de plus de 17 % durant la même période pour s'établir de nouveau à son niveau de janvier 2006. En ce qui concerne l'indice généraliste américain, la perte correspondante a été légèrement inférieure à 9 %, ce qui a néanmoins effacé en quelques jours les gains enregistrés depuis novembre 2005.

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



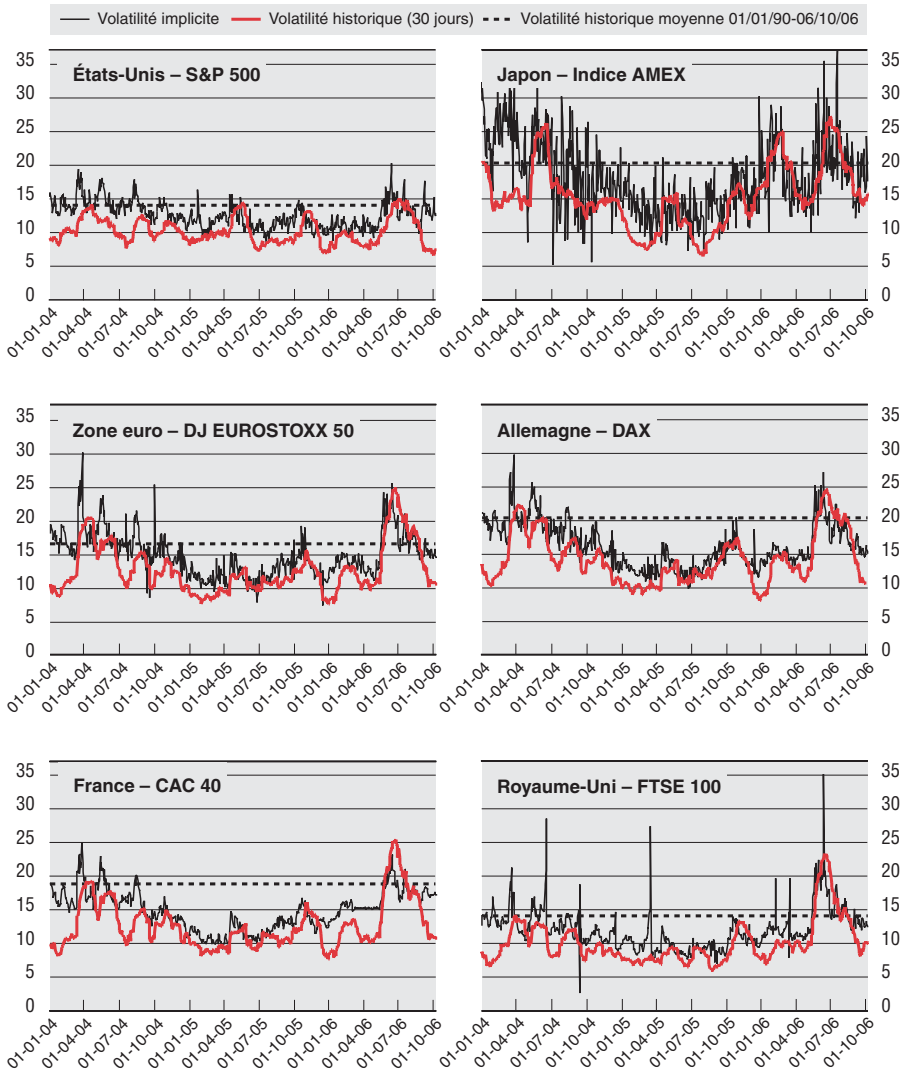
Note : Indices Datastream. Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006.
Source : Thomson Financial Datastream.

... et la volatilité s'est accrue par crainte d'un ralentissement économique,...

Au cours de ces ajustements à la baisse, la volatilité des principaux indices s'est sensiblement accrue au point de devenir supérieure aux moyennes de long terme (mesurées depuis le début de 1990) et elle a continué de s'accroître alors même que les marchés commençaient déjà à retrouver de leur vigueur (graphique 2). Les indicateurs de volatilité ne se sont repliés qu'en juillet et août, mais sont restés supérieurs à leur niveau antérieur au mouvement de correction du début mai, ce qui témoigne d'une certaine exacerbation des incertitudes de la part des investisseurs quant à l'orientation future des marchés d'actions. Le fait que la volatilité historique de tous les grands indices, qui est une mesure rétrospective, est restée bien inférieure à la volatilité implicite des marchés d'action, qui est une mesure prospective (fondée sur les contrats d'option), vient corroborer cette observation sur l'incertitude grandissante des investisseurs.

... mais ces derniers mois les marchés ont retrouvé leur trajectoire de croissance,...

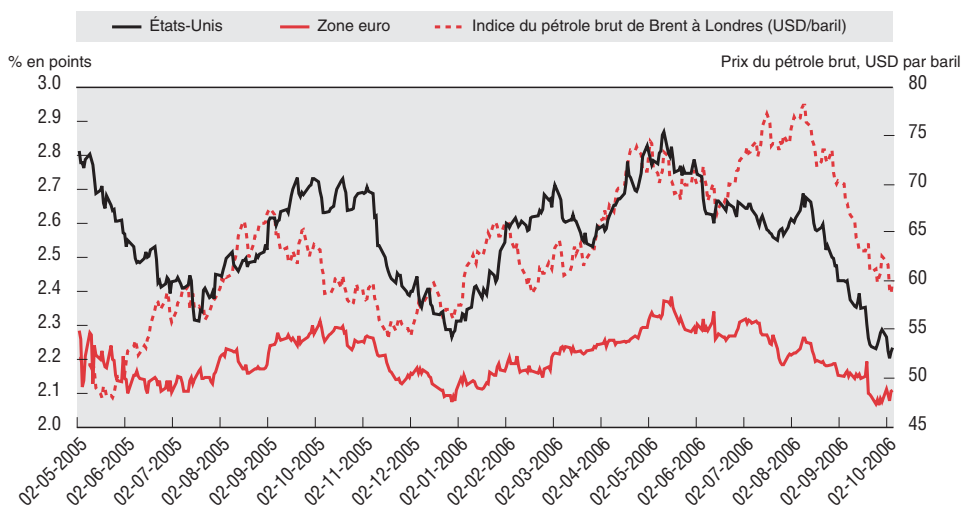
Toutefois, après le mouvement de correction de mai-juin, les marchés ont renoué avec la croissance et nombre de grands indices boursiers ont retrouvé les niveaux qu'ils avaient atteints avant ce repli. Ces évolutions ont été favorisées par des nouvelles positives en matière de bénéfices et les perspectives de croissance favorables pour la zone euro et le Japon, ainsi qu'une baisse des prix du pétrole qui est venue apaiser les tensions inflationnistes. Durant cette phase de reflux des prix du pétrole, les anticipations d'inflation, mesurées par l'écart de rendement entre obligations classiques et obligations indexées, ont diminué (graphique 3), ce qui améliore l'arbitrage entre production et inflation et encourage l'idée que la Fed serait prête à soutenir une économie américaine en cas de ralentissement. En Europe, le récent relèvement du taux directeur de la BCE début octobre a favorisé l'optimisme des investisseurs et porté les cours des actions à un niveau sans précédent depuis cinq ans. Cela étant, même si les marchés de capitaux ont fait fi des récentes augmentations des prix du pétrole début octobre, ces hausses ont montré que le risque de connaître des prix de l'or noir plus élevés et plus instables demeure.

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

Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006. 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.

Graphique 3. Anticipations implicites d'inflation et prix du pétrole brut



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006. Les anticipations implicites (« point mort d'inflation ») sont égales aux différences de rendement entre les obligations d'État de référence à 10 ans et les obligations indexées sur l'inflation (indices Merrill Lynch des obligations d'État indexées sur l'inflation).

Source : Thomson Financial Datastream.

...sans donner de signes de surévaluation, car les paramètres fondamentaux sont restés à peu près inchangés.

