

V. Turbulences sur les marchés des actifs

Faits saillants

Un observateur disposant uniquement de données annuelles ne verrait dans la période sous revue que le prolongement des tendances de l'année précédente. Par rapport au début de 1998, les marchés des actions, dynamiques, ont atteint de nouveaux sommets dans la plupart des pays industriels, les rendements des obligations d'État ont poursuivi leur baisse et les prix de l'immobilier ont confirmé leur remontée. Au vu de ce tableau, on ne pourrait guère deviner que les faits marquants de l'année se sont produits pendant les deux mois qui ont suivi l'annonce du moratoire sur la dette russe, à la mi-août. Durant ce court laps de temps, les marchés des capitaux du monde entier ont été soumis à des tensions extrêmes, faisant redouter aux intervenants et aux autorités une implosion imminente du système financier. Comme les investisseurs fuyaient pratiquement tous les types de risques, la liquidité s'est tarie, tant dans les économies industrielles que dans les marchés émergents, et nombre d'emprunteurs se sont trouvés dans l'incapacité de lever des fonds, même à des taux pénalisants. Les prix de toutes les catégories d'actifs ont baissé, sauf ceux des obligations d'État des principaux pays industriels, et les émissions se sont progressivement interrompues. Toutefois, la suite des événements s'est révélée aussi remarquable: les cours des actions se sont redressés dans la plupart des pays après novembre 1998 et les marchés des titres à revenu fixe ont recouvré un calme relatif. La première partie du présent chapitre analyse l'évolution des prix des actifs dans les pays industriels et propose quelques réflexions sur les questions suscitées par les cours actuels des actions.

On serait fondé à considérer les événements de l'an dernier, malgré leur ampleur exceptionnelle, comme un résultat logique de la modernisation du paysage financier sous l'influence conjuguée de l'innovation et de la libéralisation. En effet, si la taille et la complexité croissantes des marchés permettent une allocation plus efficiente des capitaux et des risques, les perturbations peuvent les affecter davantage, du fait que les tensions peuvent se propager plus rapidement qu'auparavant entre des compartiments plus étroitement intégrés. Tirant les leçons de ce récent épisode de turbulences, la seconde partie du chapitre analyse quelques caractéristiques marquantes du comportement des marchés en période de crise.

Marchés des actifs dans le monde industriel

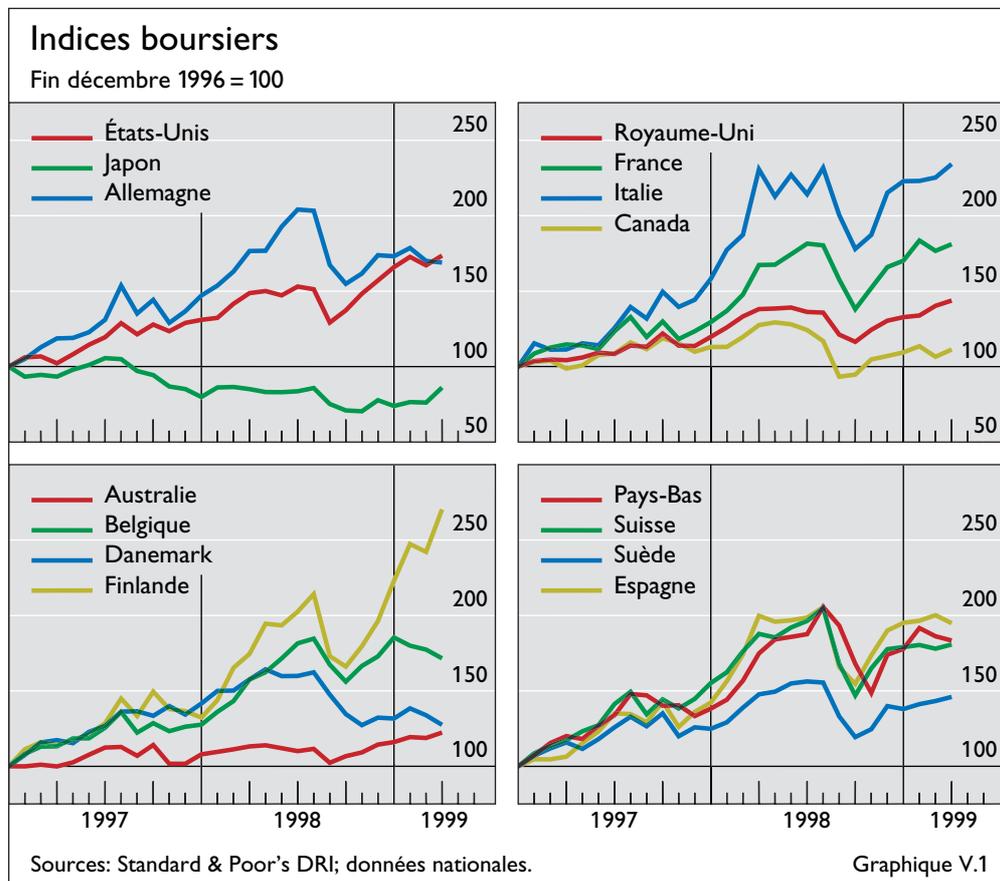
Les grands marchés des capitaux, en dehors du Japon, avaient fait preuve d'une solide capacité de résistance à la tourmente qui avait frappé l'Asie du Sud-Est en 1997. Au début de 1998, il semblait même que seule la prise en compte de critères d'évaluation historiques pouvait freiner la hausse des cours des actifs financiers. On considérerait que le fléchissement de la demande en Asie exercerait un effet

bénéfique en atténuant les tensions sur les prix en Amérique du Nord, dans la perspective d'une demande intérieure toujours vigoureuse. En Europe, à mesure que les doutes se levaient sur la composition initiale de la zone euro, les marchés anticipaient déjà les bénéfices potentiels de la mise en place de la monnaie unique. Comme les cours des actions regagnaient le terrain perdu et atteignaient de nouveaux records, le seul vestige de la chute d'octobre 1997 était un arrière-goût d'incertitude, la volatilité restant relativement élevée. Cette euphorie a été brutalement interrompue par l'annonce du moratoire sur une partie de la dette russe. La nouvelle, agissant comme un catalyseur, a provoqué une réévaluation générale des prévisions des intervenants et déclenché une réaction en chaîne qui s'est rapidement propagée à presque tous les segments du marché, mettant en péril, dans bien des cas, leur capacité de fonctionnement. Le reflux progressif de ces tensions à partir d'octobre 1998 a été facilité par l'assouplissement des conditions monétaires dans la plupart des principales économies, non sans que la crise ait fait naître des appréhensions concernant la rentabilité, et parfois la survie, de grands intermédiaires financiers.

Actions

À l'exception notable du Japon, les actions ont continué à battre des records jusqu'au milieu de 1998. Dans la plupart des grands marchés, cette tendance a été interrompue à la mi-juillet par les préoccupations concernant les effets possibles de la crise financière asiatique sur les bénéfices des entreprises. La réévaluation du risque par les intervenants, à la suite du moratoire sur la dette russe, est venue

Fortes baisses des cours à l'automne ...



... inversées
par la suite

renforcer les pressions sur les cours. En conséquence, les Bourses ont enregistré leur recul le plus marqué depuis 1987, les indices de référence perdant de 20 à 40% entre la mi-juillet et la première semaine d'octobre. La chute a été particulièrement forte en Europe continentale, à cause peut-être de ses liens économiques étroits avec la Russie, mais aussi parce qu'au même moment on y percevait les signes d'un affaiblissement de l'activité. Les marchés des actions de toutes les grandes économies se sont rétablis au quatrième trimestre de 1998 et, dans bien des cas, les cours ont retrouvé leurs niveaux élevés du début de l'été. Si l'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe a contribué à la reprise, ne serait-ce qu'en prouvant que les banques centrales étaient prêtes à parer les périls résultant des turbulences sur les marchés des capitaux, la rapidité de la remontée n'en a pas moins surpris nombre d'observateurs. Elle a été particulièrement vive aux États-Unis, où les cours ont terminé l'année à de nouveaux sommets. Au Japon, en revanche, la récession a continué de les déprimer pendant la plus grande partie de la période sous revue. Toutefois, une hausse des actions bancaires, due à un regain de confiance des investisseurs dans la restructuration prévue de ce secteur, a contribué au léger redressement de la Bourse japonaise au premier trimestre de 1999.

Les cours actuels
ne s'expliquent
ni par les
antécédents ...

Les niveaux actuels des cours semblent préoccupants, du moins si on les compare à leurs valeurs passées. En effet, les rendements des actions ont baissé dans la plupart des économies du G 10 depuis le début des années 80, car les cours ont progressé plus vite que les dividendes. À présent, exception faite du Japon, de l'Italie et de la Suède, les rendements sont presque tombés à leurs plus bas niveaux, et s'y trouvent même aux États-Unis et au Royaume-Uni (tableau V.1). En partant de l'hypothèse que la croissance des dividendes se poursuivra au même rythme moyen que dans le passé, la faiblesse générale des rendements impliquerait qu'un grand nombre de Bourses sont actuellement surévaluées. Dans le cas des États-Unis, le marché haussier apparu au début des

Cours des actions: indicateurs d'évaluation ¹								
	Taux de rendement				Ratio cours/bénéfices ²			
	Minimum		Moyen	Fin mars 1999	Maximum		Moyen	Fin mars 1999
	niveau	année			niveau	année		
États-Unis	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japon	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Allemagne	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
France	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italie	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Royaume-Uni	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Pays-Bas	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgique	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Suisse	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Suède	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

¹ Depuis 1973; sur la base de données quotidiennes. ² Italie: depuis juin 1986; Royaume-Uni: depuis 1980; Canada: sauf 1991-94, période de ratio exceptionnellement élevé en raison de bénéfices très faibles dus à des annulations de créances (maximum en 1994: 504).

