

VI. Marchés financiers

Faits saillants

Les marchés financiers ont fait preuve d'une remarquable capacité de réaction face aux chocs sévères auxquels ils ont été confrontés pendant la période analysée : ralentissement économique mondial, attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis et révélations consécutives à la faillite d'Enron. Malgré ces événements, ils ont continué de fonctionner normalement et les perturbations constatées n'ont pas duré. Les cours des actions se sont lentement ajustés à la baisse de la conjoncture. Leur effondrement après le 11 septembre s'est rapidement inversé et les places boursières se sont redressées à travers le monde en fin d'année, reflet d'un regain de confiance dans une reprise forte. Le marché de la dette des entreprises a encore mieux résisté. Les primes de risque, y compris sur la dette des économies émergentes, se sont réduites pendant l'année, tendance que les faits de septembre n'ont que brièvement interrompue. Il est intéressant de noter à cet égard que l'obligataire a continué de faire bon accueil aux sociétés, même celles qui se voyaient refuser l'accès au papier commercial.

Ces signes de résistance masquent toutefois certaines préoccupations latentes. Malgré la correction amorcée début 2000, les cours des actions sont demeurés généralement élevés par rapport aux résultats affichés. Durant les premiers mois de 2002, les problèmes comptables d'Enron et leurs répercussions ont progressivement amené les investisseurs à s'interroger sur l'intégrité des informations sur lesquelles s'appuient les marchés financiers. L'affaire Enron a rejilli sur le marché américain du papier commercial, qui s'est fermé, sauf pour les signatures de premier rang. Les événements d'Argentine n'ont eu qu'un effet limité sur les autres économies émergentes en 2001 et début 2002, mais les conditions relatives aux financements extérieurs sont restées incertaines pour beaucoup d'emprunteurs souverains moins bien notés. Par ailleurs, la prédominance de quelques courtiers sur le gré à gré a fait apparaître des risques de concentration.

Fonctionnement des marchés

Parmi les différents chocs qui ont mis les marchés à l'épreuve pendant la période sous revue, deux sont particulièrement notables : les actes de terrorisme du 11 septembre 2001 aux États-Unis et la faillite d'Enron en décembre. Les marchés ont remarquablement bien fonctionné au lendemain des attentats ; malgré la dévastation du cœur de Manhattan, qui abrite un grand nombre d'établissements financiers, d'infrastructures de marché et de systèmes de communication, le négoce et la collecte de fonds n'ont été

Les marchés ont prouvé leur résistance aux chocs

interrompus que temporairement, les marchés revenant assez vite à la normale. La faillite d'Enron, quoique moins dramatique, a peut-être davantage ébranlé la confiance, en remettant en cause la qualité des informations financières sur les différentes sociétés.

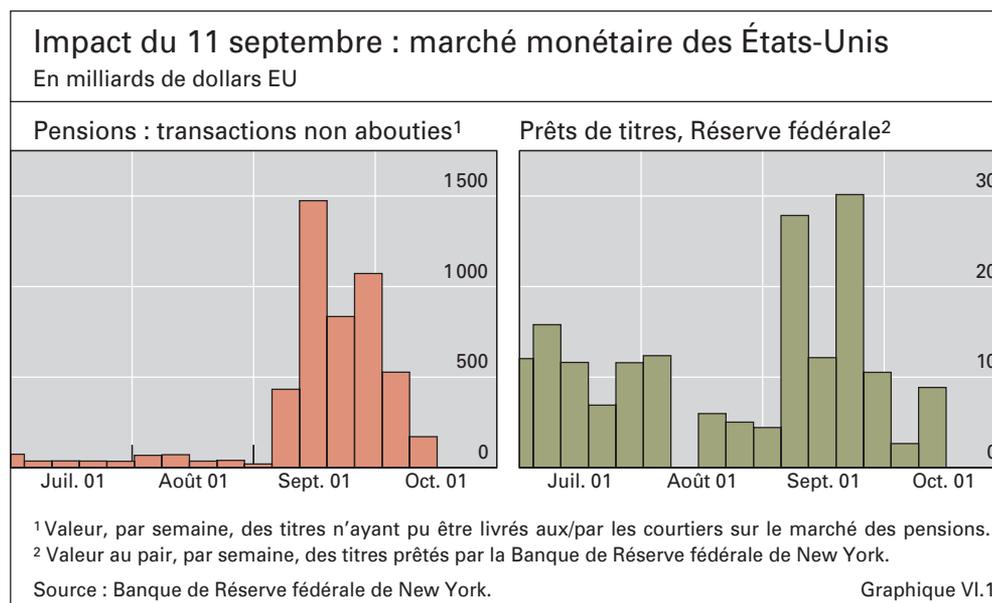
Perturbations consécutives au 11 septembre

Les attentats ont entraîné des perturbations majeures ...

Les attentats, par les pertes humaines occasionnées et les dégâts matériels infligés aux infrastructures new-yorkaises, ont fortement perturbé les marchés financiers des États-Unis. Le New York Stock Exchange a fermé pendant quatre jours, sa plus longue interruption depuis les années 30. Les compartiments du comptant et des pensions sur titres du Trésor ont particulièrement souffert, en raison des pertes subies par divers courtiers, des dommages causés aux moyens de communication et de la destruction du centre opérationnel d'une grande banque de compensation. Ces éléments conjugués ont empêché, les jours qui ont suivi les attentats, le règlement d'opérations sur pensions d'une valeur de plusieurs milliards de dollars. Il en est résulté une hausse sans précédent du nombre des transactions non abouties sur les marchés des titres du Trésor (comptant et pensions, graphique VI.1), ce qui, à son tour, a gonflé la demande de certaines de ces valeurs, les plus récentes notamment.

... mais les autorités et les opérateurs ont été prompts à réagir

Les autorités et les opérateurs ont été prompts à réagir. La Réserve fédérale a injecté de grandes quantités de liquidités dans le système bancaire et réduit le taux-objectif des fonds fédéraux pour la réouverture des marchés des actions, le 17 septembre. Elle a également pris plusieurs mesures face aux difficultés du marché des pensions, assouplissant notamment les conditions d'utilisation de sa facilité de prêts de titres. Fin septembre, elle avait ainsi prêté pour \$70 milliards de titres, en prenant en garantie des valeurs moins demandées. D'autres banques centrales ont abaissé leur taux directeur et certaines ont conclu des accords de swap avec la Réserve fédérale, afin d'apaiser les craintes de pénurie de dollars pour les établissements financiers étrangers intervenant



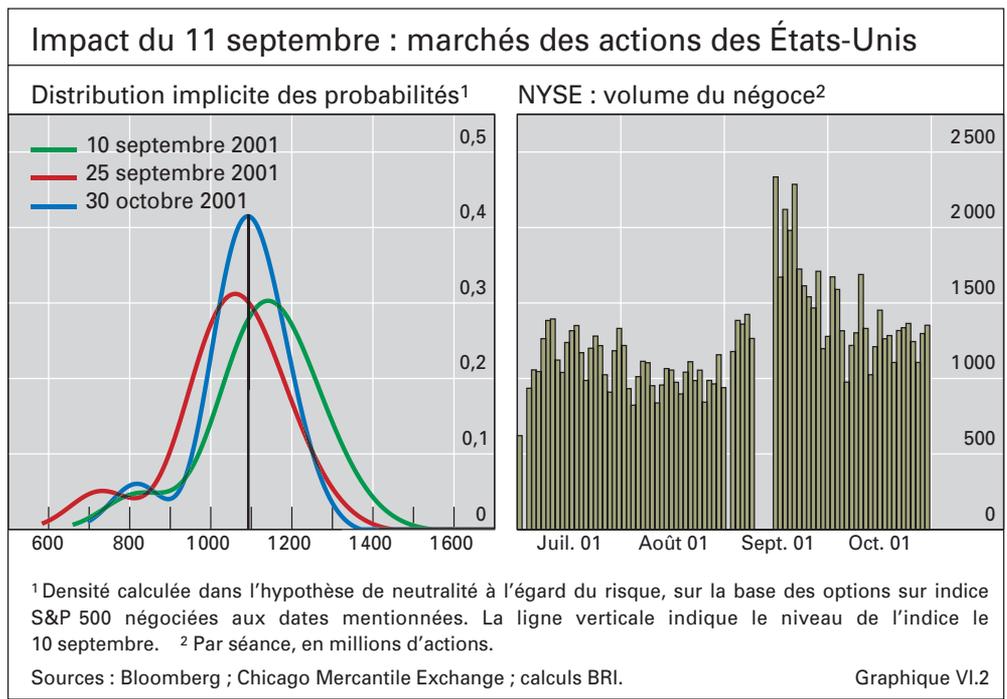
aux États-Unis. Les opérateurs ont allongé les heures de règlement et coopéré de diverses manières pour faciliter la distribution des liquidités.

Tous ces efforts ont grandement bénéficié des plans d'urgence élaborés deux ans plus tôt pour pallier les problèmes informatiques liés au passage à l'an 2000. Ces plans avaient toutefois omis de tester les systèmes de communication entre installations de secours. Certains opérateurs n'avaient pas imaginé que, si leurs systèmes tombaient en panne, ceux de leurs contreparties pourraient être inutilisables également. Parfois, ils ne disposaient pas, sur leur base de repli, de l'information nécessaire pour contacter les sites secondaires de leurs homologues. En outre, les lignes téléphoniques normales et de secours passaient fréquemment par le même central – au World Trade Center. La rupture des communications a interrompu le négoce et la compensation pendant plusieurs jours. Malgré cela, les initiatives des opérateurs – mise en commun des ressources, par exemple – et le travail acharné des sociétés de service public ont pu limiter l'étendue des perturbations.

Absence de tests des liaisons entre installations de secours

Les attentats ont exacerbé les craintes d'une sévère correction sur le marché des actions. Avant qu'ils ne se produisent, la distribution à court terme des rendements implicite dans les prix des options sur indices boursiers allait déjà dans le sens d'une forte contraction des cours (graphique VI.2). Le sentiment d'une chute possible s'est nettement renforcé immédiatement après les attentats et a persisté jusqu'à début octobre. Une fois les cours repartis à la hausse, la distribution des probabilités s'est resserrée, traduisant une atténuation des incertitudes, même si les prix des options affichaient toujours un biais vers une baisse significative.