Si l'on examine les coefficients de capitalisation des résultats (CCR) des principaux indices, on ne perçoit guère de signes que les actions sont surévaluées (tableau 1). Les CCR de l'ensemble des indices boursiers généralistes des pays du G-7 et ceux de presque tous les indices sectoriels sont inférieurs à leurs moyennes de long terme (mesurées depuis le début de 1990), malgré la forte progression affichée par certains grands indices. C'est ainsi que la plupart des indices européens ont enregistré une hausse de plus de 10 % depuis le début de l'année. Cela vient corroborer le caractère temporaire du mouvement de correction de mai-juin sur les marchés d'actions et l'attitude positive des investisseurs par la suite, qui a permis de remettre les cours des actions sur les rails de la hausse.

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

	États-Unis	Japon	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
<i>Indices boursiers généralistes</i>								
	WILSHIRE 5000	NIKKEI 225	DJ EURO STOXX	DAX 30	CAC 40	MILAN MIBTEL	FTSE 100	S&P/TSX COMP.
Var. % déc. 05-oct. 06	6.1 %	4.0 %	13.3 %	13.0 %	11.8 %	10.9 %	7.6 %	4.6 %
CCR oct. 06 ^b	17.5	27.2	15.1	14.0	14.1	16.1	13.6	14.6
CCR moy. janv. 90-oct. 06 ^b	21.2	47.6	16.2	16.8	15.2	19.0	17.0	18.9
<i>Télécom, Média, informatique^a</i>								
Var. % déc. 05-oct. 06	5.7 %	0.3 %	1.2 %	-2.5 %	-5.3 %	-7.4 %	3.3 %	16.4 %
CCR oct. 06	24.6	27.7	17.6	19.8	13.7	17.0	14.8	29.3
CCR moy. janv. 90-oct. 06	29.2	60.6	21.7	30.9	19.4	21.1	23.7	28.5
<i>Valeurs financières^a</i>								
Var. % déc. 05-oct. 06	10.1 %	-6.9 %	18.8 %	17.1 %	23.3 %	18.8 %	12.4 %	8.3 %
CCR oct. 06	14.2	23.0	13.7	12.4	12.8	17.9	13.5	14.4
CCR moy. janv. 90-oct. 06	15.3	61.2	15.7	18.8	12.5	20.3	16.5	13.7
<i>Dont : Banques^a</i>								
Var. % déc. 05-oct. 06	9.2 %	-7.5 %	19.9 %	16.8 %	25.9 %	22.2 %	9.6 %	9.7 %
CCR oct. 06	13.8	18.8	14.0	11.0	11.9	17.2	11.9	13.2
CCR moy. janv. 90-oct. 06	14.2	93.8	13.3	13.6	10.8	16.2	14.1	13.1
<i>Sociétés d'assurance^a</i>								
Var. % déc. 05-oct. 06	4.4 %	3.1 %	14.2 %	16.0 %	14.5 %	7.2 %	13.6 %	4.2 %
CCR oct.06	12.0	34.6	12.3	11.5	11.1	17.1	12.2	14.6
CCR moy. janv. 90-oct. 06	17.4	43.8	20.6	32.7	13.8	29.4	18.8	13.9
<i>Sociétés d'assurance vie^a</i>								
Var. % déc. 05-oct. 06	5.5 %	8.8 %	13.5 %	13.8 %	13.7 %	-3.6 %	12.8 %	3.9 %
CCR oct.06	14.4		12.1		8.5	19.9	12.0	15.1
CCR moy. janv. 90-oct. 06	14.8		24.9		10.1	37.3	19.3	15.0

Note : Les calculs sont établis à partir de moyennes mensuelles (pour octobre 2006, les données vont jusqu'au 6 octobre 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) D'après les Indices du marché total calculés par Datastream..

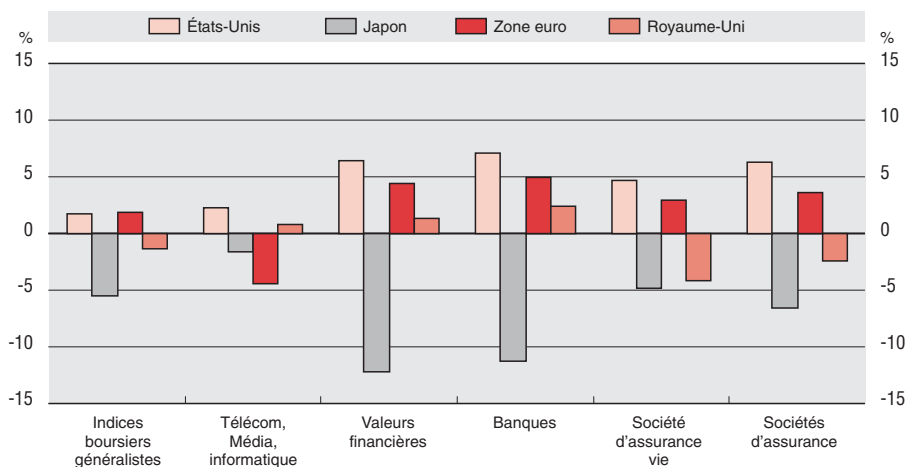
Source : Thomson Financial Datastream.

De bonnes performances des secteurs financiers des pays du G-7, mais un repli des valeurs bancaires au Japon ; ailleurs, les banques risquent de subir les effets de l'aplatissement de la courbe des taux et d'un coup de froid sur le marché du logement.

Les indices des valeurs financières se sont mieux comportés que les indices généralistes dans toutes les économies du G-7 hormis le Japon où les mauvais résultats des banques ont fait baisser l'indice local des valeurs financières. Malgré les performances positives affichées par les sociétés d'assurance depuis le début de l'année, ce secteur a lui aussi enregistré de mauvaises performances ces six derniers mois (graphique 4). Aux prises avec un gonflement de leurs coûts de refinancement et souvent enfermées dans une faible rentabilité à long terme, de nombreuses banques japonaises subissent le coût de l'ajustement au niveau régime monétaire de la Banque du Japon. En revanche, les banques de la zone euro ont figuré parmi les premiers de la classe depuis le début de l'année, avec une progression de près de 20 % de l'indice des valeurs bancaires local (tableau 1). Plus récemment, sur les six derniers mois, l'indice américain des valeurs bancaires a fait mieux que les indices correspondants des pays du G-7 avec une hausse de près de 10 %. Toutefois, l'aplatissement de la courbe des taux et le coup de froid sur le marché du logement risquent d'exercer des pressions supplémentaires sur les banques,

Graphique 4. Performances récentes des indices boursiers sectoriels dans les principales économies

Variations en pourcentage d'avril à octobre 2006



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

notamment aux États-Unis où elles ont pris plus de risques *vis-à-vis* du secteur des ménages en multipliant les émissions d'instruments hypothécaires non traditionnels et en accordant des prêts à des emprunteurs de qualité inférieure.

Le secteur américain de l'assurance, qui avait souffert de la saison des ouragans l'an dernier (et plus particulièrement de la catastrophe de la Nouvelle-Orléans), semble avoir bien traversé la saison des intempéries de cette année, qui a cependant été plus clémente. Les entreprises du secteur ont amélioré leurs bilans en relevant leurs tarifs d'assurance en fonction des dommages considérables subis précédemment et aussi parce qu'on construit de plus en plus de maisons le long des zones dangereuses du littoral qui donnent lieu des primes d'assurance plus chères.

La ruée sur les fonds d'arbitrage qui avait été particulièrement forte l'an dernier s'est ralentie. Cela étant, ces fonds restent des placements intéressants. Ils ont résisté à la tempête boursière de mai-juin en mettant à profit l'accentuation de la volatilité et ils ont ainsi pu afficher de meilleures performances que d'autres formules de placement durant cette période (graphique 5). En outre, les observateurs estiment qu'il n'y a pas eu de signe d'embouteillage des transactions durant cette phase de repli et n'ont pas eu à redouter que les fonds d'arbitrage se trouvent contraints de vendre en pleine phase de baisse au cas où les appels de marge les obligeraient à trouver des nantissements pour leurs investissements à risque. Les performances des fonds d'arbitrage ont été moins bien orientées ces derniers temps et leur corrélation avec les indices boursiers a diminué avec l'apaisement de la volatilité des marchés d'actions.