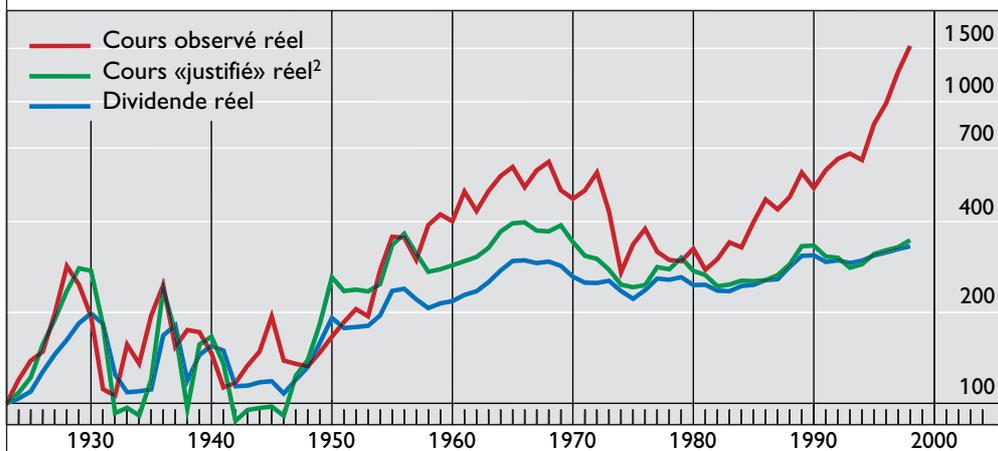
Source: Datastream.

Tableau V.1

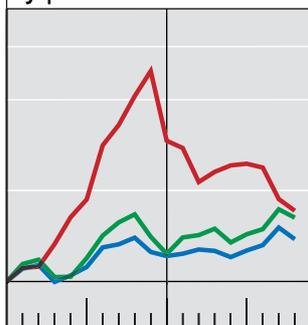
Actions: cours observé, cours «justifié» et dividende

Indices corrigés par les prix à la consommation, en fin d'année (échelle semi-logarithmique)¹

États-Unis



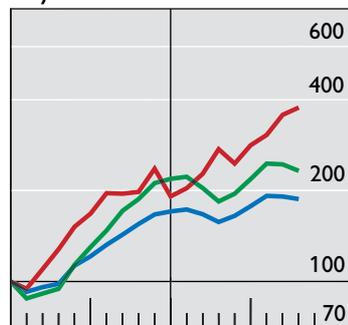
Japon



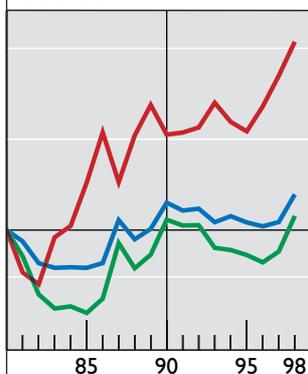
Allemagne



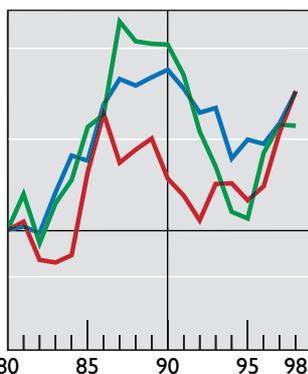
Royaume-Uni



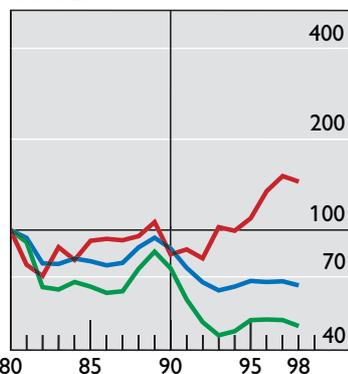
France



Italie



Canada



¹États-Unis: 1923 = 100; autres pays: 1980 = 100. ²Calculé en supposant que les investisseurs extrapolent la croissance du dividende futur à partir de sa moyenne passée (voir Barsky et De Long, «Why does the stock market fluctuate?», *The Quarterly Journal of Economics*, mai 1993).

Sources: Standard & Poor's Statistical Service; Datastream; données nationales; calculs BRI.

Graphique V.2

années 80 présente des points communs avec celui des années 50 et 60, caractérisé également par une diminution des taux de rendement. Or, cette période prolongée d'euphorie s'était terminée par une chute des cours après le premier choc pétrolier de 1973.

Une baisse continue des rendements pourrait traduire l'anticipation d'une accélération permanente de la progression des dividendes réels. Si les investisseurs extrapolent le taux récent de croissance des dividendes, son

... ni par
les tendances
récentes ...

envolée au Royaume-Uni et en Allemagne depuis le milieu des années 80 et 90 respectivement peut être à l'origine de l'essor encore plus vif des cours dans ces pays. Toutefois, les évaluations actuelles restent en partie inexplicables, étant donné que l'augmentation «justifiée» des cours fondée sur cette hypothèse est inférieure aux hausses constatées (graphique V.2). En outre, ce raisonnement ne peut rendre compte de la vigueur des marchés des actions dans le monde, puisque la progression récente des dividendes a été relativement modeste dans des pays comme les États-Unis et la France et s'est ralentie au Canada. L'anticipation d'une majoration imminente des dividendes pourrait aussi être due à une croissance forte et durable des bénéfices des entreprises. Or, l'Allemagne est le seul pays où les profits se sont accrus plus vite que les dividendes depuis 1980. En termes réels et rapportés à une action, les bénéfices se sont élevés à peu près au même rythme que les dividendes aux États-Unis et en France, et moins rapidement dans les autres économies du G10 (tableau V.2). Enfin, l'intensification récente des rachats d'actions, qui se substituent souvent au paiement de dividendes, pourrait également expliquer pourquoi des rendements inférieurs à la moyenne n'indiquent pas nécessairement une surévaluation des cours. Toutefois, il n'y a pas de raison que ces rachats, particulièrement importants en Allemagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni, influencent le niveau actuel des ratios cours/bénéfices, qui dépasse nettement la moyenne historique dans tous les marchés (tableau V.1).

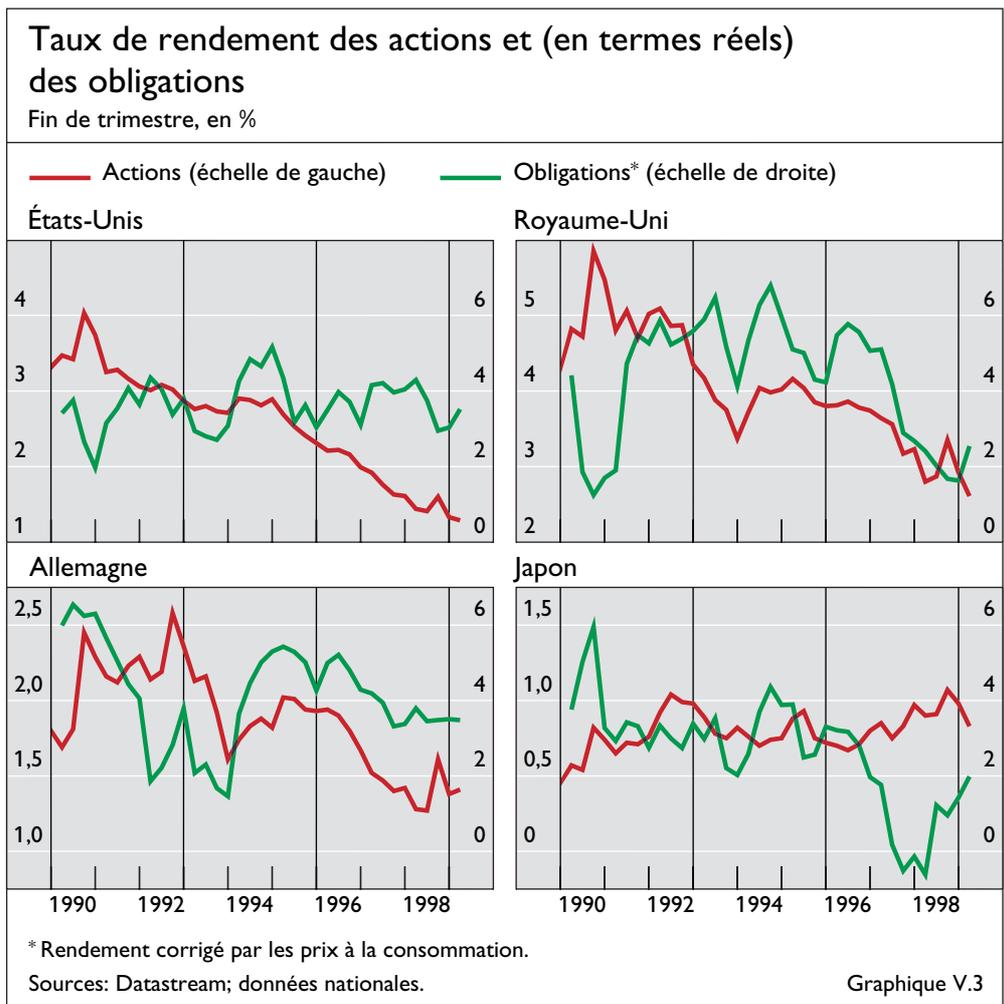
... car ils
impliquent une
hausse accélérée
des bénéfices ...

On pourrait trouver une explication plausible de cette conjonction de faibles dividendes et de ratios cours/bénéfices souvent élevés en supposant que les investisseurs anticipent une augmentation des bénéfices des sociétés supérieure à la moyenne. On pourrait même faire valoir que l'adoption rapide des nouvelles technologies a accru l'efficacité des entreprises. En partant de l'hypothèse que les investisseurs tablent sur une modification permanente de la rentabilité, la dernière colonne du tableau V.2 indique la hausse anticipée des bénéfices ressortant implicitement des ratios cours/bénéfices et des taux longs de mars

Dividende réel et bénéfices réels par action ¹					
	Dividende réel		Bénéfices réels par action		<i>Hausse future implicite des bénéfices³</i>
	Taux moyen de hausse annualisé				
	1980–98		par rapport au minimum précédent ²		
États-Unis	1,6	1,6	8,6	8,3	
Japon	0,0	-2,1	-	7,0	
Allemagne	4,5	5,2	8,8	8,3	
France	2,7	2,7	7,1	7,9	
Italie	6,0	-0,2	7,6	7,5	
Royaume-Uni	3,3	1,4	5,3	6,6	
Canada	-2,3	-5,6 ⁴	2,7 ⁴	9,3	

¹ Corrigés par l'IPC. ² Sans objet pour le Japon, le minimum ayant été atteint en 1998. ³ Taux permanent de hausse annuelle attendue des bénéfices, ressortant implicitement du ratio cours/bénéfices de mars 1999 et du taux d'intérêt réel à long terme, en supposant une prime de risque sur actions de 5%. ⁴ Sauf 1991–94, période de bénéfices exceptionnellement faibles en raison d'annulations de créances.