La libération des pressions à la vente accumulées pendant les quatre jours de fermeture des marchés boursiers a donné lieu à des volumes de transactions sans précédent dès leur réouverture (graphique VI.2). Les places n'ont pas été submergées pour autant. Dans l'ensemble, les autres



défaillants. Le conseil d'administration, l'auditeur externe, les analystes financiers, les agences de notation, les créanciers et les investisseurs se sont tous révélés incapables de comprendre objectivement comment le groupe parvenait à afficher une croissance des résultats aussi manifestement exceptionnelle. En particulier, rares ont été ceux qui ont posé les vraies questions sur la nature des nombreuses opérations hors bilan qui, en fait, contribuaient à dissimuler des pertes d'exploitation croissantes.

Défaillance
simultanée de
divers niveaux
de gouvernance

L'échec simultané des divers niveaux de gouvernance participe d'un même facteur : les conflits d'intérêts dans la production d'information ont tendance à s'intensifier lorsqu'une société ou un marché affiche des résultats hors du commun. Les marchés modernes ont mis au point un système de contrôles et contrepoids pour préserver l'intégrité du processus d'information (voir la conclusion du présent chapitre). Dans le cas d'Enron, ce mécanisme a échoué. Il est significatif que les réactions aient été moindres lors de la déclaration de faillite, début décembre, qu'à l'annonce de la destruction de documents, fin janvier, par le cabinet d'audit et qu'à la publication, début février, d'un rapport détaillant l'utilisation, par la société, de partenariats et de structures ad hoc destinés à gonfler ses résultats et à dissimuler ses pertes. En conséquence, les cours des actions ont commencé à afficher une décote pour risques comptables, les marchés sanctionnant particulièrement les grands groupes aux états financiers relativement opaques (graphique VI.3, cadre de droite).

Le marché a réagi
au scandale qui a
suivi

Marchés des actions

Pendant la majeure partie de 2001, les investisseurs en actions ont fait preuve d'un optimisme sans faille, d'abord en minimisant les indices de ralentissement mondial, puis en s'empressant d'anticiper une forte reprise. Alors que les changements du sentiment concernant la durée et la gravité du tassement conjoncturel ainsi que ses conséquences pour les résultats des entreprises entraînaient les cours alternativement à la hausse et à la baisse (graphique VI.3, cadre de gauche), un degré élevé de confiance a néanmoins prévalu dans l'ensemble. Cette confiance s'est nourrie pour l'essentiel d'une conviction que la politique monétaire serait efficace. Si, en fin de compte, elle s'est effritée, c'est pour des raisons non macroéconomiques mais comptables. Durant les premiers mois de 2002, la montée du scepticisme quant à la fiabilité des informations financières publiées par les entreprises, suite à l'effondrement d'Enron, a amplifié les doutes entourant l'évaluation des actions. Les multiples de capitalisation n'en ont pas moins atteint des sommets, début 2002. Étant donné la chute des résultats liée aux moins-values exceptionnelles et l'augmentation de la prime de risque sur actions consécutive aux incertitudes sur les états financiers, les valorisations traduisaient un optimisme inébranlable au sujet des bénéfices futurs.

Ajustement au cycle d'activité

Le marché des actions a tardé à s'ajuster à l'affaiblissement de l'économie mondiale. Après une année de correction, il a amorcé une reprise en avril 2001, essentiellement par conviction que la détente monétaire

L'ajustement au
ralentissement ne
s'est pas réalisé
avant l'été

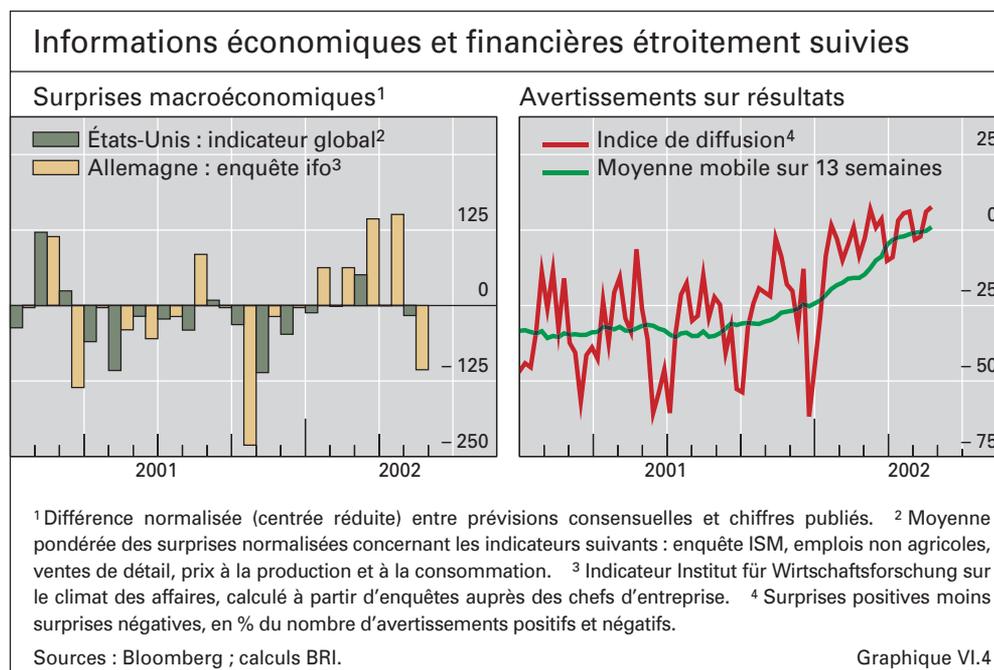
empêcherait une récession. Pendant l'été, la dégradation des conditions macroéconomiques et les mauvais résultats en chaîne publiés par les sociétés ont finalement convaincu les investisseurs que le ralentissement était réel et que les entreprises ne seraient pas épargnées (graphique VI.4). Le secteur technologique a encore une fois été durement touché, à la fois parce que les évaluations y avaient été plus exagérées qu'ailleurs (71^e Rapport annuel) et en raison de moins-values étonnamment importantes. S'il a d'abord semblé que l'Europe ne serait pas autant frappée que l'Amérique du Nord, cette assurance a été dissipée par la publication d'indicateurs décevants, notamment l'enquête allemande ifo en été. Les marchés européens des actions ont donc continué d'évoluer en étroite corrélation avec ceux des États-Unis durant la période considérée.

Les cours ont atteint leurs plus bas fin septembre

Les indices de marché ont atteint leurs plus bas niveaux dans les deux semaines suivant les attentats. Ceux-ci ont eu pour effet immédiat d'aggraver les craintes d'une récession mondiale prolongée et de susciter un report généralisé vers des placements sûrs. Les cours des actions ont toutefois amorcé un redressement une semaine après la réouverture des marchés de New York. Les investisseurs ont été encouragés par l'assouplissement monétaire coordonné à l'échelle mondiale et par l'évolution favorable sur le plan politique. En d'autres termes, les attentats n'ont entraîné qu'une incertitude temporaire, quoique extrême, qui s'est rapidement dissipée peu après le redémarrage des marchés.

Les marchés se sont ensuite redressés malgré de mauvaises surprises macroéconomiques ...

Une nouvelle évolution du sentiment paraît s'être produite en octobre, lorsque le rebond d'un marché résistant a fait place à un franc mouvement de hausse qui s'est prolongé jusqu'en fin d'année. Les cours ont alors commencé à anticiper une forte reprise de l'activité, malgré les surprises le plus souvent négatives ressortant des informations macroéconomiques étroitement suivies. Les investisseurs ont semblé rassurés par la promptitude



de l'assouplissement monétaire, par le fait que la plupart des indicateurs ne se détérioraient pas et par l'annonce d'une légère progression du PIB des États-Unis au quatrième trimestre. Les succès militaires de l'alliance antitaliban en Afghanistan ont apaisé les craintes d'un conflit long et déstabilisateur. Les avertissements sur résultats, au premier trimestre 2002, présentaient, contrairement à ce qui avait été généralement le cas en 2001, un meilleur équilibre entre nouvelles positives et négatives par rapport aux prévisions des analystes.

C'est, paradoxalement, quand les indicateurs macroéconomiques ont commencé à s'améliorer que le marché des actions s'est remis à chanceler. En janvier et février 2002, les révélations sur les inexactitudes dans les états financiers de plusieurs sociétés de premier plan ont conduit à douter de l'intégrité des comptes publiés ; la confiance des opérateurs s'en est trouvée ébranlée, ce qui a contribué à stopper la hausse des cours. Si les méthodes comptables d'Enron étaient peut-être poussées à l'extrême, ce groupe n'était pas le seul à pratiquer l'habillage des résultats déclarés. La faillite de Global Crossing, en décembre, a mis en lumière, par exemple, la pratique de contrats d'échange de capacités de télécommunications, destinée à gonfler artificiellement le chiffre d'affaires annoncé. Les investisseurs ont réagi par un désengagement généralisé, concourant ainsi à faire baisser la plupart des grands indices fin janvier et début février.

Au Japon, les valorisations ont été fortement influencées par la faiblesse du secteur financier et par la perception d'un piétinement des réformes. Tout en s'inscrivant dans un mouvement généralisé, la baisse des principaux indices boursiers, de mai à septembre, a été bien plus marquée. L'enquête *Tankan* publiée en juillet faisait état d'une économie étonnamment atone et l'annonce ultérieure d'un assombrissement des perspectives mondiales paraît avoir davantage affecté Tokyo que les autres grandes places. Après septembre, les marchés nippons des actions n'ont pas suivi le redressement planétaire des cours et l'indice Nikkei se situait, début février 2002, à son plus bas niveau depuis dix-huit ans. Paradoxalement, c'est la faillite d'un important groupe de construction, à la fin du mois, qui semble avoir déclenché le mouvement de hausse de mars. Les investisseurs, qui avaient escompté un renflouement, ont peut-être interprété cette liquidation comme le signal de la mise en œuvre imminente de sérieux efforts de restructuration des entreprises et du système financier.