III. Marchés obligataires et taux d'intérêt

L'évolution des marchés obligataires a été dictée par des incertitudes quant aux perspectives économiques et des attentes *vis-à-vis* de la réaction des banques centrales aux tensions inflationnistes. Apparue au début de l'année, la tendance à la hausse des rendements des principales obligations de référence a subi un coup d'arrêt au moment du mouvement de correction des marchés d'actions en mai et

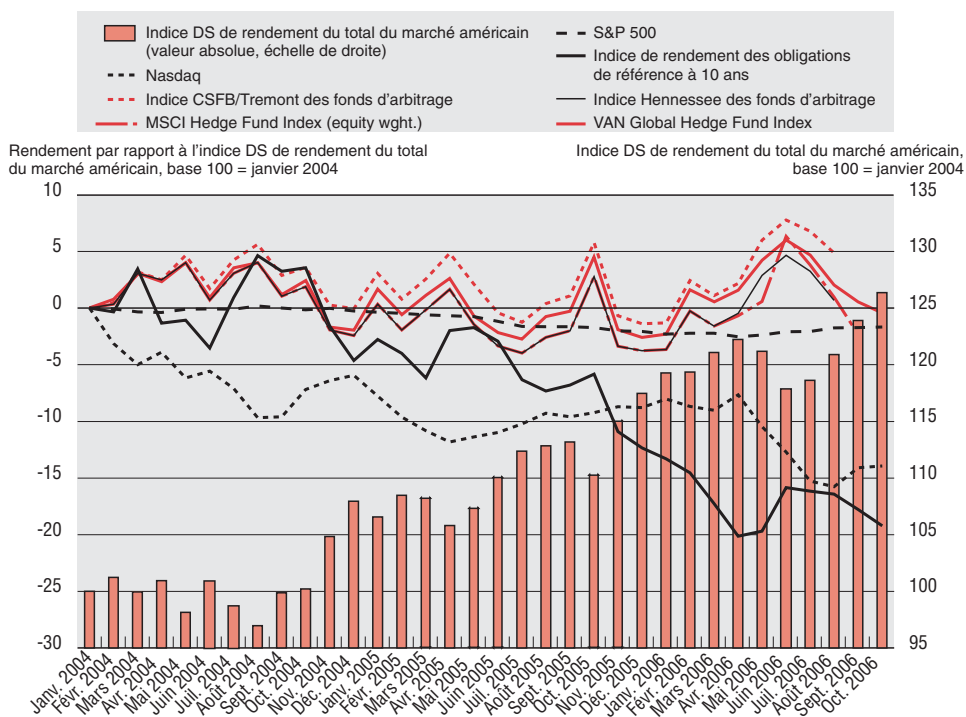
Après une année 2005 difficile, nette amélioration pour le secteur américain des assurances.

Bonnes performances des fonds d'arbitrage durant le repli des marchés d'actions.

Des marchés obligataires désorientés par les incertitudes entourant les perspectives économiques,...

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

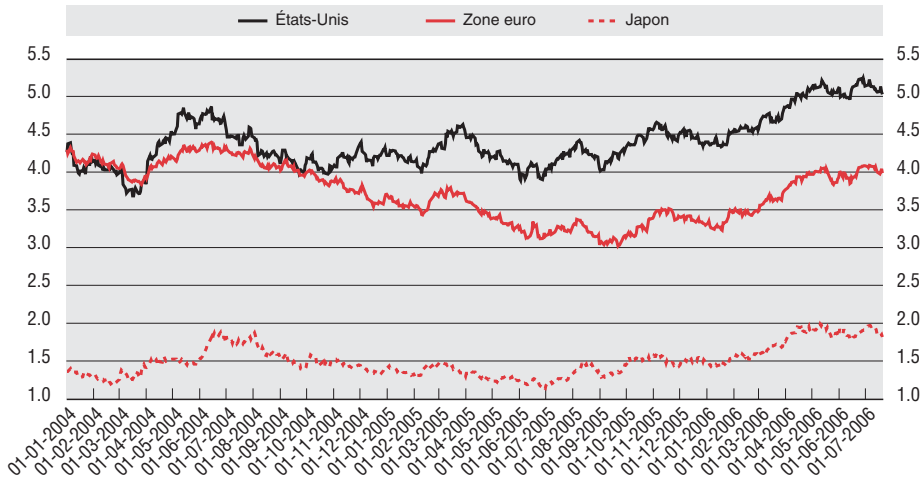
Rendements relatifs par rapport au total du marché généraliste.
(Indice DS du total du marché, base 100 = janvier 2004)



Note : Pour octobre 2006, les données reposent sur des moyennes jusqu'au 6 octobre.
Source : Thomson Financial Datastream.

début juin (graphique 6). Les investisseurs se tournant vers les marchés des valeurs à revenu fixe pour y trouver des actifs plus sûrs, leur désengagement massif *vis-à-vis* des marchés d'actions a entraîné une ascension du prix des obligations. En un mois, de la mi-mai à la mi-juin, les rendements des principales obligations de référence ont ainsi cédé une vingtaine de points de base. Or, le redressement des rendements qui s'est ensuivi durant la deuxième quinzaine de juin n'a pas été soutenu. Dans l'ensemble, la volatilité des marchés obligataires est restée faible. La volatilité des rendements des obligations de référence diminuait légèrement aux États-Unis et dans la zone euro, alors qu'elle a augmenté au Japon.

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



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006.

Source : Thomson Financial Datastream.

Une bonne part des incertitudes entourant les perspectives de croissance et d'inflation pour les échéances longues de la courbe des taux a été influencée par les craintes quant à l'impact d'un coup de froid sur le marché américain du logement dont on pensait qu'il allait peser négativement sur les dépenses des consommateurs et sur les perspectives de croissance économique aux États-Unis. Parallèlement, les tensions inflationnistes se sont accumulées à partir du moment où les précédentes hausses des prix du pétrole se sont répercutées sur l'inflation sous-jacente. De plus, certains ont affirmé qu'une relation inverse entre les prix du logement et les loyers pouvait exercer des tensions à la hausse de l'IPC, par l'intermédiaire des coûts de location si les prix des logements baissent ou augmentent plus lentement¹. Toutefois, les éléments empiriques dont on dispose sur l'existence d'un tel effet ne sont pas concluants. Il semble plutôt qu'il y ait parfois un effet positif différé des prix du logement sur l'IPC, ce qui implique qu'un ralentissement du marché du logement exercerait des effets modérateurs sur la hausse des prix à la consommation et, ce faisant, sur les taux d'intérêt à long terme.

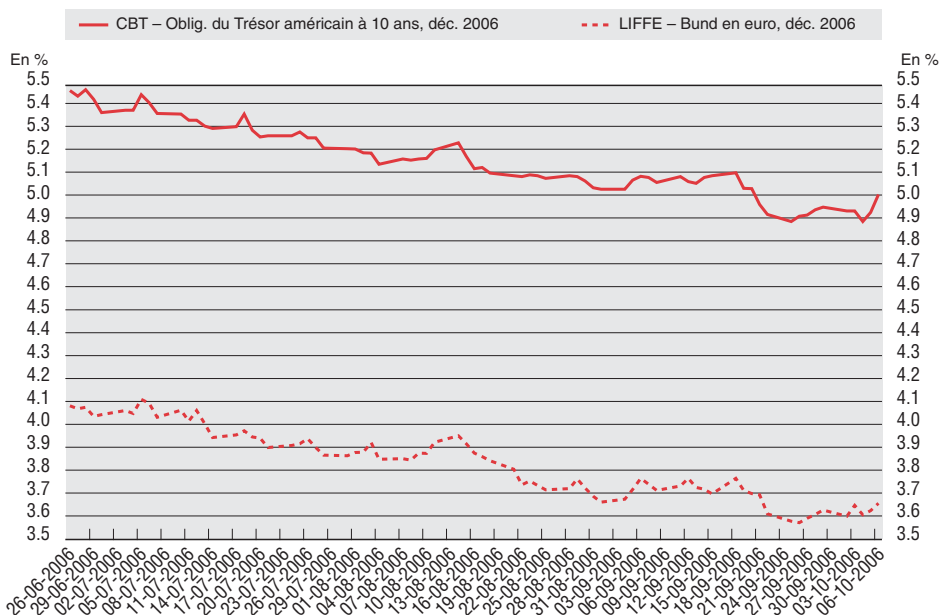
... entre impact d'un coup de froid sur le marché du logement, effet du renchérissement du pétrole...