Sources: Datastream; données nationales; calculs BRI. Tableau V.2



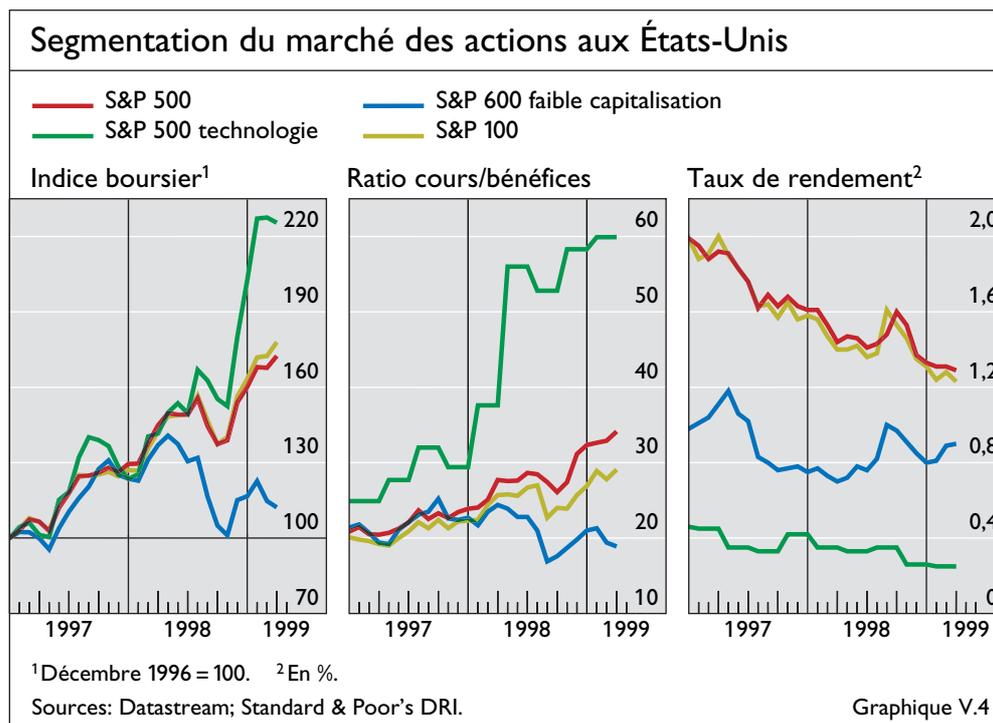
1999 dans les pays du G7. Ces rythmes de hausse implicite sont généralement semblables aux valeurs calculées par rapport au minimum précédent, mais plusieurs fois supérieures à leur moyenne historique. Quant à savoir si ces anticipations se vérifieront, cela dépendra en partie de la persistance sur longue période de l'accélération des gains de productivité.

Le calcul ci-dessus surestime peut-être la croissance attendue des bénéfices, dans la mesure où les investisseurs anticipent une nouvelle détente des taux à long terme. En fait, la contraction des taux réels dans nombre de pays depuis quatre ans a joué un rôle significatif dans la diminution des rendements (graphique V.3). Toutefois, cela ne semble pas avoir été le cas aux États-Unis, où le rendement des actions a été réduit de moitié pendant la même période, alors que le rendement réel des obligations se maintenait autour de 3,5%, ce qui laisse supposer une baisse de la prime exigée par les investisseurs pour compenser le risque inhérent aux actions. Cette baisse pourrait s'expliquer par le sentiment que la gestion plus efficace des politiques budgétaire et monétaire a atténué la probabilité d'une récession sévère.

Actuellement, les évaluations globales des marchés des actions aux États-Unis masquent des écarts importants entre les différents segments. Ainsi, les actions des entreprises opérant dans le secteur général des technologies de l'information et de la communication réalisent des performances spectaculaires

... ou une baisse permanente des rendements attendus

Segmentation du marché aux États-Unis



par rapport à celles de l'indice global (graphique V.4). Le succès notable des émissions de nombreuses sociétés de ce secteur a déclenché une intense activité dans le marché primaire, les cours montant souvent en flèche immédiatement après leur introduction en Bourse. On pourrait interpréter ce phénomène comme le symptôme d'un changement dans les sources de financement externe, la Bourse prenant le relais des participations directes dans les entreprises à haut risque mais potentiellement très rentables. En conséquence, si les évaluations fondées sur le niveau actuel des bénéfices du secteur technologique peuvent sembler anormalement élevées à l'aune des ratios historiques, elles concordent mieux avec les anticipations d'une rentabilité accrue, comparable à celle dont jouissent en général les sociétés de secteurs ayant atteint leur maturité.

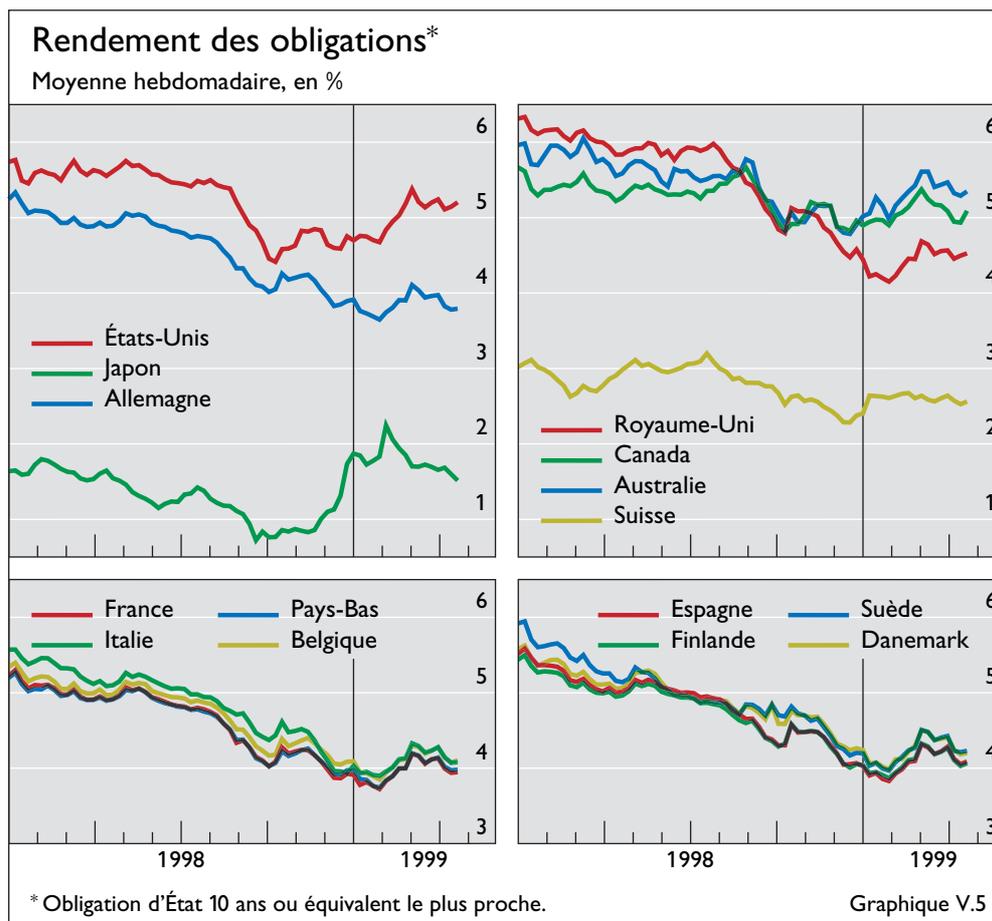
Obligations

Pendant le premier semestre de 1998, les taux longs ont continué à baisser dans les pays industriels, tombant le plus souvent au-dessous de la barre des 5%. Le climat favorable en matière d'inflation, les politiques monétaires accommodantes et la confiance dans les perspectives de l'UEM ont contribué à cette évolution (graphique V.5). On ne percevait guère de signes avant-coureurs des turbulences financières. En fait, les indicateurs de la volatilité effective et implicite des rendements étaient au plus bas, ou presque, en juillet dans tous les pays, sauf au Japon. D'autre part, un an après l'éclatement de la crise asiatique, la faiblesse des marges sur les obligations aux États-Unis et en Europe, surtout pour les titres d'entreprises de qualité inférieure, laissait apparaître une certaine complaisance des marchés à l'égard du risque, confirmée par la persistance des apports de capitaux privés aux marchés émergents hors d'Asie (chapitre III).

Le brusque revirement du sentiment des intervenants déclenché par le moratoire russe est venu interrompre le mouvement de convergence des taux

La baisse
tendancielle
des rendements ...

... s'est accélérée
en août ...