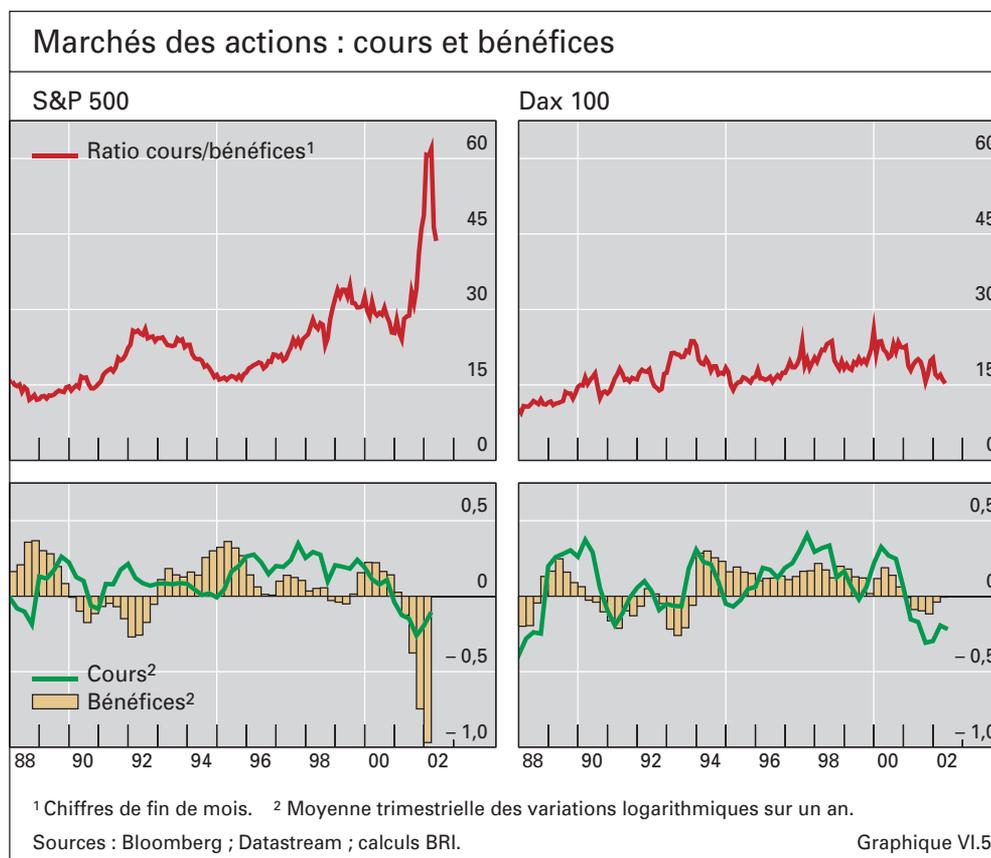
Optimisme tenace dans un contexte de forte volatilité

Malgré la spectaculaire correction observée depuis avril 2000, les cours des actions ont continué d'être soutenus par des attentes de forte hausse des résultats. Aux États-Unis, les multiples de capitalisation sont restés historiquement très élevés en 2001, en raison d'une chute plus marquée des bénéfiques que des cours (graphique VI.5). En Europe, ils étaient plus modestes, les cours baissant davantage qu'aux États-Unis alors que les résultats résistaient mieux. Ces sommets reflétaient en partie le bas niveau des taux d'intérêt réels mais aussi l'anticipation d'une remontée des bénéfiques ; en effet, les cours anticipent généralement le redressement des

... mais les révélations sur Enron ont ébranlé les investisseurs début 2002

Les actions japonaises n'ont pas suivi la hausse mondiale des cours

Les valorisations sont restées élevées



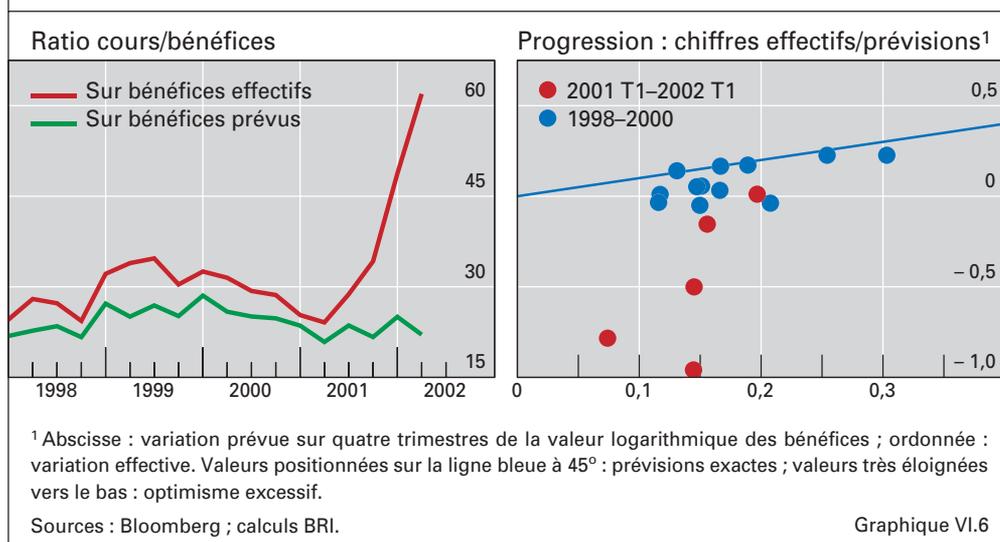
résultats en phase finale de récession. Tel avait été le cas aux États-Unis en 1991–92 et en Allemagne en 1993. Les pics atteints outre-Atlantique en 2001 et 2002 sont toutefois sans précédent. Fin 2001, l'indice S&P 500 correspondait à 49 fois les résultats, plus du triple de la moyenne 1970–95 (14 fois). Fin mars 2002, le chiffre s'établissait à 62.

Les multiples élevés pour les États-Unis reflétaient souvent, en outre, un volume record de moins-values exceptionnelles, qui ont fait chuter la mesure comptable du résultat net. Pour l'exercice 2001, même les sociétés dont le bilan et les perspectives de bénéfices semblaient plus ou moins sains ont décidé de reconnaître qu'une part importante de leurs investissements passés, notamment les nombreuses acquisitions financées par échange d'actions ordinaires, s'étaient révélés être de coûteux échecs. Certains investisseurs se sont donc fondés sur des paramètres de caractère prospectif, tels que marge brute d'autofinancement ou résultat d'exploitation par action, plutôt que sur les mesures comptables des résultats intégrant les passations en charges. Cette attitude supposait implicitement que les entreprises éviteraient à l'avenir des décisions d'investissement aussi peu avisées. Les multiples de capitalisation s'avéraient inférieurs s'ils étaient calculés par rapport aux bénéfices prévus, supposés en forte hausse (graphique VI.6). Sur cette base, ils restaient néanmoins relativement élevés par comparaison avec le passé, compte tenu surtout du bas niveau des taux d'intérêt réels et de la décote résultant probablement des problèmes d'information liés à l'affaire Enron. De plus, la croissance réelle des résultats tend à être inférieure aux attentes depuis quelques années. Après la phase

Les résultats ont chuté en raison de moins-values exceptionnelles ...

... mais les valorisations sont restées élevées pour d'autres raisons

Bénéfices effectifs et prévus : actions du S&P 500

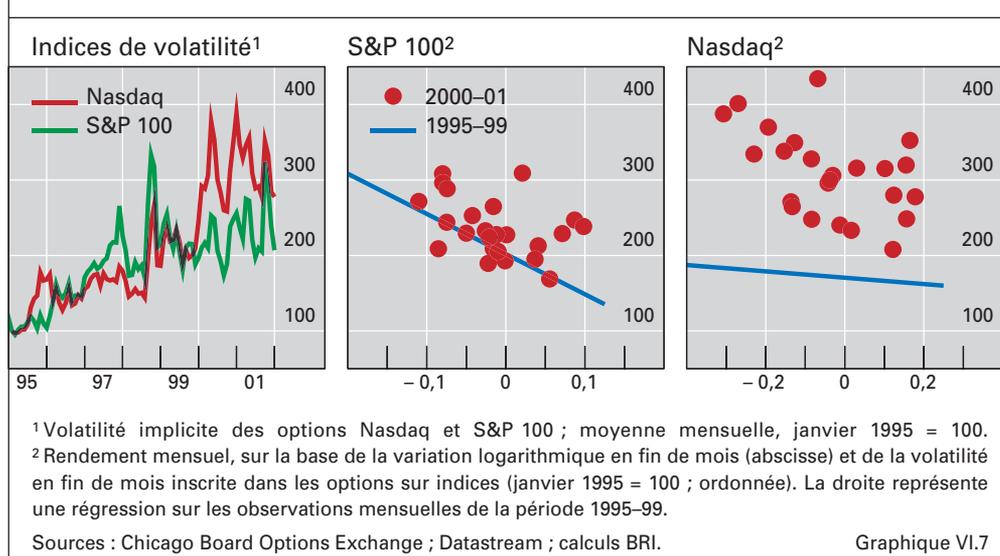


d'expansion, où les habillages de bilans faisaient fréquemment apparaître des bénéfices légèrement supérieurs aux prévisions, ce genre de pratiques est devenu impossible en 2001 et début 2002.

Les incertitudes entourant les valorisations, conjuguées au penchant des opérateurs à réagir vivement à toute nouvelle, bonne ou mauvaise, ont engendré une forte volatilité journalière sur les marchés des actions. En avril 2001 par exemple, l'annonce que Dell Computer Corporation atteindrait son objectif de résultats – nettement revu en baisse – a provoqué une envolée de 9 % du Nasdaq Composite et une hausse de 3 % de l'indice MSCI World en une seule séance. Le degré de volatilité implicite dans les prix des options sur indices boursiers reflétait également cette tendance (graphique VI.7) ; celle-ci n'est pas uniquement attribuable au repli du marché. Si, les années précédentes, la volatilité implicite était généralement plus élevée en

Intensification des risques perçus même en période de dynamisme des marchés

Volatilité et rendement



période de recul des cours, elle a largement dépassé, en 2000 et 2001, les niveaux correspondant à cette relation. Tel a été le cas, en particulier, pour le Nasdaq.