**... et repli
des anticipations
sur les taux longs,...**

Pour les États-Unis comme pour la zone euro, l'optimisme régnant sur le marché obligataire a modéré ces derniers mois les anticipations relatives aux rendements obligataires à long terme (graphique 7). Les contrats à terme, échéance décembre, sur les obligations du Trésor des États-Unis à 10 ans se sont inscrits en repli de 50 points de base ces quatre derniers mois et on a pu observer un recul du même ordre pour les contrats à terme sur Bund en euro. Tout en étant conforme aux révisions en baisse des prévisions de croissance et au repli des anticipations d'inflation dû au reflux des prix du pétrole, ce phénomène reflète sans doute aussi la crédibilité acquise par les banques centrales dans la lutte contre l'inflation.

Graphique 7. Évolution des anticipations de taux d'intérêt sur les principaux marchés

Contrats sur taux longs, Contrats à échéance décembre 2006



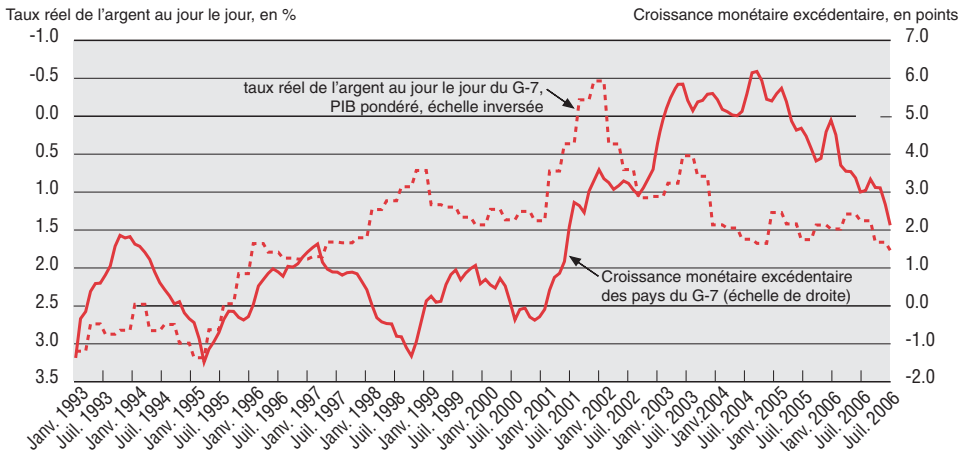
Note : Données au 6 octobre 2006.
Sources : Thomson Financial Datastream, OCDE.

De fait, les banques centrales continuant partout à retirer des liquidités (graphique 8), les courbes des taux se sont aplaties et se sont même inversées aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 9). Alors que la Fed, après le dernier relèvement d'un quart de point des taux fin juin qui a porté l'objectif du taux des fonds fédéraux à 5.25 %, avait semblé vouloir observer une pause dans son mouvement de resserrement, la BCE, après avoir remonté le taux de ses prises en pension (le « repo ») à 3.25 % début octobre, a

... tandis que les banques centrales continuent de retirer des liquidités du marché.

Graphique 8. Indicateurs de l'évolution de la liquidité mondiale

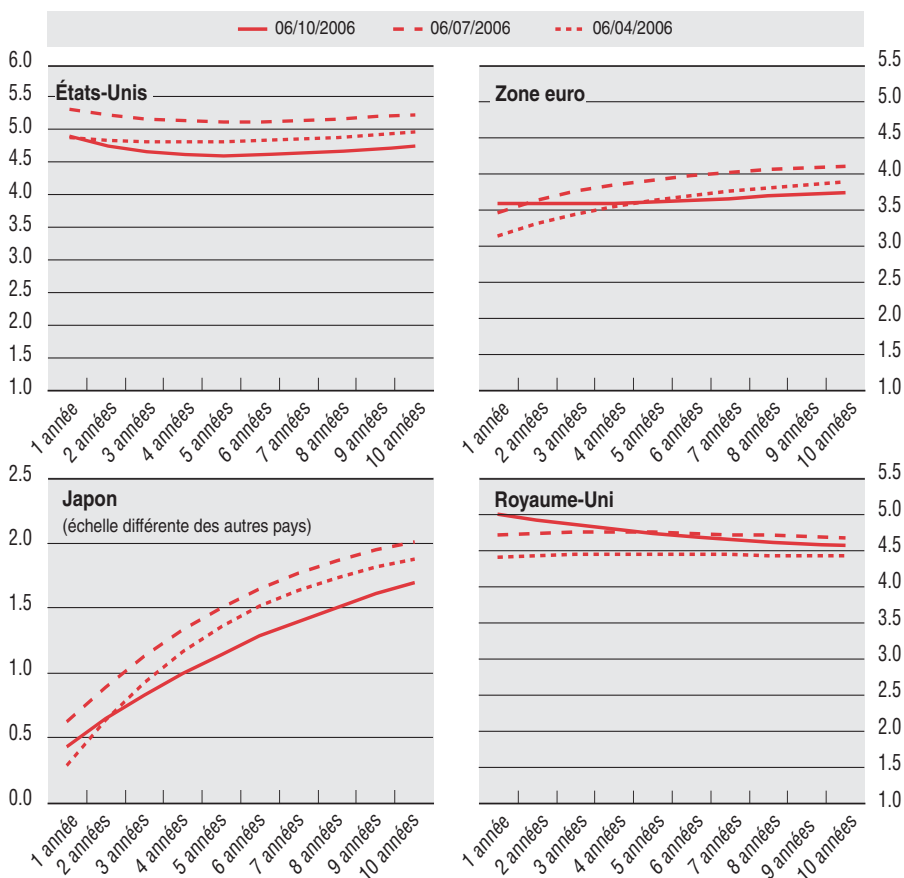
Taux réel de l'argent au jour le jour du G-7, PIB pondéré, échelle inversée, et croissance monétaire effective diminuée de la croissance réelle du PIB potentiel, en points



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* n°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).

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

Graphique 9. Courbe des taux



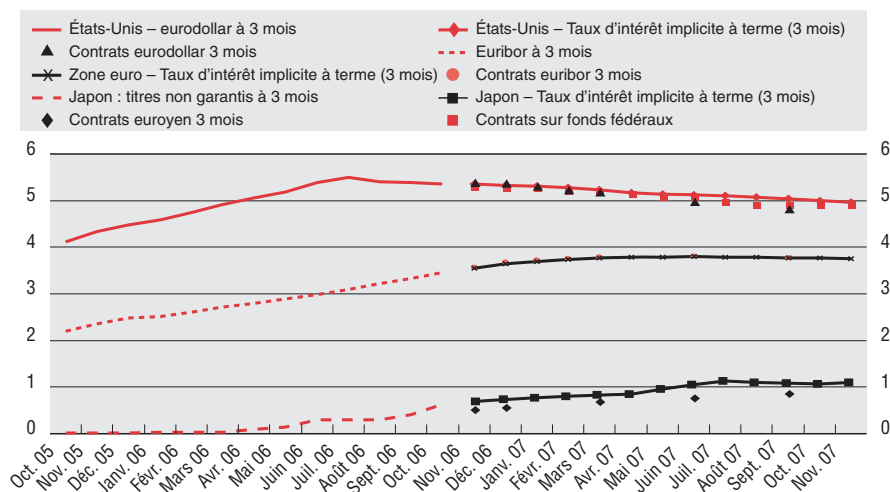
Note : Moyennes mensuelles de données quotidiennes..