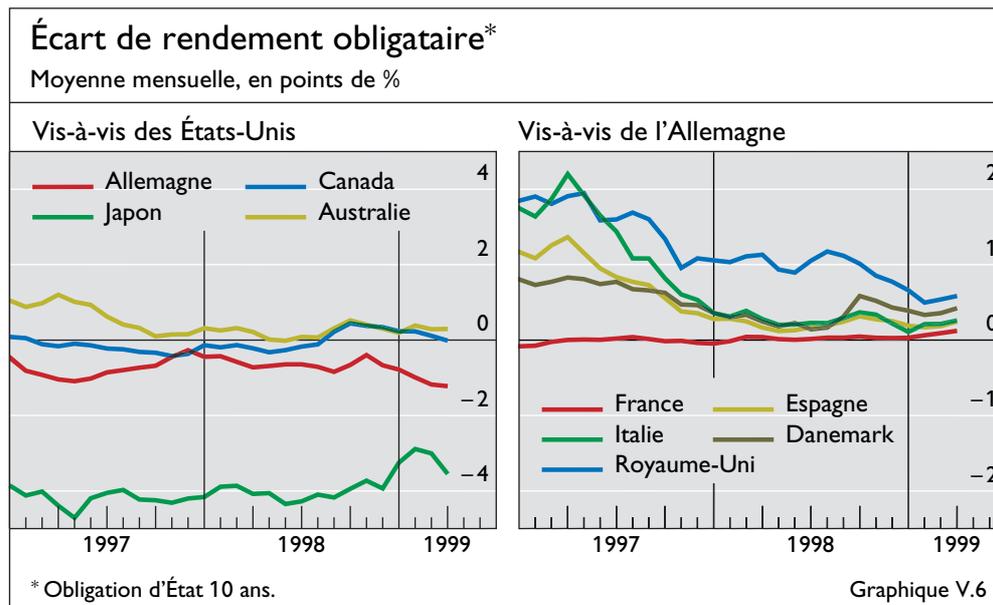


longs, qui caractérisait les grands marchés des capitaux depuis la fin de 1994. Les efforts des investisseurs pour échapper aux turbulences en se réfugiant dans les placements sûrs traditionnels ont, certes, accentué la tendance à la baisse pour les obligations d'État, mais de façon inégale selon les pays. Si les écarts de rendement vis-à-vis des États-Unis et de l'Allemagne se sont légèrement creusés en raison de la poursuite du repli des taux dans ces deux pays, l'élargissement des marges a été un peu moins marqué cependant à l'intérieur de la future zone euro (graphique V.6).

La recherche généralisée de la qualité a atteint son point culminant durant la dernière semaine de septembre et au début d'octobre. L'accroissement de la volatilité des rendements, tant effective qu'implicite, a été corroboré en octobre par le retournement des rendements obligataires internationaux, qui sont remontés d'un cran dans la plupart des pays (graphique V.7). Cette évolution était due en partie à la volonté des investisseurs de réduire leurs risques à l'échelle mondiale, comme le montre le dénouement massif de stratégies spéculatives courtes sur le yen (*yen carry trades*), qui a contribué à la brusque appréciation de la monnaie japonaise au début du mois (chapitre VI). La situation s'est détériorée quand les investisseurs lourdement endettés dans le cadre de stratégies à effet de levier ont liquidé leurs positions au comptant et hors bilan pour faire face aux appels de marge lors de la chute des cours des actifs.

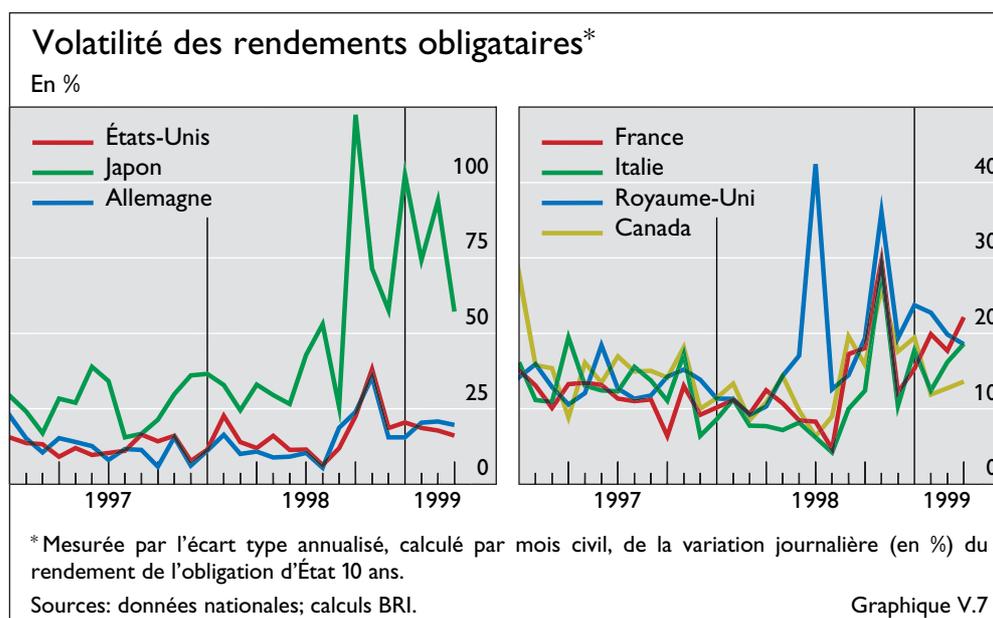
Étant donné les différences marquées entre pays du point de vue de leur position conjoncturelle et de l'importance de leurs engagements envers les

... pour
s'interrompre
en octobre



Les écarts de conjoncture ont subsisté ...

marchés émergents, les mouvements des taux longs sont devenus nettement moins synchrones quand les rendements de référence se sont relevés à la suite de la crise. Aux États-Unis, l'endettement des entreprises et des ménages a eu tendance à amplifier la hausse des rendements, après octobre 1998, dans le contexte d'une économie dynamique. En Europe, par contre, la variation des taux et des marges a été beaucoup moins prononcée, notamment parce que l'activité économique paraissait plus faible que prévu, mais aussi sous l'influence stabilisatrice de l'intermédiation bancaire, traditionnellement plus importante sur le continent. Dans la zone euro, la remontée des rendements ne s'est pas manifestée avant le premier trimestre de 1999. La situation était encore différente au Japon. Les projets gouvernementaux de relance budgétaire et de recapitalisation des banques ont donné lieu à une forte accentuation de la courbe



Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
indices, 1994 = 100								
Immobilier d'habitation								
États-Unis	101	106	113	119	99	100	104	108
Japon ¹	97	96	94	91	97	96	93	89
Allemagne ²	99	99	94	89	97	96	89	84
France	100	101	102	105	98	98	97	100
Italie	101	98	93	94	96	90	83	83
Royaume-Uni	101	104	114	127	97	99	104	112
Canada	95	95	98	97	93	92	93	91
Espagne	104	105	107	112	99	97	97	100
Pays-Bas	104	114	125	133	102	110	118	123
Australie	101	102	106	114	97	95	99	105
Suisse	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgique	105	109	114	116	103	106	108	109
Suède	100	101	107	118	98	98	104	114
Danemark	108	119	133	143	105	114	124	132
Norvège	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlande	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlande	107	120	139	171	105	115	132	158
Immobilier d'entreprise: grandes villes								
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokyo ¹	83	72	66	59	83	72	65	58
Francfort	97	97	97	105	95	94	92	98
Paris	89	83	88	102	88	80	83	96
Milan	100	91	88	111	95	84	79	98
Londres	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto ³	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zurich	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruxelles	100	106	109	109	99	102	104	103
Stockholm	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhague	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublin	112	134	169	241	109	128	160	222

Les données de 1998 pour les Pays-Bas, la Belgique et le Danemark sont provisoires.

¹ Prix des terrains. ² Quatre grandes villes. ³ Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

Sources: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Association of Realtors; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; autres associations immobilières privées; données nationales.

Tableau V.3

des rendements en fin d'année, quand le ministère des Finances et la Banque du Japon ont modifié temporairement leur politique, afin de limiter l'achat et l'utilisation par l'institut d'émission d'obligations publiques à long terme.

... quand les marchés ont retrouvé leur calme

La réduction progressive des marges entre mi-octobre et fin novembre jusqu'aux niveaux antérieurs à la crise a montré que la confiance des marchés se rétablissait par paliers. Les mesures de la volatilité ont nettement diminué, tout en restant élevées par rapport au premier semestre. Les autorités ont souvent contribué de façon significative à restaurer la liquidité et à persuader les intervenants que, dans l'ensemble, les nouveaux cours mondiaux des obligations correspondaient davantage aux données fondamentales. En Europe et aux États-Unis, les marchés ont considéré opportun le moment choisi pour infléchir la politique monétaire face aux ondes de choc. De même, l'accord conclu sur un programme économique en faveur du Brésil a indiqué que la communauté internationale était résolue à contenir la contagion, rassurant ainsi les investisseurs qui redoutaient une intensification de la crise financière des marchés émergents.

Immobilier

Les prix de l'immobilier confirment leur remontée

Dans la plupart des pays industriels, les prix de l'immobilier sont remontés en 1998 mais, dans certains, les prix actuels corrigés de l'inflation restent en deçà des sommets de la première moitié de la décennie. Pour les logements, les hausses ont été particulièrement marquées dans les pays nordiques, au Royaume-Uni et en Irlande, tandis que, dans la majorité des marchés d'Europe continentale, elles se sont limitées à accompagner l'inflation. Au Japon, les prix des terrains ont poursuivi leur repli progressif, mais régulier, par rapport aux maximums de 1990. À l'heure actuelle, les prix des immeubles d'habitation sont inférieurs de 30% à ces maximums, alors que le secteur de l'immobilier d'entreprise, plus durement touché, a perdu près des trois quarts de sa plus forte valeur. L'accélération de la baisse des prix dans ce secteur l'année dernière, bien que faible, n'en a pas moins fait renaître la crainte que la reprise de l'activité économique ne soit plus difficile que prévu, étant donné la sensibilité des bilans des banques aux prix de l'immobilier. En dehors du Japon, le segment de l'immobilier d'entreprise s'est montré généralement plus dynamique: les prix ont gagné 10% et plus dans de nombreuses villes, inversant souvent leur tendance récente. La forte demande de bureaux, conjuguée au rythme relativement lent de la construction depuis quelque temps, a contribué à cette reprise.

En dépit de l'élan fourni par le dynamisme des données fondamentales, les promoteurs ne sont pas sortis indemnes des tensions sur les marchés des capitaux au second semestre de 1998. Les primes appliquées aux États-Unis sur les titres hypothécaires ont doublé, du fait que les investisseurs ont exigé, en août, une meilleure rémunération pour ce risque, et les émissions se sont fortement réduites au troisième trimestre. De même, le durcissement par les banques des normes et conditions de crédit a limité la capacité des promoteurs à lever des fonds. Malgré l'influence modératrice de ces facteurs, les prix de l'immobilier d'entreprise ont augmenté de 20% à New York en 1998.