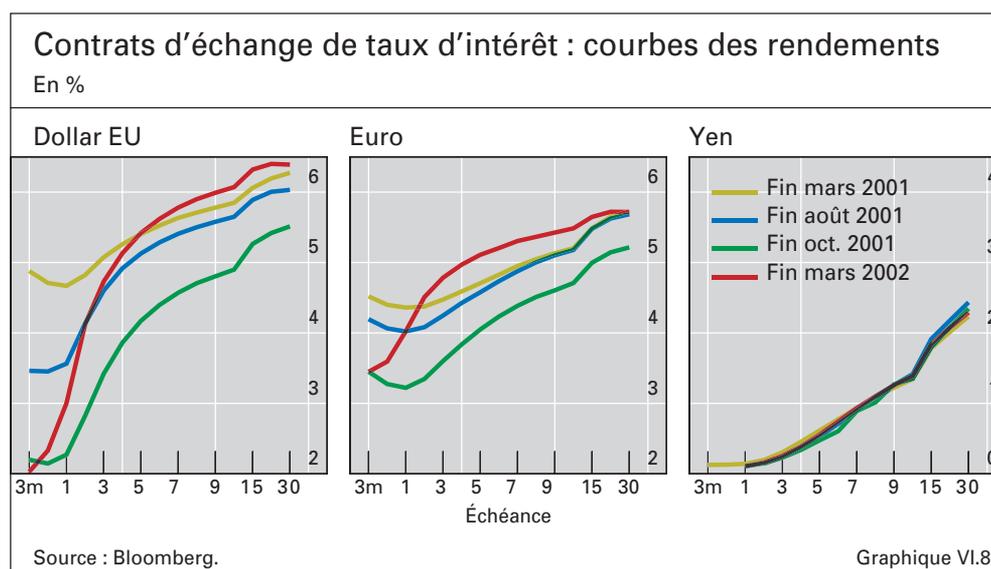
Marchés à revenu fixe

À l'instar du marché des actions, l'obligataire a alterné optimisme et pessimisme en 2001 et durant les premiers mois de 2002. En l'absence d'inflation significative, les rendements des contrats d'échange ont varié en fonction du sentiment concernant la durée et l'intensité du ralentissement mondial ainsi que le moment du retour à un resserrement monétaire. Les marges de crédit, stables au premier semestre 2001, quand le repli de l'économie paraissait devoir être court et modéré, se sont élargies au troisième trimestre au fur et à mesure que les craintes d'un ralentissement plus durable se confirmaient. Pour la plupart, les sociétés et les emprunteurs souverains n'ont guère eu de difficultés, toutefois, à obtenir des ressources à long terme. L'obligataire, témoignant de sa capacité de réaction, s'est révélé être une source majeure de financements vers la fin de 2001 et au début de 2002, lorsque les turbulences dans le compartiment du papier commercial et l'aversion accrue des banques à l'égard du risque ont limité les possibilités de financement à court terme.

Les courbes des rendements répondent à la politique monétaire

Pendant la période sous revue, les courbes des rendements ont reflété les anticipations concernant la réaction de la politique monétaire aux nouvelles macroéconomiques. Pour le dollar et l'euro, elles ont suivi la détérioration des indicateurs, puis leur pente s'est fortement accentuée avec l'amélioration des perspectives (graphique VI.8). Les rendements des contrats d'échange à long terme sont restés stables au premier semestre 2001, lorsque les opérateurs tablaient sur un ralentissement assez court et peu marqué. De juillet à octobre, les rendements à long terme se sont progressivement repliés, les

Les courbes des rendements ont baissé et leur pente s'est accentuée ...



investisseurs s'adaptant aux mauvaises nouvelles macroéconomiques puis, immédiatement après le 11 septembre, recherchant massivement la sécurité et la qualité. En novembre et durant les quinze premiers jours de décembre, le retournement de ce mouvement de fuite et les anticipations d'une fin rapide de la phase de contraction économique ont conduit à une vive hausse de ces rendements. Cet optimisme s'appuyait sur une confiance dans l'efficacité de la politique monétaire des États-Unis, à nouveau assouplie. En conséquence, la courbe du dollar affichait, début 2002, la pente la plus prononcée depuis le début de 1994, alors même que les rendements longs restaient proches de leurs minimums historiques. Pour la zone euro, où l'assouplissement de la politique monétaire était plus modéré, la pente de la courbe était moins accentuée.

... quand les investisseurs ont misé sur l'efficacité de la détente monétaire

Le yen a été la seule grande monnaie dont la courbe des rendements est restée quasiment inchangée pendant la majeure partie de 2001 et au début de 2002. Le court terme était ancré près de zéro, les investisseurs estimant que la politique monétaire ne serait guère modifiée dans l'immédiat, vu la faiblesse persistante de l'activité. Des considérations similaires ont maintenu les rendements longs à de bas niveaux, même si l'augmentation régulière de la dette publique a exercé des tensions intermittentes. L'aggravation de la situation budgétaire et la lenteur des réformes structurelles ont contribué à accroître la méfiance des investisseurs à l'égard des actifs japonais, dont témoignent les déclassements de la dette souveraine par les grandes agences de notation.

Courbe des rendements du yen inchangée

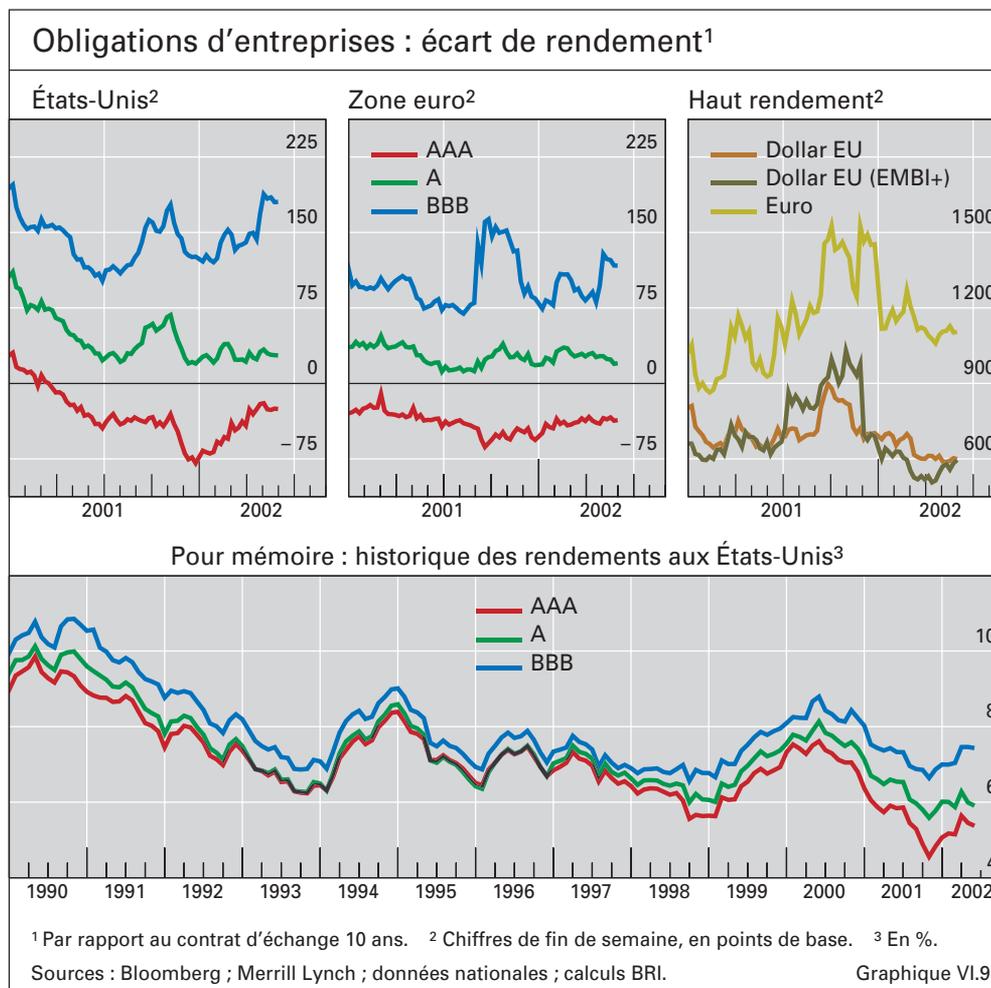
Résistance des obligations d'entreprises

Le marché des obligations d'entreprises s'est remarquablement comporté. Les écarts de rendement ont eu tendance à se réduire à mesure que les taux de référence augmentaient, les investisseurs établissant un lien entre les perspectives d'amélioration de la solvabilité des entreprises et les probabilités de reprise rapide de la croissance (graphique VI.9, cadres du haut). Au premier semestre 2001, les marges se sont rétrécies car les investisseurs, au-delà du ralentissement et de la hausse du taux de défaillance, ont estimé que ces éléments avaient déjà été pris en compte dans les rendements obligataires. Au troisième trimestre, lorsque le tassement de l'activité s'est révélé plus sévère que prévu et que les défauts de paiement se sont multipliés, les écarts se sont agrandis pour la quasi-totalité des catégories de risques et ne se sont resserrés qu'avec le retour de l'optimisme en novembre. Par voie de conséquence, le coût global des emprunts des entreprises est tombé à des niveaux historiquement bas, en termes nominaux, en septembre 2001 ; il n'a que légèrement progressé par la suite (graphique VI.9, cadre du bas). Un certain scepticisme a perduré, cependant, comme le montre la différence croissante entre notations A et BBB. Les préoccupations au sujet des bilans des entreprises et de la fiabilité des états financiers ont contribué à élargir encore les écarts dans les premiers mois de 2002.

Diminution des écarts de rendement pour les entreprises ...