Source : Thomson Financial Datastream.

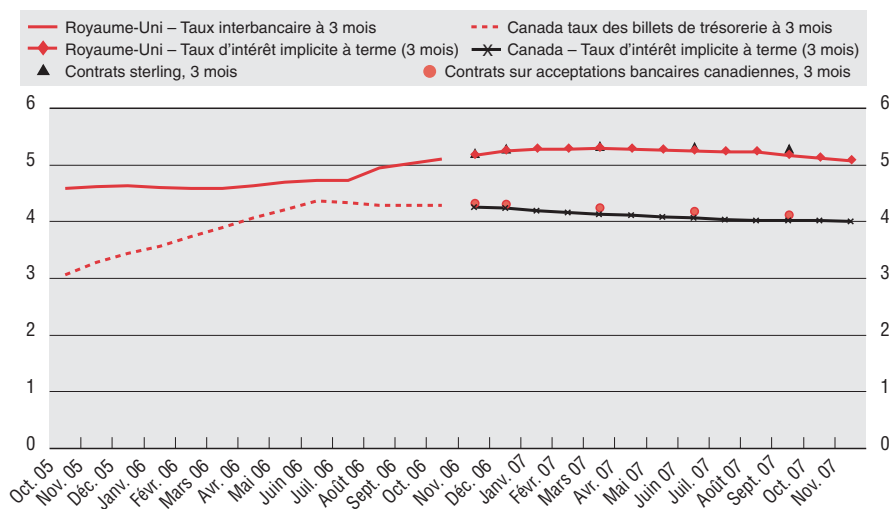
encouragé les rumeurs d'un nouveau relèvement en décembre. Les anticipations relatives aux taux courts aux États-Unis, telles qu'elles ressortent des taux à terme et des contrats à terme, plaident pour un certain assouplissement de la politique monétaire de la Fed l'an prochain (graphique 10). D'après des indicateurs de ce type, les investisseurs attendent de nouvelles mesures de resserrement de la part de la BCE d'ici la fin de l'année. Pour l'an prochain, on table sur une stabilité des taux courts pour la zone euro. Au Japon, où la Banque du Japon a mis un terme à sa politique

Graphique 10. Taux implicites à court terme dans les contrats à terme de gré à gré et standardisés

a) États-Unis, zone euro et Japon



b) Royaume-Uni et Canada



Note : Données au 6 octobre 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 ; Royaume-Uni : taux interbancaire offert à 3 mois ; Canada : taux médian à 3 mois des billets de trésorerie, 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) ; Royaume-Uni : contrats à terme sur sterling à 3 mois (LIFFE) ; Canada : contrats à terme sur acceptation bancaire à 90 jours (ME).

Source : Thomson Financial Datastream, OCDE.

d'assouplissement monétaire en mai, les anticipations relatives aux taux d'intérêt sont plus volatiles. Après avoir été orientées à la hausse, les anticipations relatives aux futures augmentations des taux courts se sont inscrites en recul sensible ces derniers mois. Au Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre a porté son taux directeur à 4.75 % début août, on ne s'attend guère à de nouveaux relèvements des taux. Comme dans le cas des États-Unis, les anticipations concernant les taux courts au Canada sont orientées à la baisse pour l'année prochaine, ce qui signifie que les mesures de resserrement devraient prendre fin dans quelques temps après que la Banque du Canada a fixé le taux cible du financement à un jour à 4.25 % fin mai.

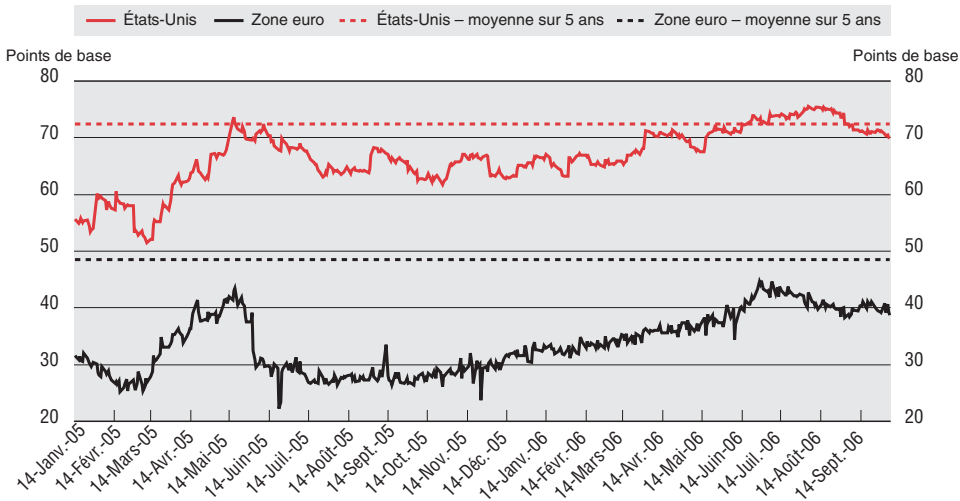
***Attitude positive
des investisseurs
sur les marchés
du crédit,...***

Malgré des perspectives plus ternes concernant la croissance et le resserrement monétaire, les marchés du crédit semblent avoir continué de refléter l'attitude positive des investisseurs. Au lendemain de la vague de vente sur les marchés d'actions durant la deuxième quinzaine de mai et début juin, les écarts de rémunération des obligations de sociétés se sont un peu creusés aux États-Unis comme dans la zone euro. Toutefois, les écarts de rémunération des titres de la catégorie investissement par rapport aux emprunts de référence oscillent encore autour de leurs moyennes sur 5 ans aux États-Unis et ils sont demeurés inférieurs à ces moyennes dans la zone euro (graphique 11). Pour leur part, les écarts de rémunération des obligations à haut rendement sont inférieurs à leur moyenne sur cinq ans des deux côtés de l'Atlantique et ces écarts se sont un peu resserrés ces derniers temps pour la catégorie investissement comme pour les titres à haut rendement (graphique 12).

***... mais un
creusement
des écarts
de rémunération,
certes encore
faibles, qui
témoigne
d'une plus grande
aversion
aux risques.***

Une partie du resserrement des écarts de rémunération s'explique sans doute par la diminution de l'offre après la phase précédente durant laquelle les émetteurs ont essayé de profiter de la faiblesse des taux en accroissant leurs émissions. Mais comme sur les marchés d'actions, les investisseurs ont tenu compte de paramètres fondamentaux positifs et ne pensaient apparemment pas que le cycle du crédit allait parvenir à un point de retournement. Les taux de défaillance des emprunteurs ont diminué à l'échelle mondiale (graphique 13), et les ratios de révision en baisse

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



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006. Rendements agrégés des obligations de sociétés de 5 à 7 ans, notées AA moins rendement des obligations d'État de référence de 5 à 7 ans indices (Merrill Lynch) pour les États-Unis et écart de rendement des titres d'emprunt de la catégorie investissement par rapport aux obligations d'État d'après l'indice JP Morgan Maggie, tous secteurs, toutes échéances (5-6 ans en moyenne), pour la zone euro.

Source : Thomson Financial Datastream.

des notations ont été faibles. Pour la suite cependant, on prévoit une légère augmentation des taux de défaillance dans un avenir proche et les ratios de révision en baisse ont déjà augmenté ces deux derniers trimestres aux États-Unis ainsi qu'en Europe². Devant l'augmentation du nombre d'entreprises placées sur la liste de surveillance des agences de notation par rapport à 2005, bien des observateurs s'attendent à une nouvelle détérioration de la qualité des signatures des entreprises aux États-Unis et dans la zone euro. Aux États-Unis, les risques sont liés au ralentissement de la croissance économique, alors qu'en Europe, la vague montante des fusions-acquisitions risque de mettre à rude épreuve des capacités de certains emprunteurs.