Marchés des capitaux en période de crise

La plupart des contrats financiers représentent, d'une manière ou d'une autre, un transfert de richesse dans le temps; par conséquent, les opérations sur

les marchés des capitaux sont particulièrement sensibles à l'évolution des anticipations des intervenants et de leur confiance dans le fonctionnement de ces marchés. Celle-ci est souvent renforcée lorsque la rentabilité s'améliore et que les pressions concurrentielles encouragent la prise de risque, mais elle peut être ébranlée par des événements qui remettent en question l'évaluation courante des risques. L'érosion de la confiance des investisseurs crée alors de puissantes interactions entre, d'une part, leur appréciation de la capacité des emprunteurs à honorer leurs engagements et, d'autre part, leurs espérances de trouver des contreparties sur le marché secondaire. Cette situation elle-même engendre une dynamique des prix atypique qui peut encore exacerber les tensions lorsque les prévisions sur le montant de capitaux à engager, établies sur la base de conditions de marché normales, se trouvent démenties, provoquant ainsi une fuite vers la sécurité et la liquidité. Les cycles de ce type ne constituent certes pas un phénomène inédit: l'histoire financière offre maints exemples d'alternance d'abondance et de disette. L'élément nouveau tient à la vulnérabilité accrue de la structure financière actuelle sous l'effet du développement rapide des marchés et des institutions, auquel s'ajoutent la complexité et l'interdépendance croissantes de leurs relations.

Changements d'attitude des investisseurs

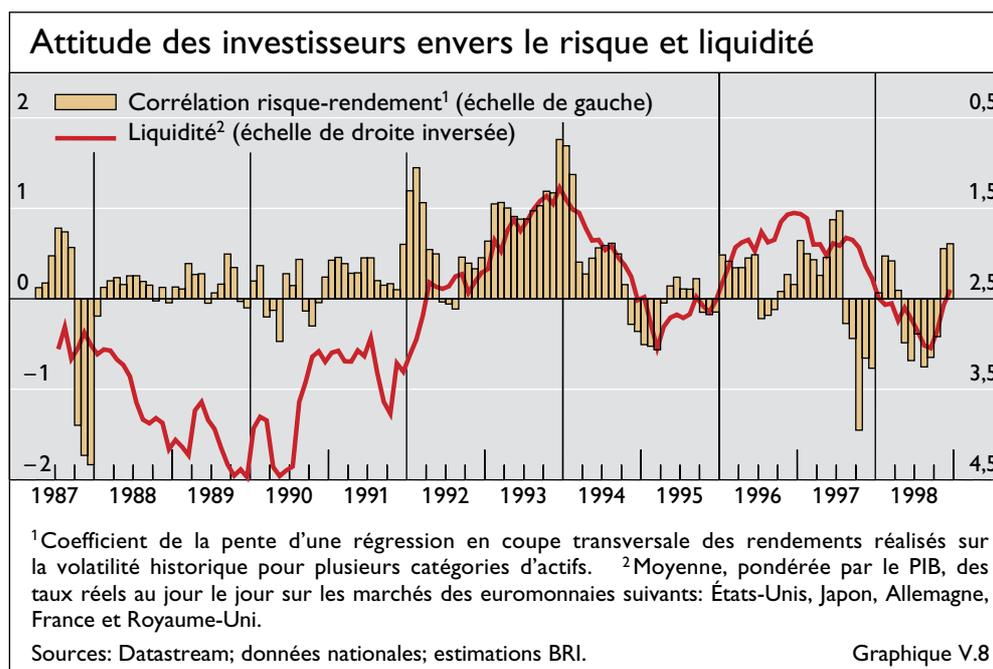
Le fait qu'une forte hausse des primes de risque et de liquidité a coïncidé avec une diminution des émissions de titres pour presque toutes les catégories d'actifs, après l'annonce du moratoire russe, semble indiquer une contraction généralisée de l'offre de capitaux pour les emplois à risque. Il est cependant difficile d'établir un lien de cause à effet entre, d'une part, le pourcentage négligeable des titres en roubles dans les portefeuilles mondiaux et, d'autre part, l'ampleur et la portée des tensions sur les grands marchés des capitaux. L'importance de cet événement tient donc au rôle de catalyseur qu'il a joué en provoquant un réexamen fondamental de l'équilibre risque/rendement qui prévalait alors. La nouvelle a été interprétée comme un changement brutal des règles du jeu, étant donné que, dans le passé récent, la mise en œuvre de programmes officiels de soutien avait invariablement empêché les défaillances unilatérales de débiteurs souverains.

Les changements d'attitude envers le risque ...

On peut utiliser comme indicateur de l'attitude des investisseurs la relation moyenne entre le risque perçu *ex ante* et les rendements réalisés *ex post* à travers une coupe transversale de catégories d'actifs. Cette relation est nettement positive lorsque l'aversion pour le risque est occultée par la recherche du rendement. Dans cette phase, la confiance des investisseurs les pousse vers les catégories d'actifs qui, à en juger par leur plus grande volatilité passée, comportent davantage de risques. En faisant monter leurs cours, l'augmentation de la demande accroît de façon disproportionnée, quoique temporaire, les rendements réalisés sur ces actifs. À l'inverse, ce sont ces rendements qui souffrent le plus quand les appréhensions des intervenants les incitent à chercher la sécurité (graphique V.8).

... affectent les cours des actifs ...

On peut retrouver ces brusques revirements de l'indicateur du sentiment des opérateurs dans plusieurs épisodes de turbulences survenus depuis quelques années, comme le krach boursier de 1987, les tensions sur les marchés obligataires et la crise du Mexique en 1994–95 puis, récemment, la crise asiatique



de 1997 et les événements de l'automne dernier. Le parallélisme entre l'attitude des intervenants envers le risque et la liquidité des marchés monétaires sur les principales places semble montrer que leur désir de rendements plus élevés est souvent aiguisé par la possibilité de faire jouer l'effet de levier à moindre coût et se transforme fréquemment en aversion quand cette opportunité disparaît. Un faible niveau de taux d'intérêt, par son incidence généralement bénéfique sur l'évaluation des portefeuilles, peut aussi encourager les investisseurs à sous-estimer le risque.

La relation entre le volume des émissions sur le marché des obligations internationales et la qualité de l'emprunteur peut également illustrer l'effet des changements d'attitude des investisseurs sur l'offre globale de capitaux à risque. Un renchérissement différencié du financement externe, en fonction du jugement porté sur la solvabilité des emprunteurs, constituerait naturellement un premier signe de dégradation de la confiance des marchés. Certains emprunteurs non bancaires pourraient même se voir totalement exclus, tandis que les émissions de titres seraient réservées aux débiteurs les plus solvables. La répartition du crédit peut être encore affectée par la variation du coût de financement des banques, dans la mesure où elles-mêmes collectent des ressources sur le marché des titres.

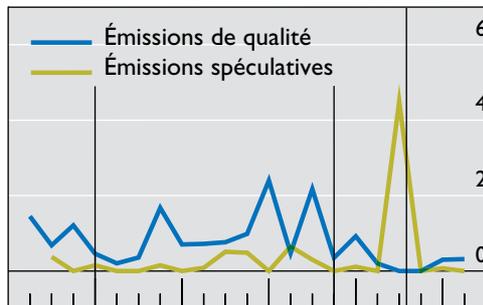
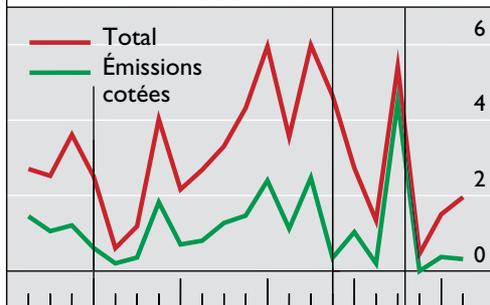
Le graphique V.9 indique le montant total des obligations émises par les agents non financiers d'Asie et d'Amérique latine, ventilé selon la qualité du crédit. Avant les crises, on observe une vive augmentation des émissions de rang inférieur, d'emprunteurs souverains d'Amérique latine surtout en 1997 et de ces deux régions en 1998. Les turbulences des deux dernières années se conçoivent ainsi comme des corrections consécutives à une période d'excès spéculatifs et de portefeuilles surdimensionnés. Au plus fort des crises, la différenciation des émetteurs paraît moins dépendre de la qualité de la note que de son existence même. En effet, dans tous les exemples étudiés, le resserrement du crédit a pris essentiellement la forme d'une sévère réduction des émissions non notées.

... et les flux financiers

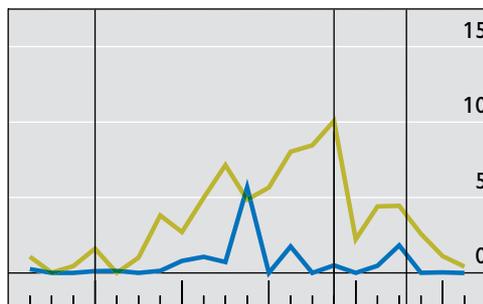
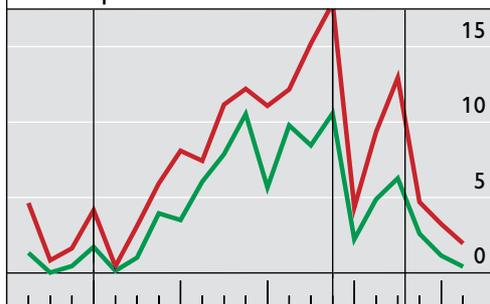
Asie* et Amérique latine: émissions d'obligations internationales des agents non financiers

En milliards de dollars EU

Asie



Amérique latine



1994 1995 1996 1997 1998 1999

1994 1995 1996 1997 1998 1999

Les lignes verticales indiquent respectivement le début de la crise au Mexique, en Asie du Sud-Est et en Russie.

*À l'exclusion de Hong-Kong, du Japon et de Singapour.

Sources: Capital DATA; BRI.

Graphique V.9

Finalement, après le moratoire sur la dette russe, la dégradation marquée des conditions de crédit a autant affecté les obligations de qualité que les titres spéculatifs, étant donné que la liquidité s'est presque complètement tarie. En particulier, il n'y a pratiquement pas eu d'émissions notées d'agents privés non financiers. Ce syndrome d'abondance-disette confirme que la crise financière d'août 1998 était en grande partie un phénomène d'offre, provoqué par une diminution de l'apport de capitaux pour des placements à risque et par la menace de pertes dans les banques et entreprises d'investissement.