... malgré la persistance d'un certain scepticisme

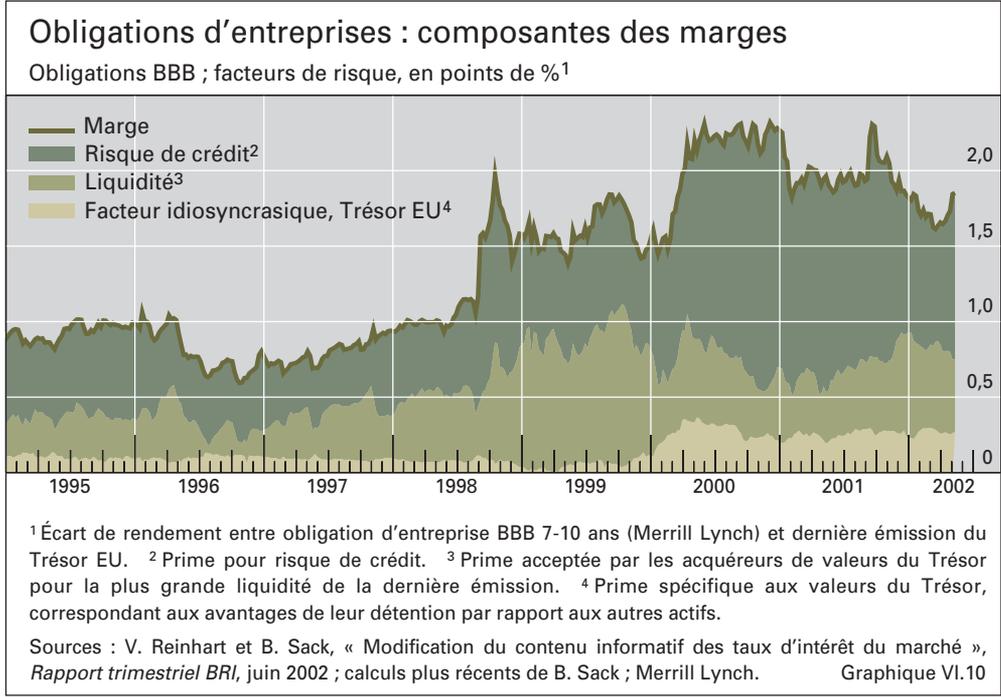
Les variations des écarts de rendement pour les entreprises en 2001 et 2002 semblent résulter, en partie tout au moins, d'une augmentation de la



prime de liquidité, qui a masqué une baisse progressive du prix de marché du risque de crédit proprement dit. C'est ce qui ressort de la subdivision en trois composantes des marges entre obligations d'entreprises BBB et bons du Trésor en dollars : risque de crédit, liquidité et prime spécifique payée par les investisseurs pour la détention de la dernière émission du Trésor EU (graphique VI.10). Le prix de marché du risque de crédit est progressivement revenu de près de 150 points de base, début 2001, à environ 80 points au premier trimestre 2002, avec une brève remontée en septembre. Cette amélioration plus ou moins régulière a inversé la forte tendance à l'élargissement de la prime de risque, qui avait accompagné l'éclatement de la bulle technologique en 2000. Les écarts de rendement mesurés selon les méthodes traditionnelles masquaient toutefois la baisse du prix du risque de crédit, car celle-ci coïncidait avec une hausse continue de la prime exigée par les investisseurs pour la détention de valeurs moins liquides.

Le ralentissement économique et l'élargissement occasionnel des marges n'ont pas nui aux financements à long terme sur l'obligataire, resté dynamique pendant la majeure partie de 2001 (graphique VI.11). Cela vaut particulièrement pour le compartiment du dollar, qui a atteint un volume record grâce aux emprunts des entreprises après amortissements. Celui de l'euro, favorisé par de nombreuses émissions dans le secteur

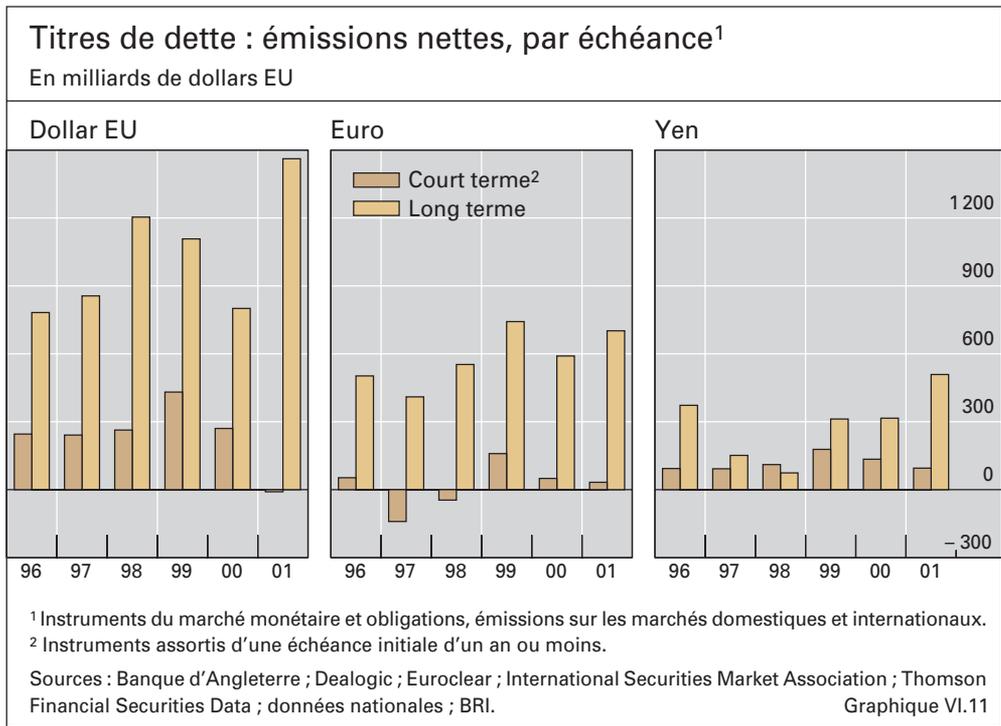
Dynamisme des financements à long terme par recours à l'obligataire



des télécoms et de l'automobile, a continué de se développer. Au Japon, l'expansion a bénéficié d'importantes émissions de titres de dette publique.

Report du court terme vers les échéances longues

Les émissions à longue échéance ont en partie bénéficié d'une désaffection des émetteurs à l'égard du court terme. Le ralentissement économique et la réduction connexe des besoins des entreprises en fonds de roulement y ont contribué, tandis que le niveau historiquement bas des taux longs a poussé



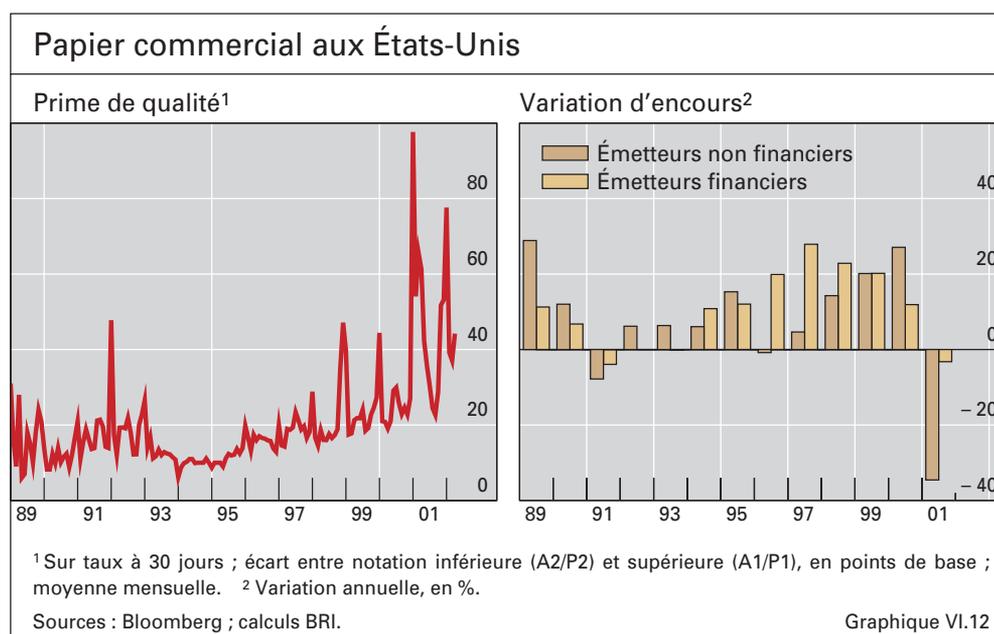
les emprunteurs à allonger leur échéancier. Simultanément, le marché du papier commercial (PC) s'est fermé à plusieurs grands groupes américains déclassés, qui ont néanmoins été bien accueillis sur l'obligataire. Dans la zone euro, les entreprises ont remboursé des crédits-relais contractés en 2000 et 2001 pour financer leurs opérations de fusions et acquisitions ainsi que l'achat de licences de téléphonie mobile de troisième génération.

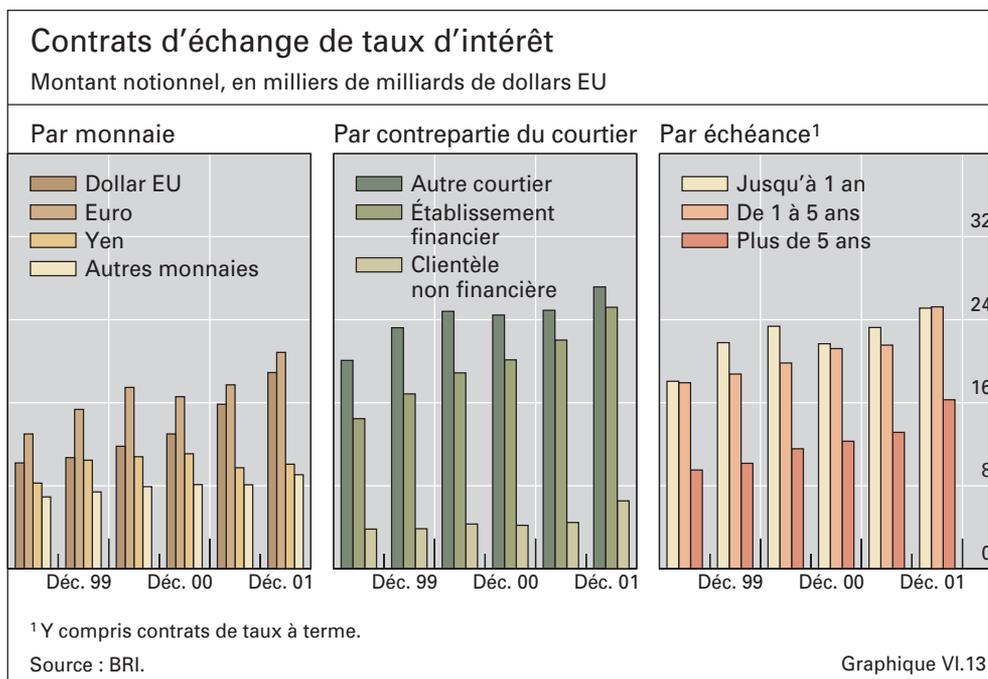
Aux États-Unis, le durcissement des conditions sur le marché du PC a contraint maints emprunteurs à s'en détourner. Surpris par les défaillances des entreprises californiennes dans le secteur de l'énergie, en janvier 2001, un grand nombre d'investisseurs sont devenus plus sensibles au risque de crédit. Ils ont ainsi vivement réagi devant la multiplication des déclassements en 2001. Comme les fonds du marché monétaire, principaux détenteurs de PC, sont tenus d'investir à 95 % au moins dans des titres de meilleure qualité, les abaissements de note de crédit et les défauts de paiement n'ont fait que réduire encore une demande déjà faible. Cette aversion accrue pour le risque de crédit explique en partie les primes exceptionnellement élevées et instables dans le compartiment du dollar EU (graphique VI.12). L'ampleur de la contraction des émissions fournit une illustration supplémentaire du caractère inhabituel des difficultés actuelles. Alors que l'encours de PC émis par les sociétés non financières avait baissé de 8 % en 1991, pendant la précédente récession américaine, il a chuté de 35 % en 2001. Par ailleurs, les emprunteurs se sont de plus en plus tournés vers le PC adossé à des actifs à recouvrer comportant un moindre risque de crédit.