Graphique 12. Écarts de rémunération des obligations à haut rendement

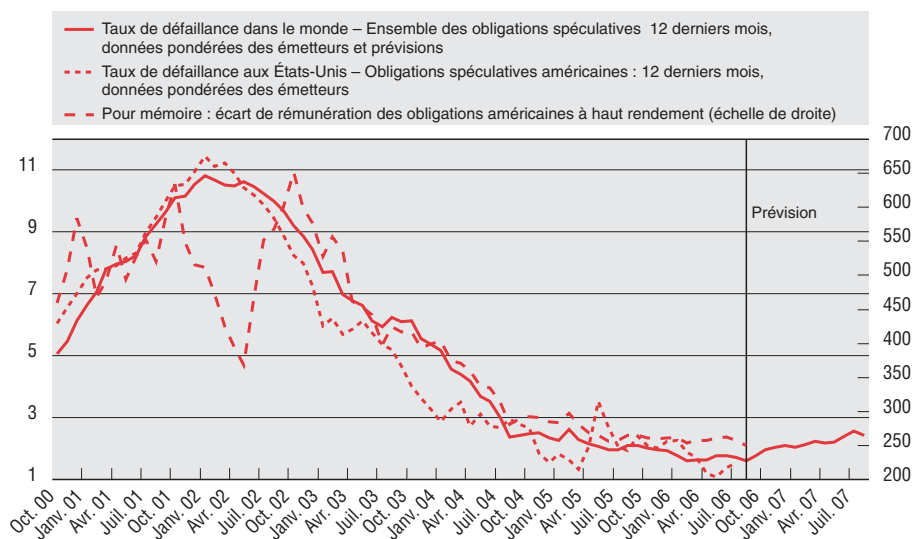


Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006. Rendements agrégés des obligations de sociétés à haut rendement diminué des rendements agrégés des obligations notées BAA (indices Lehman) pour les États-Unis ; écart de rendement des titres d'emprunt à haut rendement par rapport aux obligations d'État d'après l'indice JP Morgan Maggie, tous secteurs, toutes échéances, pour la zone euro.

Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 13. Perspectives de défaillance de sociétés dans le monde

Taux de défaillance des emprunteurs de la catégorie spéculative dans le monde, Moody's Investors Service



Source : Moody's Investors Service, Thomson Financial Datastream.

IV. Marchés des changes

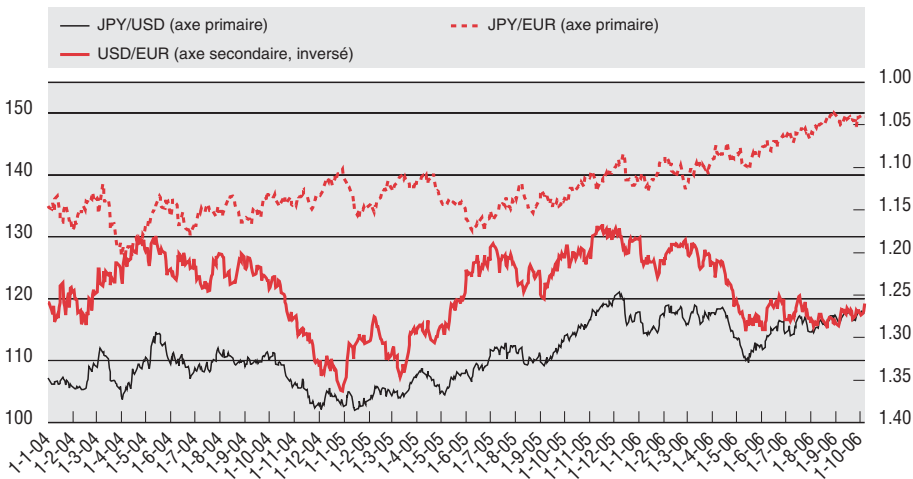
L'évolution des anticipations en matière de croissance et de taux d'intérêt aura aussi été déterminante pour les principaux marchés des changes au cours des derniers mois. Alors que les ajustements à l'ampleur prise par le déficit américain des paiements courants avaient exercé des pressions structurelles sur le dollar des États-Unis et l'avaient placé sur une trajectoire de baisse par rapport à l'euro et au yen, le retournement des marchés d'actions de mai-juin a marqué la fin de cette tendance (graphique 14). Depuis la mi-mai environ, le dollar a commencé à fluctuer plus fortement vis-à-vis de l'euro et du yen avant de se stabiliser récemment dans une fourchette de variation plus étroite.

À la mi-mai, lorsque les ventes massives sur les marchés mondiaux d'actions ont partout provoqué de fortes chutes des cours des actions, le dollar a été porté par le retour des investisseurs vers la grande monnaie de réserve mondiale. Pour certains observateurs, le fait que, durant cette période, le dollar a aussi progressé fortement par rapport à un certain nombre de monnaies à rendement élevé, comme le

*Interruption
du recul du dollar
américain en mai,...*

*... grâce au retour
des investisseurs.*

Graphique 14. Principaux cours de change



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006.
Source : Thomson Financial Datastream.

dollar de Nouvelle-Zélande ou le rand d'Afrique du Sud après que ces deux pays ont fait état d'un creusement marqué de leurs déficits des paiements courants, indique que le billet vert a aussi bénéficié du dénouement d'opérations spéculatives sur écarts de rémunération souvent montées par des fonds d'arbitrages établis aux États-Unis. Après ce coup de fouet donné au dollar, les perspectives positives pour la zone euro et les anticipations de relèvement des taux d'intérêt européens sont venu renforcer davantage la monnaie européenne. Cela étant, les initiatives de relèvement des taux directeurs de la BCE semblent plutôt avoir déçu les espoirs de certains qui attendaient des relèvements plus substantiels et des perspectives de croissance plus positives, ce qui a retiré une partie du soutien dont bénéficiait l'euro.

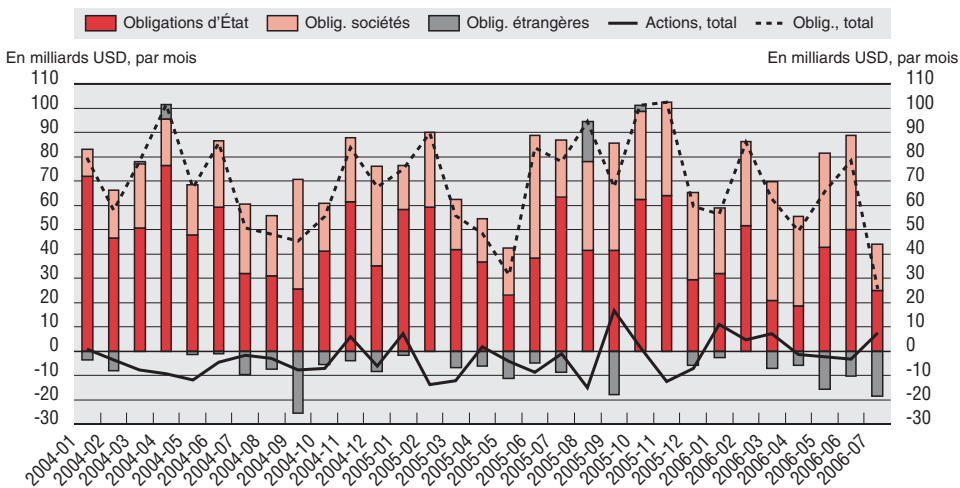
***Un recul du yen
contre euro
peu apprécié
des responsables
européens
et japonais.***

Au Japon, où l'économie ne se remet que lentement de la déflation et où les perspectives de croissance ont récemment été révisées en baisse, le yen a continué de céder du terrain *vis-à-vis* de l'euro. Même si l'appréciation de la monnaie américaine contre yen a été moins marquée que son redressement *vis-à-vis* du dollar, les responsables européens et japonais ont récemment indiqué, en marge d'une réunion du G-7 à la mi-septembre, qu'ils préféreraient un yen plus fort par rapport à l'euro ce qui aiderait l'Europe à conquérir quelques parts de marché au Japon. Jusqu'ici cependant, cette « intervention verbale » ne s'est pas traduite par des initiatives concrètes. Mais comme l'ont noté certains observateurs, un tel désaccord exprimé officiellement avec l'évolution effective des cours de change peut accroître les risques de négociation, encourageant ainsi ceux qui spéculent à la vente du yen d'envisager des retournements soudains de leurs positions et de décourager les opérations spéculatives sur écarts de rémunération qui passent pour avoir contribué pour une part importante à la faiblesse récente de la monnaie japonaise.