Recherche de la qualité et de la liquidité

La fuite massive devant le risque en période de tensions est due initialement à des préoccupations précises concernant la qualité de certaines signatures, mais peut se transformer ensuite en véritable crise de liquidité. Il importe donc de savoir si cette attitude résulte d'une réévaluation de la solvabilité des emprunteurs ou d'une dégradation plus généralisée liée au fonctionnement même des marchés. En effet, l'interaction entre les risques de crédit et de liquidité semble avoir exercé une influence majeure sur les interdépendances entre marchés et sur la rapidité de la propagation de la crise au cours des deux dernières années.

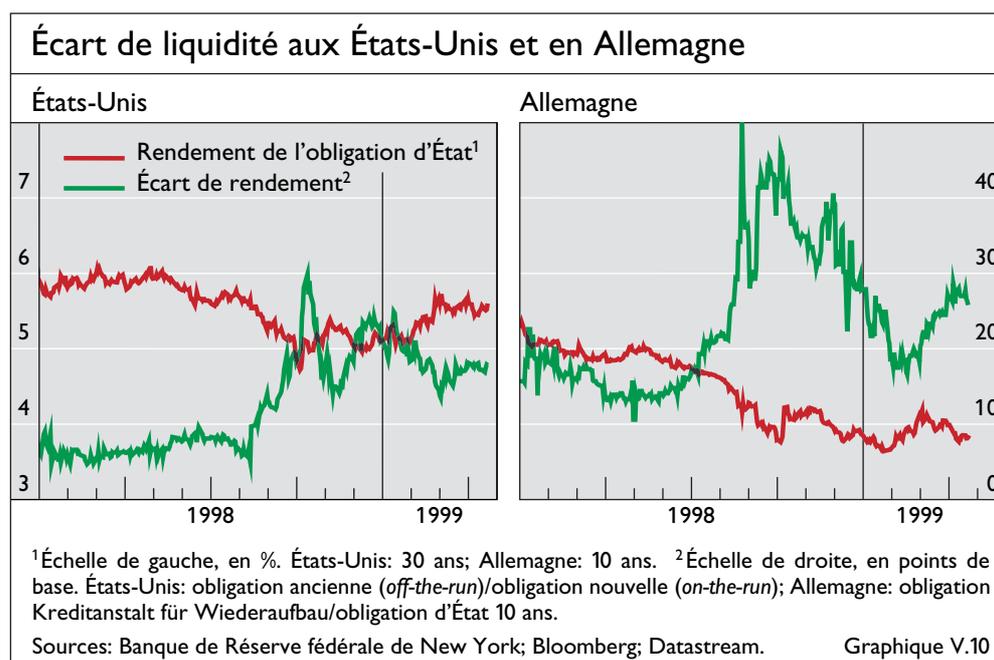
Quelques anomalies rencontrées montrent comment la relation normale de prix entre risque de contrepartie et marge s'est rompue pendant la récente crise

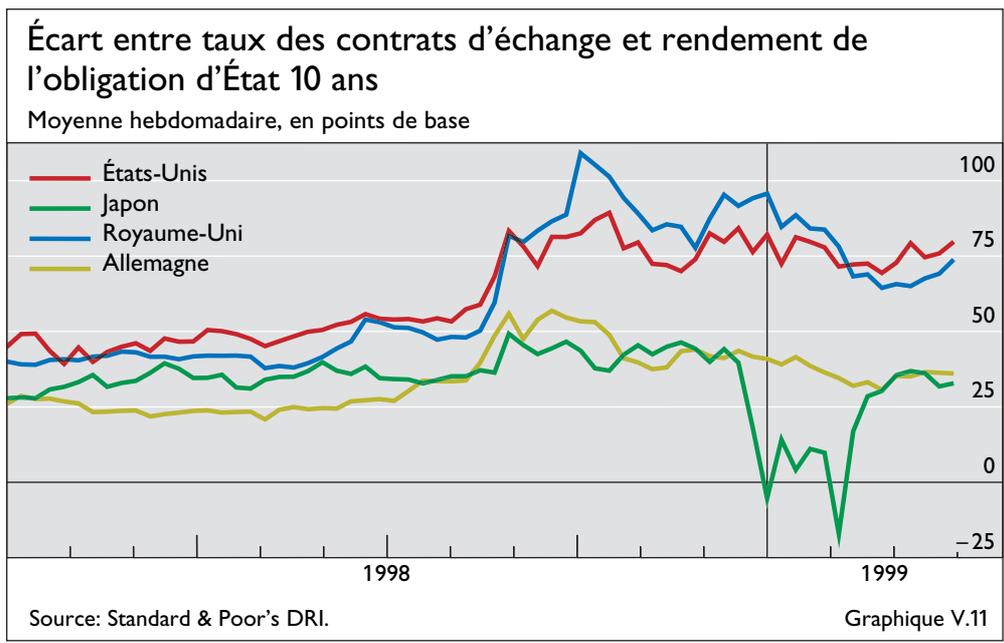
La rupture des relations normales de prix ...

et permettent aussi de situer la frontière entre recherche de la qualité et recherche de la liquidité. Premièrement, on a assisté, dans certains cas, à une augmentation marquée des marges qui ne pouvait s'expliquer entièrement par le risque de crédit, puisqu'elle traduisait une diminution du rendement sur des actifs de qualité et non un accroissement du taux demandé sur les prêts sujets à défaillance. Deuxièmement, l'écart de rendement entre l'obligation à 30 ans du Trésor des États-Unis, qui sert de référence, et d'autres émissions moins récentes s'est élargi à plus de 30 points de base à la mi-octobre, signe d'une brusque montée de la demande des investisseurs pour la liquidité offerte par le titre *on-the-run*, plus nouveau (graphique V.10). De même, en Allemagne, l'écart entre l'obligation à 10 ans de la Kreditanstalt für Wiederaufbau et le titre d'État de référence d'échéance identique a plus que doublé en l'espace de deux semaines au mois d'août dernier. Or, comme ces deux obligations bénéficient de la même garantie de l'État, l'écart était certainement dû à une moindre liquidité du premier titre sur les marchés internationaux. Enfin, les rendements du marché secondaire sur les euro-obligations des entreprises les mieux notées ont nettement convergé en septembre, et le parallélisme marqué de leurs mouvements ultérieurs laisse entendre que leur évaluation tenait davantage au besoin de liquidité des institutions financières qu'à la probabilité d'une défaillance de tel ou tel émetteur.

... invalide les pratiques de gestion des risques

La forte hausse des écarts de taux permet aussi de mettre en lumière la complexité de la gestion du risque pratiquée par les intermédiaires. La vive accentuation des marges des contrats d'échange aux États-Unis et en Europe concordait avec une réévaluation du risque de crédit à l'échelle mondiale, dans la mesure où les gros intervenants étaient eux-mêmes engagés envers les marchés émergents et les institutions à effet de levier. Toutefois, les amples fluctuations observées sur le marché allemand des contrats d'échange ne peuvent s'expliquer uniquement par des facteurs de qualité des intervenants (graphique V.11). En fait, elles sont dues en partie au remplacement des contrats à terme *Bund* par des





contrats d'échange de taux pour couvrir des positions longues sur les marchés dérivés. La hausse des coûts de couverture résultant de l'élargissement des écarts de taux et de la baisse des rendements sur les contrats *Bund* a, en effet, incité les teneurs de marché à se reporter sur les échanges de taux, moins chers que les contrats à terme. De leur côté, les intermédiaires financiers, qui assuraient la contrepartie, ont vu augmenter leurs propres positions longues sur contrats d'échange et ont dû les équilibrer. Ces opérations ont finalement produit un effet de contagion sur le marché des contrats d'échange, les ventes de ces instruments comprimant leurs cours, ce qui exerçait une forte pression sur leurs taux fixes.

La configuration des financements internationaux nets en Asie et Amérique latine offre un aperçu des interdépendances entre institutions financières et marchés pendant plusieurs périodes de fuite devant le risque. La libéralisation financière encourage les emprunteurs à lever des fonds à moindre coût en s'adressant aux marchés obligataires internationaux. Toutefois, on observe fréquemment que les débiteurs présentant un certain risque continuent de s'en remettre aux banques, qui peuvent mieux les aider en cas de difficultés financières. Ce recours peut même s'intensifier durant les périodes d'aversion accrue pour le risque, caractérisées par l'anticipation d'une forte volatilité. En pareil cas, le coût de la renégociation de prêts est généralement inférieur à celui de la restructuration d'obligations, qui exige l'accord d'une série de créanciers. De plus, les banques, qui connaissent leurs clients de longue date, ont souvent un accès privilégié à l'information, ce qui les met en meilleure position que les marchés, plus impersonnels, pour décider s'il faut continuer de prêter ou mettre en recouvrement. Au contraire, la «frénésie» des investisseurs dans leur recherche de rendements élevés peut fort bien se transformer en «frayeur», qui les pousse à brader leurs obligations en cas de crise.