Pour ajouter à ces difficultés, les grandes banques se sont montrées de plus en plus réticentes à octroyer, comme par le passé, les lignes de substitution aux programmes de PC. Elles avaient eu tendance à assortir ces crédits de marges étroites, dans l'espoir de se voir confier des services plus rentables, notamment souscription et conseil. Les risques inhérents à cette stratégie sont apparus au grand jour lorsque plusieurs émetteurs réputés,

Contraction du marché du PC due aux préoccupations sur la qualité de crédit ...

... et au retrait des lignes de soutien bancaires





exclus du marché du PC, ont effectué des tirages sur ces lignes de crédit, à des marges nettement inférieures à celles du marché. Le principal intermédiaire a annoncé par la suite qu'il se retirerait du marché. On peut rappeler à ce propos que ces lignes de substitution avaient été créées dans les années 70 pour remédier aux problèmes de financement sur un marché du PC sujet à des blocages. En 2001, elles constituaient un préalable à l'émission de PC ; leur retrait n'a donc fait qu'accentuer la paralysie.

Certains émetteurs de titres à long terme ont choisi de continuer à payer des taux courts en souscrivant des contrats d'échange, soutenant ainsi la croissance persistante des segments à long et moyen terme de ce marché (graphique VI.13). Cette demande additionnelle pour l'obtention de taux fixes a contribué à la réduction des marges des contrats sur euro et dollar, par rapport aux titres d'État, au premier trimestre 2002. Toutefois, la participation des sociétés non financières est restée très faible.

Report de certains émetteurs des taux fixes vers des taux variables par les contrats d'échange

Financement extérieur de la dette pour les économies émergentes

La capacité de réaction des grands marchés financiers durant la période analysée s'est également vérifiée pour les économies émergentes. Malgré le ralentissement mondial et les turbulences en Argentine et en Turquie, les conditions de financement extérieur ont été favorables à la plupart des emprunteurs, avec des primes de risque stables, voire en baisse. Les flux de crédits sont toutefois restés pratiquement identiques : les émissions nettes de titres internationaux ont totalisé \$45 milliards en 2001, niveau comparable à la moyenne de 1998–2000 ; parallèlement, les remboursements aux banques étrangères ont continué d'être supérieurs aux nouveaux concours, entraînant une contraction globale de \$14 milliards des créances bancaires transfrontières. Les apports de fonds ont pâti du retrait des investisseurs des

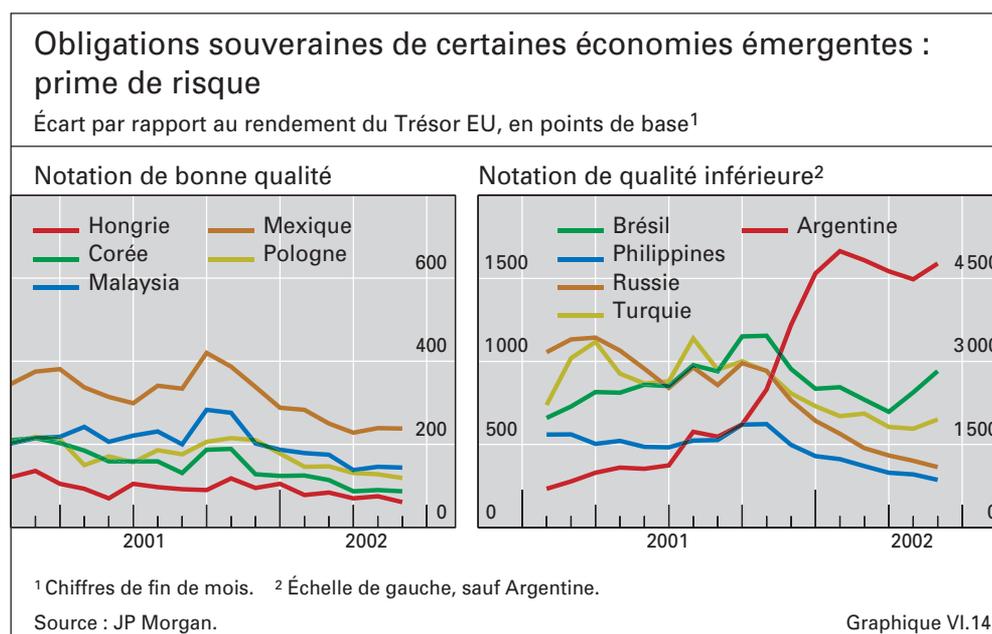
économies en crise ainsi que de la faiblesse de la demande en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. Les meilleures signatures ont reçu un bon accueil sur l'obligataire, mais les débiteurs moins bien notés ont éprouvé plus de difficultés.

Contagion limitée malgré de graves crises

Les crédits à la Turquie et à l'Argentine ont été fortement réduits

Les apports aux pays en crise sous forme de prêts bancaires et d'obligations se sont nettement contractés. En 2000, les résidents turcs, principalement les banques, arrivaient en tête des économies émergentes sur le marché des prêts consortiaux, tandis que le gouvernement argentin était le premier emprunteur sur l'obligataire international. En 2001, leur accès à ces marchés s'est réduit. Les primes sont restées élevées et volatiles jusque tard dans l'année pour la dette turque ; elles se sont fortement accrues à plusieurs reprises pour celle de l'Argentine, surtout en juillet, après le mauvais accueil réservé à une adjudication de titres d'État, et en novembre, suite à l'annonce, par le gouvernement, de la restructuration des emprunts d'État détenus par les résidents (graphique VI.14). Fin 2001, l'accès de la Turquie au marché a commencé à s'améliorer, après un renforcement du programme du FMI, mais les financements privés et officiels à l'Argentine se sont taris. Sur l'année 2001, les banques internationales ont réduit leurs créances transfrontières de 24 % sur la Turquie et de 12 % sur l'Argentine. Signe supplémentaire des difficultés de l'Argentine, les établissements locaux ont massivement rapatrié leurs avoirs extérieurs afin de combler leurs besoins de liquidités en dollars. Entre fin 2000 et fin 2001, l'encours de leurs dépôts à l'étranger était revenu de \$23 milliards à \$6 milliards.

Pour plusieurs autres pays, les conditions de financement se sont durcies. Ceux dont le poids du service de la dette était relativement élevé ou qui étaient confrontés à d'autres problèmes internes se sont révélés particulièrement vulnérables. Les événements d'Argentine ont accentué les



pressions économiques et financières en Uruguay, lui faisant perdre son statut envié de bonne signature. Pour le Venezuela, les marges se sont élargies lorsque les investisseurs ont perdu confiance dans les politiques du gouvernement, pour se resserrer ensuite après la mise en flottement du bolivar en février 2002.

L'effet de contagion a été bref et, le plus souvent, d'ampleur modérée. Les pressions à la vente ont touché, en juillet, un nombre étonnamment élevé d'économies émergentes, notamment le Brésil et l'Afrique du Sud, après l'insuccès de l'adjudication de titres d'État en Argentine. Le mouvement mondial de recherche de la qualité, au lendemain du 11 septembre, a entraîné, en outre, un élargissement assez généralisé des primes. Dans ces deux cas, cependant, la réévaluation du risque est restée temporaire et les marchés sont rapidement revenus à leur tendance antérieure, établissant une hiérarchisation minutieuse des économies émergentes. Ainsi, mi-octobre, les primes sur obligations brésiliennes évoluaient indépendamment de celles appliquées à la dette argentine ; leur augmentation, au deuxième trimestre 2002, reflète des incertitudes essentiellement liées à la situation politique au Brésil.

La défaillance du gouvernement argentin en fin d'année a eu peu de répercussions immédiates sur les autres économies émergentes. Comme l'explique le chapitre V, la longue accumulation de tensions, le retrait des investisseurs recourant intensément à l'effet de levier et l'adoption d'un cours de change flottant dans plusieurs pays ont permis d'enrayer la contagion. En outre, la moindre présence des investisseurs « mixtes » – dont les portefeuilles sont principalement constitués de titres de qualité, mais qui sont également autorisés à détenir de faibles quantités de valeurs de catégorie inférieure – a distendu les liens entre les différents compartiments. Alors que ces intervenants tendent à se désengager de l'ensemble du segment en période de volatilité, les investisseurs profilés sur les économies émergentes opèrent en fonction de la solvabilité qu'elles offrent ; leur retrait du marché argentin au profit d'autres économies émergentes explique ainsi en partie la diminution des primes pour le Brésil et le Mexique au moment même où elles montaient en flèche pour l'Argentine.

Les investisseurs reviennent sur l'obligataire avant les emprunteurs

S'ils se sont défiés des pays en crise, les investisseurs ont, le plus souvent, réservé un accueil favorable aux émetteurs dont la situation était saine ou en voie d'amélioration. Les primes sont demeurées stables, ou ont même diminué, en 2001 et début 2002, pour les signatures de bonne qualité telles que Corée, Malaysia ou Mexique (graphique VI.14). Ce dernier pays a d'ailleurs remplacé la Turquie au premier rang des emprunteurs sur le marché bancaire international en 2001. Quelques débiteurs moins bien notés, mais dont les données fondamentales se renforcent, Philippines et Russie notamment, ont également bénéficié d'un meilleur accès à l'obligataire international. L'encours des créances bancaires transfrontières sur la Russie, qui avait chuté de 40 % au cours des trois ans suivant le moratoire sur la dette de l'État en août 1998, a progressé de 7 % au second semestre 2001. De

Contagion limitée
en juillet et
septembre ...

... tournant ensuite
à l'avantage
d'autres économies
émergentes

Meilleur accueil
pour les
emprunteurs en
situation saine ...