Jusqu'ici, les éventuels ajustements des cours de change aux déséquilibres mondiaux se sont faits en douceur et, malgré un récent recul en juin, les entrées de capitaux aux États-Unis ont apporté un large soutien au dollar face au gonflement du déficit américain des paiements courants (graphique 15). Avec un total de plus de 855 milliards USD sur 12 mois jusqu'en juillet, les principaux investissements étrangers se sont portés sur les obligations de l'État fédéral américain. Les entrées nettes d'investissement en actions ont progressé en juillet, ce qui a un peu compensé les sorties du marché obligataire.

Large soutien des entrées de capitaux aux États-Unis face au déficit des paiements courants,...

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



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

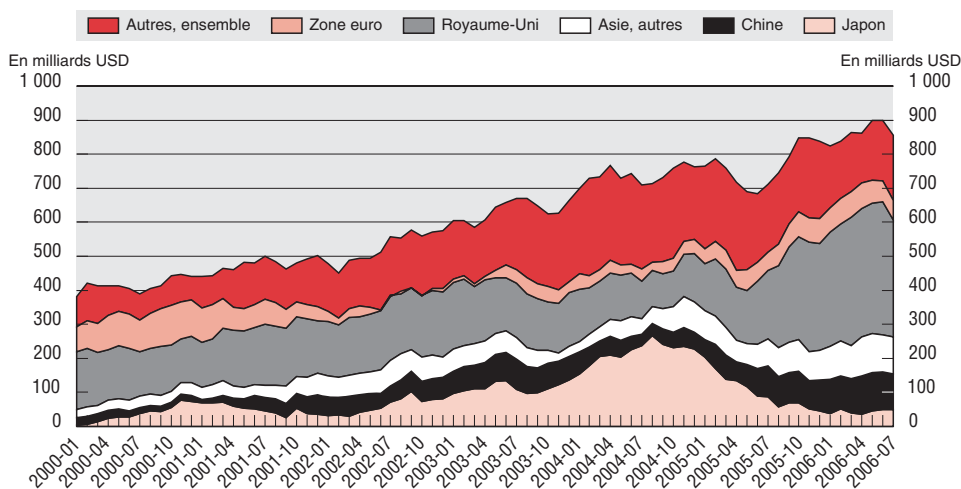
Source : Trésor des États-Unis, Treasury International Capital (TIC) Reporting System.

Même si le Japon, avec une part de 30 %, reste le principal détenteur de titres du Trésor des États-Unis à l'étranger, d'autres pays de la région asiatique ont gagné en importance à cet égard. Plus précisément, les entrées d'investissement en provenance de Chine, qui détient actuellement quelque 15 % des titres du Trésor américain à l'étranger, ont sensiblement augmenté ces dernières années, au point de

... avec une progression des entrées en provenance de Chine.

dépasser les entrées nettes en provenance du Japon (graphique 16). Les principales entrées nettes restent attribuées au Royaume-Uni, même si, compte tenu du rôle de centre financier de Londres, l'origine de ces fonds est moins claire. En effet, certains éléments indiquent que ces fonds recouvrent aussi des investissements substantiels des exportateurs de pétrole qui investissent leurs excédents aux États-Unis et sous forme d'autres actifs à l'étranger.

Graphique 16. **Placements de portefeuille nets de l'étranger aux États-Unis, par région**
Montants des 12 derniers mois, en milliards USD



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

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

V. Marchés émergents

Des marchés émergents durement touchés par les ventes massives observées partout dans le monde en mai-juin,...

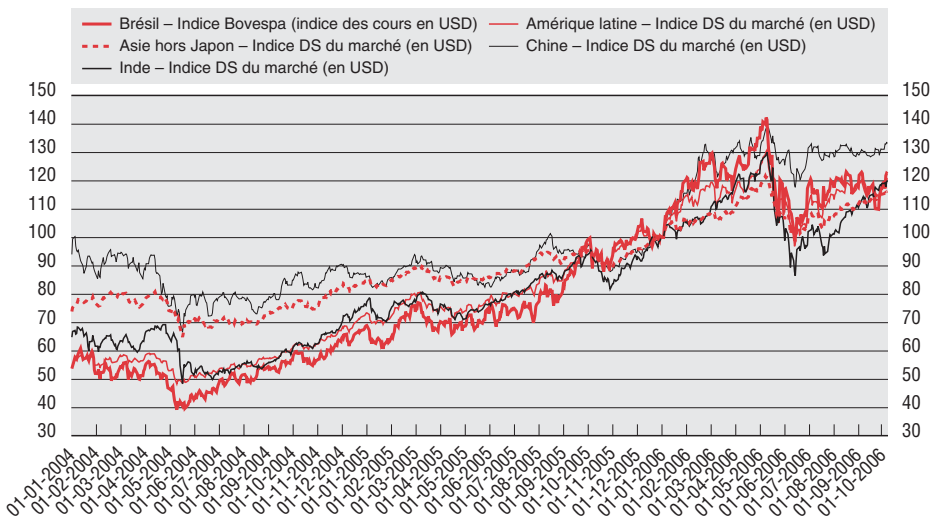
Les marchés émergents ont été durement touchés par le retournement des marchés d'actions de mai et juin. Après avoir enregistré des entrées records d'investissement l'an dernier, ces turbulences boursières ont déclenché les plus fortes sorties hebdomadaires de fonds que ces marchés aient connues en deux ans. Le dénouement de transactions par des investisseurs sur fonds empruntés a déclenché une chute des principaux marchés boursiers émergents (graphique 17) et a par moment porté les écarts de rému-

nération des marchés émergents à des sommets (graphique 18). Parmi les indices boursiers régionaux présentés dans le graphique 17, c'est l'indice latino-américain qui a été le plus mis à mal, reculant de plus de 35 % entre son pic du 10 mai et son nouveau creux du 13 juin. Au niveau national, le marché boursier indien qui, il n'y a guère, profitait d'investissements étrangers considérables, a même été plus durement touchés, cédant près de 48 % durant la même période par rapport à son pic du 10 mai. Pour sa part, l'indice global des marchés asiatiques (hors Japon) a baissé de quelque 23 % du 8 mai au 13 juin.

Même si ces marchés n'ont pas renoué avec leurs sommets du début mai, ils se sont sensiblement redressés depuis lors. Certes, tous les investisseurs ne sont pas revenus après leur désengagement massif, mais les paramètres fondamentaux toujours positifs de ces marchés ont jusqu'ici soutenus marchés. Les ratios des révisions en baisse de la notation des entreprises se sont légèrement détériorés récemment,

... mais qui se sont redressés depuis, grâce à leurs paramètres fondamentaux restés solides...