Le graphique V.12 illustre ces remarques à partir de données concernant l'Asie et l'Amérique latine. On peut en tirer plusieurs conclusions. Premièrement, le stock de titres de dette internationaux a été plus volatil que l'encours du crédit

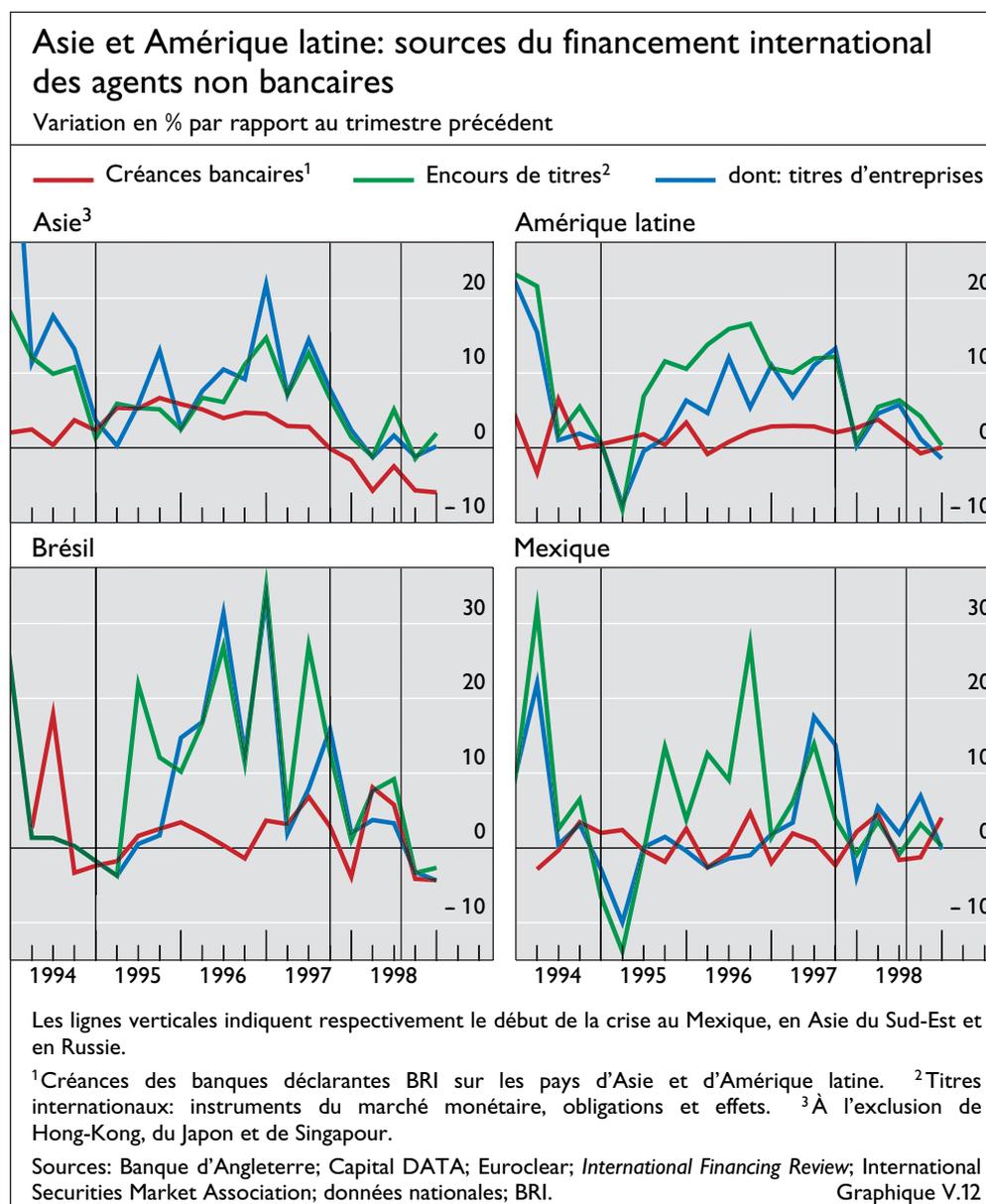
L'aspect relationnel des prêts bancaires ...

... a été mis à l'épreuve pendant la crise ...

bancaire, en termes d'amplitude et de dispersion des fluctuations. Les banques ont donc relativement soutenu les emprunteurs, comme on le suggère ci-dessus. Deuxièmement, la baisse tendancielle observée de la proportion d'emprunts bancaires permet d'expliquer la sensibilité accrue du secteur financier, dans ces régions, aux changements d'opinion des intervenants. Troisièmement, à la différence de la période entourant la crise du peso mexicain et du second semestre de 1997, où les banques avaient partiellement compensé le tarissement des obligations internationales, elles n'ont apparemment pas contribué à pallier les sorties de capitaux consécutives au moratoire russe.

... par l'érosion de la trésorerie des banques

Dans une certaine mesure, ce changement de comportement témoigne de la dépendance croissante des banques envers les conditions mondiales de marché. Une caractéristique essentielle de l'épisode de l'an dernier réside, semble-t-il, dans le fait que les banques se heurtent aux mêmes problèmes de financement que leurs clients. Comme les établissements des États-Unis et d'Europe avaient accordé plus

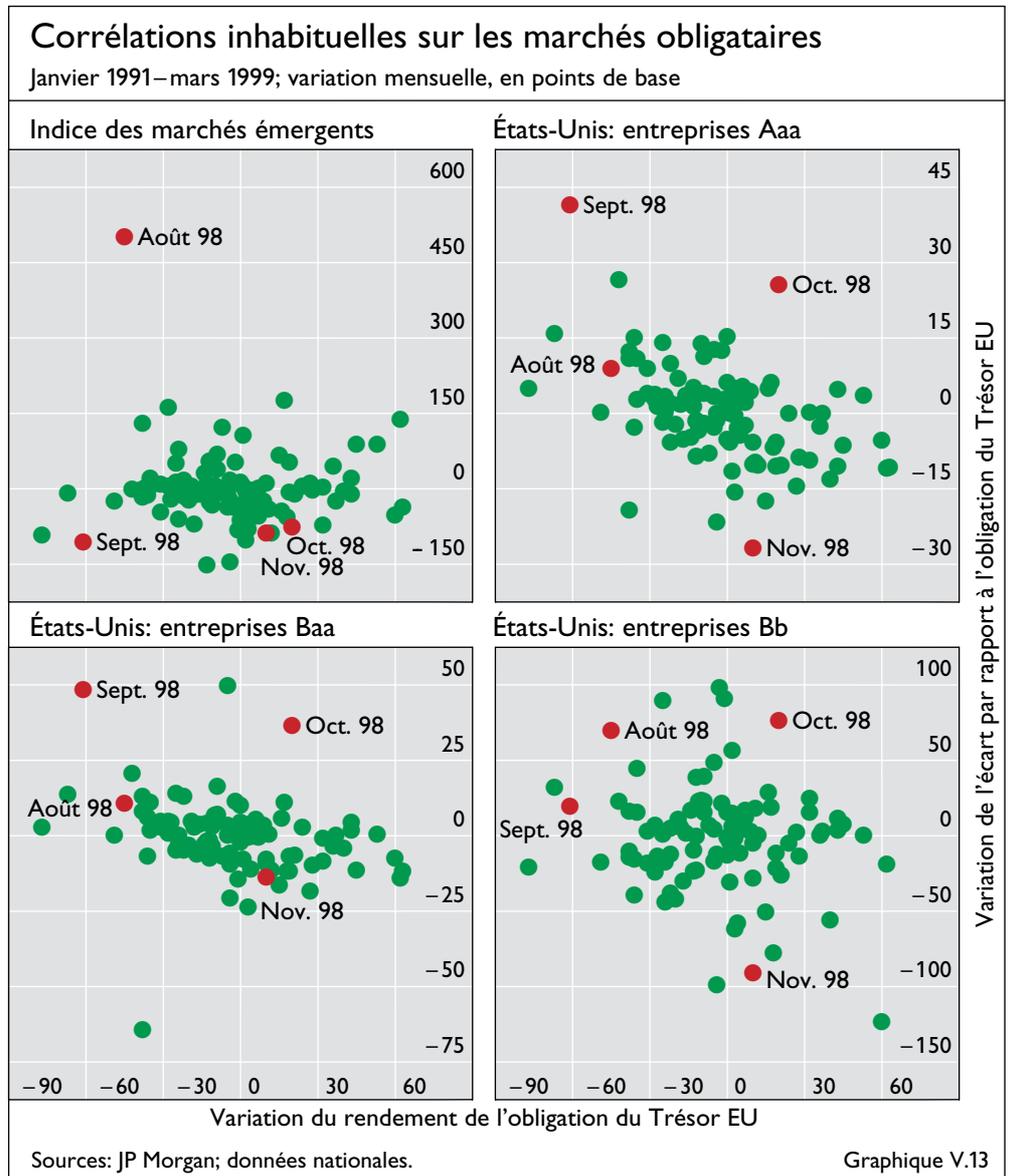


de prêts qu'ils ne pouvaient en financer au moyen de leurs dépôts, ils ont été confrontés à une pénurie de liquidité qu'ils ne pouvaient résoudre en recourant au marché. La titrisation des actifs et l'émission de titres devenaient difficiles à un moment où les indices boursiers du secteur bancaire s'effondraient. Le volant de trésorerie des banques – remboursements d'emprunts et ensemble des actifs liquides en portefeuille – a été affecté directement, lui aussi, par le poids de leurs pertes sur les marchés émergents au troisième trimestre. En conséquence, leurs sources de financement se sont réduites, se limitant essentiellement aux fonds recyclés sur le marché interbancaire international et à la collecte de dépôts auprès d'investisseurs non bancaires.

Évolution atypique des cours des actifs

La réévaluation du risque par les intervenants après le moratoire sur la dette russe a exercé une pression marquée sur les cours des actions dans tous les grands marchés. Bien qu'assez rare, la correction simultanée dans la plupart des

Corrélations plus étroites des cours des actions ...



... et conjonction inhabituelle des mouvements des cours des obligations

économies du G7 n'est pas sans précédent, puisqu'elle a déjà été observée en octobre 1987. Les deux épisodes se ressemblent aussi par les corrélations exceptionnellement étroites des mouvements des cours entre pays. Pendant la dernière période de crise, les investisseurs opérant à l'échelle mondiale ont beaucoup moins tiré profit qu'en temps normal de la diversification internationale de leur portefeuille d'actions.

Quant aux marchés des obligations, ce qui distingue l'épisode récent des turbulences précédentes est l'ampleur de l'élargissement des marges de taux d'intérêt en raison de l'aversion pour le risque. En seulement quelques jours, les primes exigées pour les risques de crédit et de liquidité ont atteint des niveaux proches de leurs sommets historiques et les ont même parfois dépassés. Contrairement à la période d'agitation de 1994, où la hausse des taux aux États-Unis et en Allemagne avait mis en péril des positions à effet de levier sur le long terme, les événements de l'an dernier se sont déroulés dans un contexte de baisse des taux nominaux. Une conjonction inhabituelle des mouvements des cours pour diverses catégories d'actifs a pris en défaut les stratégies d'investissement et les systèmes de gestion du risque fondés sur les relations statistiques historiques (graphique V.13). Comme certaines corrélations entre rendements se sont tendues et que plusieurs marges se sont brusquement orientées dans la direction inverse de celle des taux de référence, les prévisions de ressources nécessaires se sont souvent révélées inadéquates, ce qui a déclenché une recherche précipitée de la liquidité. Dans le même temps, alors que les teneurs de marché et intermédiaires voyaient leurs fonds s'effriter, ils ont été rapidement débordés par l'incertitude généralisée et la demande fortement biaisée vers les actifs les plus sûrs. Le resserrement du crédit qui en est résulté, sous la forme d'une augmentation des appels de marge et d'une réduction des lignes de crédit, a forcé les investisseurs à se procurer les fonds nécessaires en vendant des titres dans des marchés qui, initialement, leur paraissaient relativement liquides, propageant ainsi les tensions aux marchés des obligations d'État des pays industriels avancés.