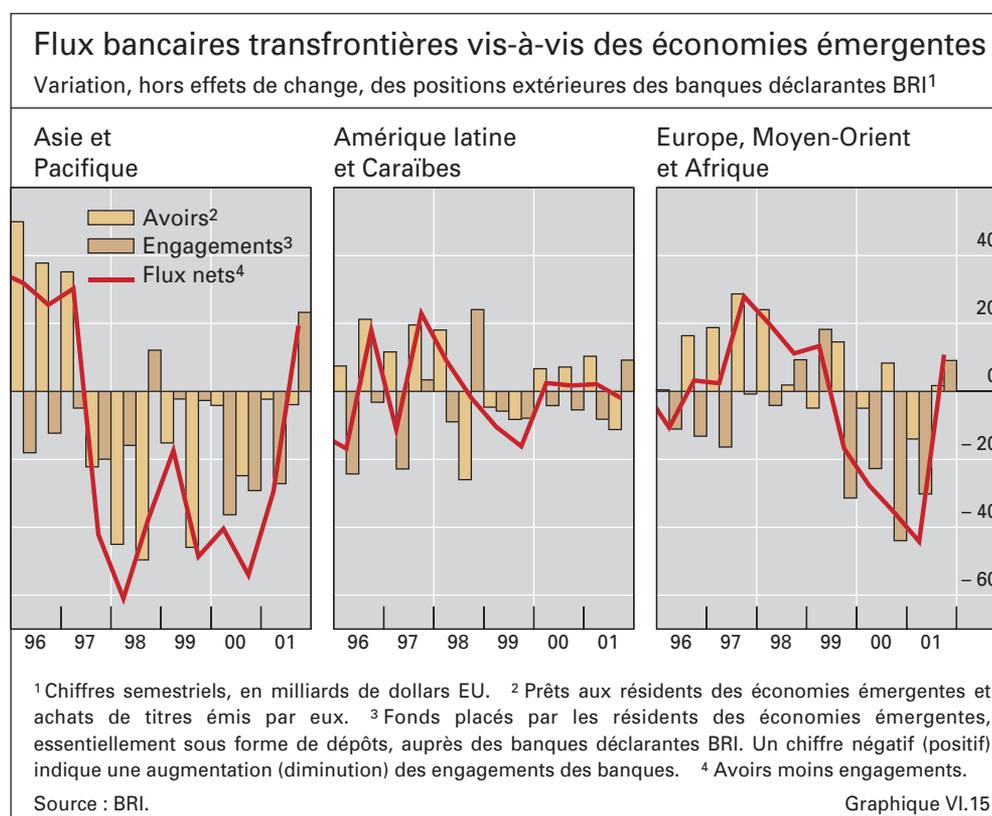
surcroît, plusieurs emprunteurs souverains, tels que l'Égypte, le Pérou ou la République dominicaine, ont émis des obligations internationales pour la première fois depuis des décennies, voire pour la toute première fois.

L'obligataire local en Pologne, Hongrie et dans d'autres pays candidats à l'Union européenne a continué d'attirer des fonds importants, les investisseurs estimant sans doute que les rendements dans ces pays convergeraient avec ceux de la zone euro, tout comme ces derniers l'avaient fait par rapport à l'Allemagne durant la période précédant l'union monétaire.

En dépit de conditions stables ou meilleures, nombre d'économies émergentes n'ont eu qu'un besoin limité de financements extérieurs. Les pays de l'Est asiatique et les exportateurs de pétrole notamment ont continué d'afficher de confortables excédents des paiements courants ; une dégradation, attendue en 2002, devrait entraîner prochainement un accroissement de leurs appels de fonds à l'étranger (chapitre III). Certains signes de détérioration sont d'ailleurs déjà apparus au second semestre 2001 : les économies émergentes, principalement Est asiatique et membres de l'OPEP, qui avaient déposé \$249 milliards entre mi-1999 et mi-2001 auprès des banques étrangères ont prélevé \$42 milliards (graphique VI.15).

En outre, la demande de financements extérieurs a, dans un premier temps, été freinée par des possibilités locales d'emprunt. Au Mexique, l'obligataire, de plus en plus liquide, offre une courbe des rendements du peso qui s'étend sur dix ans, et le gouvernement a choisi de refinancer certains de ses emprunts en dollars sur son marché domestique. En Asie, la faiblesse des taux d'intérêt internes et un régime de change souple ont rendu l'endettement en monnaie locale plus attrayant qu'en devises. La situation a

... mais faible demande de financements extérieurs



toutefois commencé à changer, fin 2001, après la forte diminution des taux courts du dollar EU. Les créances des banques internationales sur l'Asie du Sud-Est se sont accrues, fin 2001, pour la première fois depuis le début de la crise financière dans la région, au milieu de 1997. Les flux de portefeuille, attirés par les rendements à deux chiffres offerts par les marchés locaux des actions, ont également progressé (chapitre III).

Préoccupations latentes

Confrontés à une série d'épreuves durant la période examinée, les marchés financiers ont réagi de manière plus ordonnée que de nombreux observateurs ne le prévoient, mais des faiblesses subsistent. Certaines sont de nature conjoncturelle ; comme analysé précédemment, les actions font l'objet de valorisations qui restent extrêmement élevées et l'accès au marché des emprunteurs de moins bonne qualité – y compris ceux des économies émergentes – demeure précaire. D'autres sont de caractère plus structurel ; le haut degré de concentration dans plusieurs compartiments expose le système financier à un plus grand risque de défaillance systémique. Par ailleurs, des insuffisances fondamentales dans l'élaboration d'informations de qualité découragent les investisseurs et risquent de fausser les prix de marché, ce qui serait dommageable à une bonne allocation des ressources.

En dépit de la capacité de réaction des marchés, des faiblesses subsistent

Risques liés à la concentration

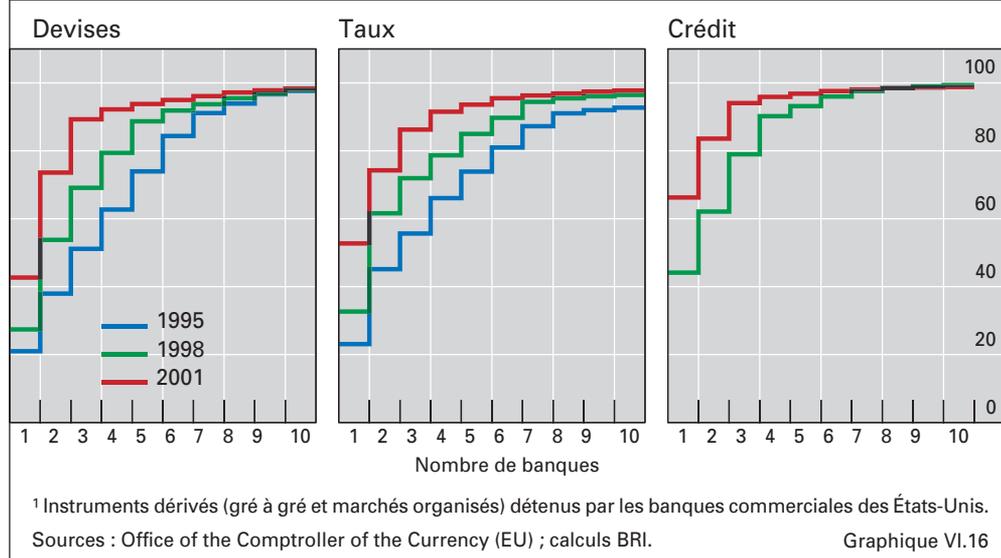
Le grand nombre de fusions et acquisitions dans les services financiers, ces dix dernières années, a accentué le processus de concentration. Sur le plan géographique, celle-ci existe depuis longtemps. D'après la dernière enquête triennale des banques centrales, Londres et New York drainent 47 % de l'activité mondiale sur les changes et 49 % sur les dérivés de gré à gré. Le fait nouveau, c'est le haut degré de concentration au niveau des établissements dans certains segments, notamment le gré à gré. Pour les changes, les trois quarts des transactions effectuées à Londres et New York l'ont été par 30 opérateurs seulement en 2001, alors qu'ils étaient 40 en 1995. De plus, trois banques détenaient 89 % de l'encours notionnel des dérivés sur devises comptabilisé par les banques américaines en 2001, contre 51 % en 1995 (graphique VI.16) ; les chiffres étaient respectivement de 86 %, à fin 2001, pour les dérivés de taux (56 % en 1995) et de 94 % pour les dérivés de crédit (79 % en 1988).

En raison du haut degré de concentration sur le gré à gré ...

Si la consolidation peut présenter de multiples avantages, elle engendre également des risques. Parmi les premiers, il faut souligner la possibilité d'une diversification accrue des portefeuilles, ce qui permet aux plus grandes banques d'être moins sensibles aux chocs spécifiques à une entreprise, un secteur d'activité ou une région. Cela peut expliquer notamment la résistance exceptionnelle du secteur bancaire américain aux nombreuses défaillances survenues en 2001. À l'inverse, dans la mesure où elle renforce la concentration, la consolidation peut aussi avoir des conséquences néfastes pour le fonctionnement des marchés financiers. Elle peut affecter la liquidité ; d'ailleurs, elle peut être tenue en partie responsable de l'augmentation de la

Dérivés : portefeuilles des banques des États-Unis

Montant cumulé, en % de l'encours notionnel total¹



prime de liquidité (graphique VI.10). Les fusions aboutissent fréquemment au retrait du capital-risque affecté aux activités de teneur de marché. En outre, les regroupements peuvent accroître les coûts de négociation, en limitant la possibilité de diversifier le risque de contrepartie. Ainsi, avec la diminution du nombre des acteurs, les opérateurs rencontrent des difficultés croissantes pour équilibrer les ordres de leur clientèle auprès d'autres courtiers, ce qui nuit à la liquidité qu'ils peuvent lui offrir.

... un problème affectant un courtier peut avoir des répercussions plus générales

Un autre sujet de préoccupation découlant de la concentration est la vulnérabilité des marchés aux risques apparaissant chez un courtier. En effet, un incident touchant un opérateur peut alors avoir des répercussions sur l'ensemble du marché. L'effondrement de Drexel Burnham Lambert en 1990, qui avait entraîné une contraction du marché des obligations américaines à haut rendement où ce courtier occupait une position dominante, en fournit une bonne illustration. Ce facteur de risque est renforcé par le fait que la notation des plus grands teneurs de marché ne s'est pas améliorée au fil des ans. En 1994, le principal intervenant, au niveau mondial, sur contrats d'échange de taux était classé triple A. Début 2002, il avait été rabaissé à la catégorie inférieure du double A (soit un déclassement de trois crans) tout en conservant sa prééminence. Paradoxalement, les filiales triple A créées par les entreprises d'investissement au début des années 90 ne sont pas parvenues à s'adjuger une part substantielle du marché des dérivés.