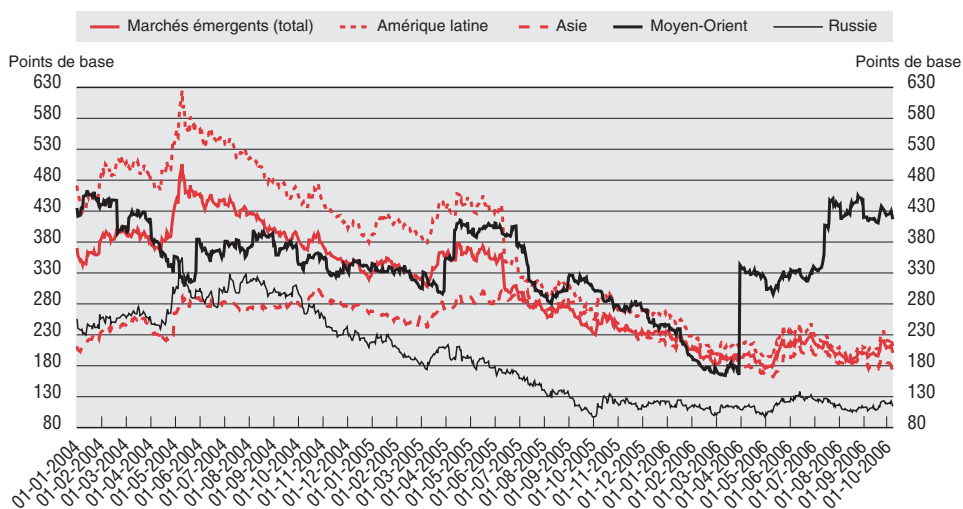
Graphique 17. Performances boursières dans quelques économies émergentes
Indices d'actions, base 100 au 3 janvier 2005, en dollars des États-Unis



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 2006.

Source : Thomson Financial Datastream.

Graphique 18. Écarts de rémunération des marchés émergents



Note : Données quotidiennes jusqu'au 6 octobre 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.

notamment en Amérique latine, mais en ce qui concerne les marchés émergents dans leur ensemble, ils sont restés bien inférieurs aux ratios correspondants aux États-Unis et en Europe³. De plus, en volume, les révisions en hausse des notations au cours des trois premiers trimestres de 2006 sont largement supérieures aux révisions en baisse, ce qui, du fait des mauvaises performances américaines, n'est pas le cas des marchés développés. En outre, les obligations souveraines des marchés émergents ont dans l'ensemble vu la qualité des signatures s'améliorer, puisqu'on compte dans ce segment huit révisions en hausse des notations, contre deux révisions en baisse seulement au troisième trimestre de 2006. Quatre de ces révisions en hausse sont intervenues dans la région Asie-Pacifique. Les deux révisions en baisse, l'une dans la région Europe orientale, Moyen-Orient et Afrique, ont largement été compensées en volume par les révisions en hausse.

Les paramètres fondamentaux positifs expliquent aussi l'intérêt croissant que manifestent les investisseurs internationaux pour les titres des marchés émergents libellés dans la propre monnaie de l'émetteur. Derrière ce phénomène, il y a implicitement des anticipations de stabilité économique et financière durable des économies de marché émergentes, qui prévalent sur les considérations de risque, ainsi qu'une modification des points de vue traditionnels sur les faiblesses structurelles inhérentes aux marchés des économies en développement. Jusqu'ici, les nouvelles avancées du marché, l'amélioration des conditions de financement et celle de l'accès au marché pour les économies émergentes ont contribué à l'apparition d'un « cercle vertueux » qui va stimuler davantage encore le progrès économique.⁴

... et une stabilité économique et financière rassurante pour les investisseurs...

En ce qui concerne les diverses régions, en Amérique latine, l'indice Bovespa au Brésil a surperformé ces derniers mois l'indice global des actions latino-américaines, mais tout récemment il a affiché de moins bonnes performances que l'indice régional. La bonne tenue des paiements courants du Brésil rapproche le pays des notations de la catégorie investissement. Mais ses perspectives de croissance sont, comparées à celles des autres grands marchés émergents, relativement modestes. Avec ces perspectives, ainsi que le niveau encore relativement élevé des taux d'intérêt, certains investisseurs favorisent un transfert des placements en actions vers les placements en valeurs à revenu fixe au Brésil.

... en Amérique latine,...

Les investisseurs sont aussi restés confiants en ce qui concerne les investissements en Asie, malgré les difficultés récentes de la région. En Indonésie, encore sous la menace de la grippe aviaire et frappée par un tsunami en juillet, le gouvernement a annoncé début octobre qu'il allait procéder au remboursement anticipé de ses engagements restants vis-à-vis du Fonds monétaire international. Ce résultat positif a été obtenu grâce au vif redressement économique du pays et à la bonne situation de sa balance des paiements. En Thaïlande, le gouvernement a été renversé par un coup d'État militaire en septembre. Même si le bath s'est légèrement affaibli à cette occasion et si les bourses de valeurs et les banques ont fermé le jour du coup d'État, les marchés n'ont apparemment pas subi d'effets négatifs plus durables

... en Asie, malgré des difficultés récentes,...

de ces événements. Aux Philippines, un plan ambitieux de relance de la croissance économique et de réduction de la pauvreté avait été annoncé pour compléter le programme de réforme des finances publiques en vue de remédier à l'énorme dette du pays qui avait atteint 80 % de son PIB en 2004 et qui était pour moitié libellée en devises. Fin juillet, les Philippines ont réussi à placer sur le marché une émission d'obligations souveraines d'un montant de 750 millions USD.

***... et en Chine
où les réformes
se poursuivent,...***

En Chine, le renminbi s'est sensiblement renforcé fin septembre, prolongeant ainsi un redressement déjà entamé en mai. C'est ainsi que la monnaie chinoise a brièvement franchi fin septembre la barre symbolique de 7.9 CNY pour un dollar. Même si cette progression risque de ne pas durer, des réformes importantes sont en cours pour ouvrir l'économie chinoise et ses marchés de capitaux⁵.

***... mais aussi dans
la région Moyen-
Orient et Afrique
du Nord, qui offre
des possibilités
d'investissement
rentables, malgré
des risques
persistants en
matière de sécurité.***

Après un resserrement conforme à celui d'autres indices obligataires des marchés émergents, l'écart de rémunération de l'indice pour le Moyen-Orient s'est sensiblement creusé au deuxième trimestre de cette année, les investisseurs étant préoccupés par l'instabilité politique persistante dans la région, avec notamment la guerre civile en Irak et le récent conflit au Liban. En revanche, l'indice des cours des actions sur les marchés arabes qui avait connu un repli dès novembre 2005 après avoir atteint des sommets sous l'effet d'une vague de spéculation, a entamé un redressement en juillet et sa volatilité a diminué grâce aux perspectives économiques positives de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord. Les bonnes performances de cette région sont soutenues non seulement par la cherté du pétrole, mais aussi par des réformes économiques. La libéralisation des régimes d'investissement et la modernisation des marchés de capitaux figurent en bonne place dans le programme de nombreux gouvernements de la région. Le fait que les émissions d'actions lancées à l'occasion de privatisations, en particulier dans les pays du Golfe, soient habituellement sensiblement sur-souscrites indique que ces réformes ont accru les occasions d'investissements rentables pour les investisseurs étrangers aussi bien que locaux, qui tirent ainsi parti de la richesse de la région et de son épargne locale.

Notes

1. Aux États-Unis, les postes du logement (y compris les coûts de l'énergie et le mobilier) représentent environ 40 % de l'indice des prix à la consommation, dont 23 % attribués aux loyers imputés (« Loyer équivalent pour les propriétaires de leur résidence principale ») et seulement 6 % environ aux loyers effectifs (« location de la résidence principale »).
2. Standard and Poor's, Global Fixed Income Research, *Global Corporate and Sovereign Rating Actions: Third Quarter 2006*.
3. D'après Standard and Poor's, Global Fixed Income Research, *Global Corporate and Sovereign Rating Actions: Third Quarter 2006*.
4. Voir aussi *A Virtuous Circle of Success in Sight*, commentaire par John Lipsky dans *The Straits Times*, Singapour, 18 septembre 2006.
5. Voir aussi l'article consacré aux réformes du secteur financier chinois dans ce numéro de *Financial Market Trends*.