L'épisode LTCM: un signe des temps?

La quasi-défaillance du fonds spéculatif Long-Term Capital Management a amené la Banque de Réserve fédérale de New York à intervenir pour faciliter la recherche d'une solution par le secteur privé afin d'éviter une débâcle. Cet événement offre un exemple frappant de la nature des problèmes qui peuvent découler de la complexité des marchés d'aujourd'hui. Bien que les fonds spéculatifs ne soient en aucun cas des institutions récentes, l'attention qu'on leur porte depuis peu tient à l'augmentation de leur taille et à leur capacité accrue d'affecter le fonctionnement des marchés. Selon des estimations, il existait, à la mi-1998, au moins 1200 fonds spéculatifs détenant un total de fonds propres supérieur à \$150 milliards. Ces institutions échappent à certaines réglementations concernant la communication d'informations et l'effet de levier, en limitant leur clientèle à un petit nombre d'investisseurs fortunés et en opérant souvent à partir de centres extraterritoriaux. Elles cherchent à obtenir des taux de rendement élevés en plaçant des montants considérables de capitaux empruntés dans un large éventail d'instruments financiers.

LTCM, en particulier, a recherché de hauts rendements en faisant des hypothèses sur l'évolution des marges de taux d'intérêt et la volatilité des cours. Depuis sa fondation en 1994, il avait pu obtenir régulièrement des résultats supérieurs à la normale de quelque 40% en 1995 et 1996 et 20% en 1997, en utilisant des leviers très importants. Son bilan au 31 août 1998 faisait apparaître un actif de plus de \$125 milliards. Cela implique un effet de levier dépassant 25, par rapport à son capital de \$4,8 milliards en début d'année, si l'on fait abstraction des pertes encourues avant août et des positions de hors-bilan. Les performances de LTCM, doublées d'une réputation de technicité acquise grâce à des méthodes perfectionnées pour la modélisation des prix et les stratégies de négociation, en faisaient un symbole de la rentabilité que pouvait apporter la sophistication financière.

Un exemple des possibilités ...

Sa quasi-faillite l'a aussi érigé en symbole des dangers du nouveau paysage financier. Les corrélations de prix inhabituelles qui ont suivi le moratoire sur la dette russe ont posé des problèmes à nombre d'institutions, en particulier celles qui faisaient un usage intensif de l'effet de levier. Dans le cas de LTCM, ces corrélations ont failli provoquer sa chute. Malgré une importante diversification, le fonds basait sa stratégie sur l'anticipation d'une baisse des marges de crédit et de la volatilité des marchés des actifs. Or, ses prévisions ont été brusquement démenties par le retournement du mois d'août. La rapide succession d'événements suscitée par le quasi-effondrement de LTCM illustre parfaitement l'accélération de la propagation des crises financières et, partant, le raccourcissement des délais disponibles pour prendre des mesures correctives. Le premier signe public des difficultés du fonds s'est manifesté après le 2 septembre, avec la divulgation du contenu d'une lettre envoyée par les associés de LTCM à leurs investisseurs. Ce document reconnaissait que le fonds avait subi une perte de 52% entre le début de l'année et le 31 août et qu'il recherchait des capitaux. Entre le 2 et le 23 septembre, date à laquelle quatorze banques et entreprises d'investissement convenaient d'injecter \$3,6 milliards pour recapitaliser le fonds, il est apparu de plus en plus urgent de trouver une solution ordonnée. Les nouvelles sur l'aggravation de la situation du fonds se répandaient, en même temps que les préoccupations soulevées par le risque d'instabilité en cas de liquidation, forçant ses contreparties à clore leurs positions en catastrophe. De surcroît, il s'avérait que la réalisation des garanties détenues par ces contreparties ainsi que le dénouement par d'autres institutions de positions analogues à celles de LTCM exerceraient une pression trop forte sur des marchés déjà sous tension et augmenteraient la nervosité des intervenants.

... et des dangers que comporte le marché d'aujourd'hui ...

... où les tensions se propagent plus vite ...

L'incertitude quant aux conséquences possibles d'une faillite désordonnée de LTCM, en particulier la crainte que l'impact ne se propage à des intervenants sans lien direct avec le fonds et ne dépasse les frontières des États-Unis, montre le caractère inextricable des interdépendances entre institutions et marchés aujourd'hui. Cette incertitude tenait surtout à l'ampleur et à la portée des opérations de LTCM, qui couvraient de nombreux instruments financiers et des marchés très divers, ainsi qu'à la nature de ses activités, qui comportaient beaucoup de contrats complexes. Elle était aussi aggravée par la situation des marchés, où régnait encore l'instabilité provoquée par les événements du mois précédent. Le risque d'une perturbation financière généralisée, en cas de défaillance soudaine du

... et s'étendent plus loin qu'auparavant

fonds, explique pourquoi des établissements du secteur privé ont accepté de participer à une solution concertée sous l'égide de la banque centrale.

Enseignements de la crise de septembre–octobre 1998

Si intervenants et autorités ont été pris au dépourvu par l'épisode de turbulences de 1998, c'est surtout en raison de la sérieuse dégradation des conditions et de l'assèchement rapide de la liquidité dans plusieurs compartiments. Les événements ont mis en évidence le rôle déterminant que joue l'amplification du risque de crédit et de l'effet de levier dans l'évolution des marchés des capitaux en cas de revirement brutal du sentiment des investisseurs. De plus, ils ont souligné l'importance systémique des gros établissements. L'examen de la crise et de la reprise ultérieure soulève également des questions cruciales sur les réactions appropriées des autorités devant la fragilité des marchés et le niveau atteint par les cours boursiers.

Bien que l'attention se soit portée sur l'évaluation des actions avant l'été dernier, la véritable cause du déclenchement de la crise a été l'annonce du défaut d'un emprunteur. Les événements qui ont suivi ont résulté principalement de la réévaluation du risque de crédit par les investisseurs. La différence essentielle entre risque de marché et risque de crédit est la suivante: si le premier concerne surtout la volatilité des cours et son évolution, le second tient à l'incertitude des intervenants au sujet de la capacité des emprunteurs et des contreparties à tenir leurs engagements. Ce n'est pas une coïncidence si les marchés des titres à revenu fixe et des dérivés, les plus sensibles au risque de crédit, ont été les plus affectés par les turbulences et en subissent encore les conséquences. Ces événements ont aussi montré comment une dynamique de marché déclenchée par des préoccupations généralisées sur le risque de crédit peut aboutir à une configuration atypique des mouvements de prix. Les systèmes initialement conçus pour mesurer et contrôler les risques de marché n'analysent pas toujours convenablement le comportement des prix dans de telles conditions. Ils peuvent même aggraver les tensions, dans la mesure où ils amènent les investisseurs à réduire le risque de leur portefeuille en liquidant leurs positions dans un marché en baisse.

Le déroulement de la crise a mis en évidence l'utilisation intensive, par les intervenants cherchant à accroître le rendement de leurs capitaux, d'une large gamme de techniques amplifiant l'effet de levier, mais aussi les problèmes qui surviennent quand le retournement des conditions de marché les force à dénouer leurs positions. Une attitude complaisante des prêteurs à l'égard du risque avait généralement rendu les financements moins coûteux et plus faciles. Bien souvent, l'intensification de la concurrence les a incités à moins tenir compte des indications précises des instruments prévus pour atténuer et contrôler leur risque de crédit. L'importance de l'effet de levier inhérent aux stratégies qui font un usage intensif des dérivés et du financement des positions par vente de titres à découvert a alourdi les pertes, étant donné que les cours des actifs présentant davantage de risques baissaient et que ceux des obligations d'État émises par les principaux pays industriels montaient. Des appels de marge supplémentaires et, dans certains cas, la dégradation de la valeur des titres donnés en garantie ont lancé les investisseurs dans une quête effrénée de liquidités, propageant l'effet de ces dénouements de positions à d'autres compartiments.

Risque de crédit et
risque de marché

Effet de levier

Une autre caractéristique notable de cet épisode de turbulences tient à ce que le fonctionnement de certains compartiments a été gravement affecté, parfois même au point de se bloquer complètement. Ainsi, les institutions dont la spécialité consiste à faciliter les échanges entre acheteurs et vendeurs ont vu leur fonction de teneur de marché entravée faute de ressources suffisantes pour faire face à une demande à sens unique. En outre, sur le gré à gré et les marchés dérivés, la situation était encore plus complexe, étant donné que, dans une certaine mesure, cette fonction était assurée de facto par des intervenants pratiquant l'effet de levier comme LTCM, en raison de l'importance de leurs positions (chapitre VII). La priorité accordée par ces institutions à la recherche de la liquidité a aggravé les tensions.

Teneurs de marché

Enfin, il importe de reconnaître que la reprise de nombreux marchés a été presque aussi spectaculaire que leur chute. Dans pratiquement toutes les économies avancées, les cours des actions ont regagné le terrain perdu et, bien souvent, battu des records. Les marges sur les obligations émises par les entreprises et les marchés émergents sont retombées de leurs sommets et, si elles n'ont pas encore retrouvé leurs niveaux d'avant la crise, les emprunteurs ont reçu des investisseurs un accueil de plus en plus favorable. En elle-même, cette amélioration soulève des questions quant à la juste interprétation de la crise. Selon une première explication, la reprise montrerait que les turbulences résultaient d'une dynamique propre au comportement des intervenants. Dans ce cas, les autorités doivent chercher comment empêcher, si possible, la réapparition de ces phénomènes et trouver le meilleur moyen d'accroître la résistance du système financier à de telles turbulences. Si, en revanche, la crise se justifiait par l'évolution des données économiques fondamentales, alors les évaluations actuelles pourraient s'avérer aussi fragiles que celles du début de l'été dernier.