Plusieurs modes d'adaptation ont permis d'atténuer les risques résultant de la concentration. Sur les marchés les plus développés, les emprunteurs ont à leur disposition une large gamme d'instruments, allant du capital-risque au papier commercial adossé à des actifs, et peuvent trouver accès à un segment même si un autre est fermé. Dans les compartiments qui étaient depuis longtemps l'apanage des banques ou des courtiers, des intervenants tels que compagnies d'assurances et organismes de placement collectif jouent maintenant un rôle actif. Sur le gré à gré, le risque de contrepartie est de plus

en plus contrôlé grâce aux sûretés et au règlement journalier. Il convient également de noter que, pour les dérivés, les marchés organisés se sont développés plus vite que le gré à gré en 2001, ce qui représente une inversion appréciable de la tendance observée pendant la majeure partie de la décennie précédente.

Problème de qualité de l'information

Une autre source de vulnérabilité réside dans la perte de confiance des investisseurs dans la qualité des données sur les entreprises. Une information fiable sur les conditions et les perspectives des sociétés est la sève des marchés. En l'intégrant dans les prix des actifs, les marchés émettent des signaux qui guident l'allocation des ressources à l'échelle de l'économie mondiale. Si les sociétés elles-mêmes fournissent les données de base, les marchés modernes s'en remettent maintenant à un système de contrôles et contrepoids – faisant notamment intervenir auditeurs indépendants et analystes financiers – censé garantir et améliorer la qualité de l'information. L'affaire Enron n'est que la manifestation la plus spectaculaire d'une tendance actuelle qui a mené à un affaiblissement progressif des mécanismes produisant les informations requises.

Une information fiable est la sève des marchés

Même dans des conditions favorables, la présentation d'une information de qualité comporte une difficulté fondamentale. La production des données génère un coût, mais il est difficile de l'imputer aux investisseurs, puisqu'il n'est pas possible de réserver uniquement à ceux qui paieraient la possibilité d'en tirer profit. Les systèmes financiers modernes ont donc élaboré des solutions qui répartissent indirectement ces coûts. Ainsi, les commissaires-vérificateurs, qui certifient la sincérité et la régularité des comptes, sont rétribués par la société contrôlée. Les analystes financiers, qui interprètent les éléments relatifs aux bénéficiaires, sont, pour leur part, rémunérés pour ce travail par une entreprise d'investissement qui, parallèlement, entretient souvent des relations d'affaires avec la société concernée. S'il est difficile d'éviter des conflits d'intérêts dans de telles circonstances, ces dispositions semblent avoir néanmoins fonctionné de manière satisfaisante par le passé. Auditeurs et analystes attachaient manifestement assez d'importance à leur réputation pour œuvrer ensemble à la qualité de l'information.

Les coûts de l'information peuvent difficilement être répercutés sur les investisseurs

Le boum lié aux nouvelles technologies, à la fin des années 90, a affaibli les incitations à produire une information fiable. Les sociétés de ce secteur récemment inscrites à la cote suivaient un modèle reposant sur des dépenses massives en recherche et développement ; leurs opérations générant peu de bénéfices courants, elles devaient s'appuyer largement sur l'émission d'actions pour se procurer des liquidités, rétribuer la direction et le personnel et assurer leur croissance externe. Pour certaines, un cours de Bourse élevé était tellement indispensable à leur survie que le souci de contrôler l'information à cette fin a souvent pris le pas sur celui de ne pas mettre en jeu la réputation future. Pour de nombreuses autres, les options de souscription d'actions comme forme de rémunération ont rendu tout aussi cruciale la valeur en Bourse et incité leurs dirigeants à privilégier indûment une politique à court terme de soutien du cours.

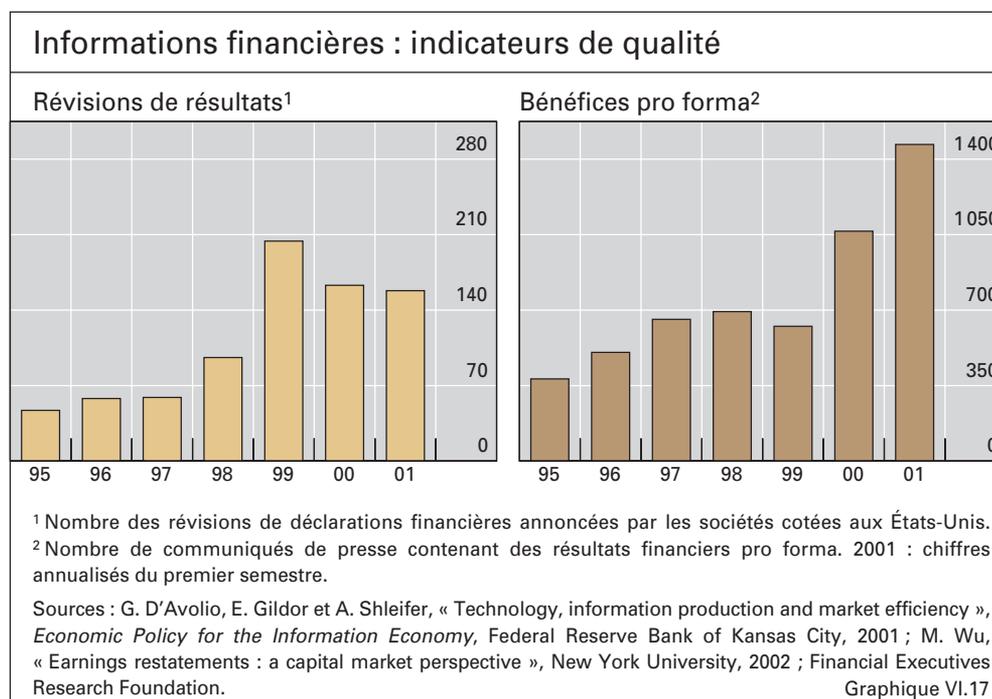
L'exigence absolue d'un cours de Bourse élevé ...

... a incité les sociétés à des habillages de bilans ...

Les sociétés ont, de la sorte, été incitées à présenter des états financiers gonflant leurs anticipations de progression des bénéfices. Aux États-Unis, en particulier, elles pouvaient tirer parti de conventions comptables leur permettant d'inscrire les ventes contractées, mais non réalisées, dans leurs recettes courantes, d'exclure de leurs dépenses (sauf à des fins fiscales) les options de souscription d'actions émises au titre de la rémunération ou d'utiliser des hypothèses optimistes pour leur régime de retraite. À partir du moment où elles étaient nombreuses à pousser les règles comptables à leurs limites, elles ont été de plus en plus tentées de les transgresser et, partant, de publier ensuite des révisions de résultats (graphique VI.17), infligeant ainsi de lourdes pertes aux investisseurs. Lorsque ces pratiques extrêmes ne sont plus parvenues à produire l'effet souhaité, les sociétés ont davantage recouru à des rapports pro forma, diffusant des états financiers complémentaires qui éliminaient toute mauvaise nouvelle et présentaient les résultats sous un jour aussi favorable que possible. Si le nombre des révisions de résultats a atteint un pic en 1999, le recours à des rapports pro forma a continué de s'étendre jusqu'en 2001.

... les comptables et analystes financiers trouvant intérêt à coopérer

De plus en plus, auditeurs et analystes ont constaté que leurs intérêts convergeaient avec ceux des sociétés pratiquant l'habillage de bilans. Les premiers avaient intérêt à coopérer, afin de se voir confier diverses missions plus lucratives que leur mandat d'audit. Certains éléments permettent de penser que plus une société rétribuait un cabinet d'audit pour d'autres services, plus elle avait tendance à pratiquer une comptabilité extrême. Pour les analystes financiers, les incitations prenaient la forme d'un système de rémunération lié au succès des mandats de placement qu'ils cautionnaient. Au sein des grandes entreprises d'investissement, ils avaient tendance à s'intéresser exclusivement aux actions de clients potentiels pour le placement de titres, dont ils recommandaient systématiquement l'achat. Pendant le



boum, ils semblent avoir renforcé leur crédibilité auprès des investisseurs par leur capacité troublante à prévoir les bénéfices déclarés, sans éveiller le moindre soupçon sur la possibilité que cette prescience apparente soit due à un habillage des bénéfices de la part des sociétés elles-mêmes.

C'est notamment à cause des répercussions de l'affaire Enron que des efforts ont été faits pour rétablir la qualité de l'information publiée. Certains portent sur le système de contrôles et contrepoids et d'autres correspondent à de nouvelles initiatives de la part des autorités de réglementation. Le cabinet comptable impliqué dans l'affaire Enron a perdu ses gros clients ; il est sous le coup d'une inculpation pénale devant la justice américaine. Sur un plan plus général, les sociétés sont devenues de plus en plus réticentes à confier des missions de conseil à leurs commissaires-vérificateurs, et quelques-uns des plus importants cabinets ont annoncé qu'ils n'offriraient plus simultanément leurs services de consultants et d'auditeurs à leurs clients. Plusieurs pays envisagent d'imposer un changement périodique des auditeurs externes et de cloisonner les deux types de missions. Pour les analystes financiers, ceux qui sont employés par les grandes entreprises d'investissement ont vu leur réputation ternie et les investisseurs institutionnels consacrent davantage de ressources à l'analyse en interne. Par ailleurs, le procureur de l'État de New York a contraint une entreprise d'investissement de tout premier plan à ne plus lier la rémunération de ses analystes aux mandats de placement, tandis que d'autres l'ont fait de leur propre chef.

Ces efforts seront-ils suffisants pour rassurer pleinement les investisseurs ou pour résister aux distorsions que le prochain boum ne manquera pas de faire apparaître ? Pour la plupart, ils sont destinés à atténuer les conflits d'intérêts au sein des actuels mécanismes de répartition des coûts de l'information. Il semble toutefois que les investisseurs ont été si troublés par les récentes révélations qu'ils soient devenus plus exigeants sur le plan de la qualité des données qu'ils attendent. Cette attitude crée un contexte favorable pour élaborer, puis mettre en œuvre, d'autres approches qui permettront d'accroître les incitations à produire une information fiable.

Volonté de rétablir
la qualité de
l'information ...

... mais exigences
de fiabilité plus
grandes