

## VI. Marchés financiers

### Faits marquants

Sur les principaux marchés financiers, les conditions sont restées, le plus souvent, calmes et accommodantes en 2005 et début 2006, grâce à la vigueur surprenante de l'économie mondiale et à la persistance d'abondantes liquidités. Le resserrement de la politique monétaire dans les pays industrialisés avancés n'a fait monter que graduellement les rendements des obligations à long terme. Durant la majeure partie de la période examinée, les relèvements de taux d'intérêt n'ont guère eu d'incidence sur les prix des autres actifs, même si, à la mi-mai 2006, une réévaluation des risques s'est traduite par une augmentation de la volatilité ainsi que par un repli marqué des marchés des actions et des titres de dette des économies émergentes.

Les actions et les primes de risque ont bénéficié des fortes révisions à la hausse des perspectives de croissance en 2005 et début 2006, principalement au Japon et en Europe. Le dynamisme de l'activité économique, dans le contexte d'un aplatissement des courbes des rendements, a conduit de nombreux intervenants à conclure que l'observation de leur courbe avait peut-être perdu de sa pertinence comme indicateur et que des facteurs autres que l'évolution de la croissance à long terme pouvaient peser sur les taux longs.

Les marchés des actions ont aussi été stimulés par les évolutions concernant le capital des entreprises : distributions de dividendes, rachats d'actions et fusions-acquisitions se sont orientés à la hausse. La remontée des taux d'endettement, en 2005, n'a pas affecté la stabilité des primes de risque, que le goût prononcé des investisseurs pour le risque a contribué à maintenir à de faibles niveaux. Cela a été particulièrement vrai pour les économies émergentes, où il apparaît que le resserrement des primes, en 2005 et début 2006, ne se justifie pas entièrement par l'amélioration, pourtant notable, des fondamentaux.

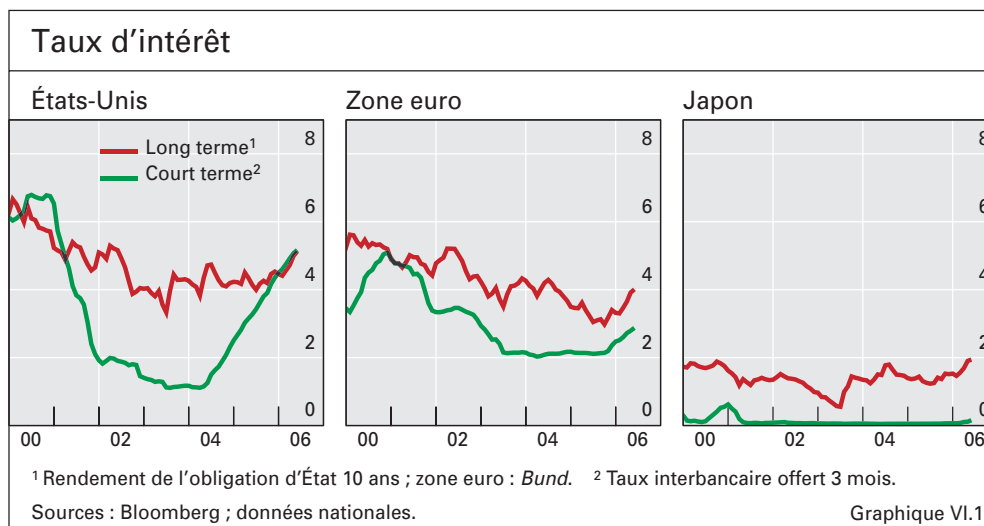
### Persistance de faibles rendements à long terme

Dans les économies développées, les rendements des obligations d'État sont restés remarquablement bas en 2005, malgré les relèvements successifs des taux directeurs aux États-Unis, les signes d'un resserrement monétaire imminent dans la zone euro et l'attente incertaine de la fin de l'assouplissement quantitatif au Japon (chapitre IV).

Dans les pays du G 3, les rendements longs ont fini par augmenter régulièrement à partir de la mi-janvier 2006 (graphique VI.1), lorsque se sont dissipées les craintes d'un ralentissement de la croissance et qu'ont été revues à la hausse les anticipations concernant le rythme et l'ampleur du resserrement monétaire à venir. De fait, au premier trimestre, les prévisions de

Les rendements obligataires à long terme sont restés bas...

...avant de remonter début 2006

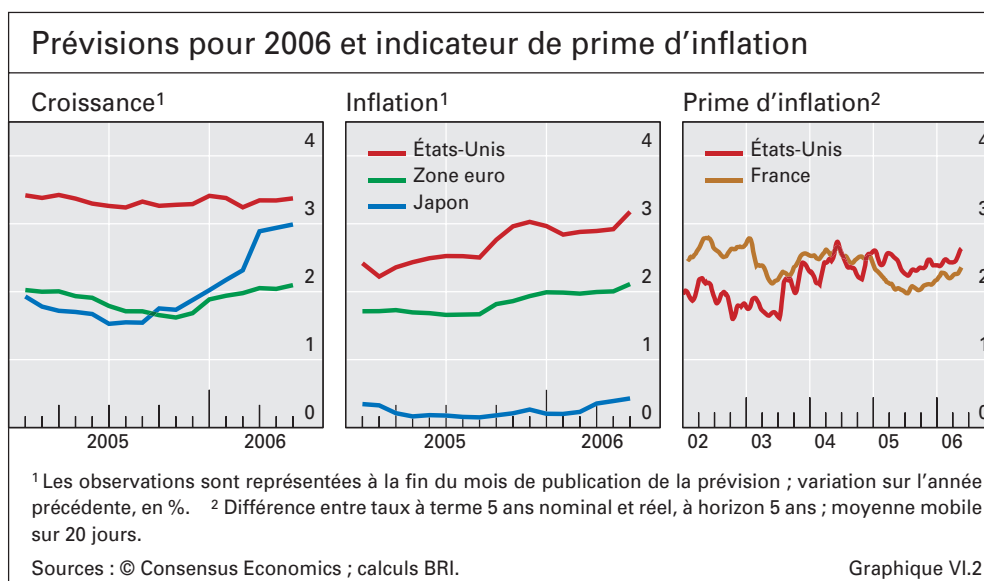


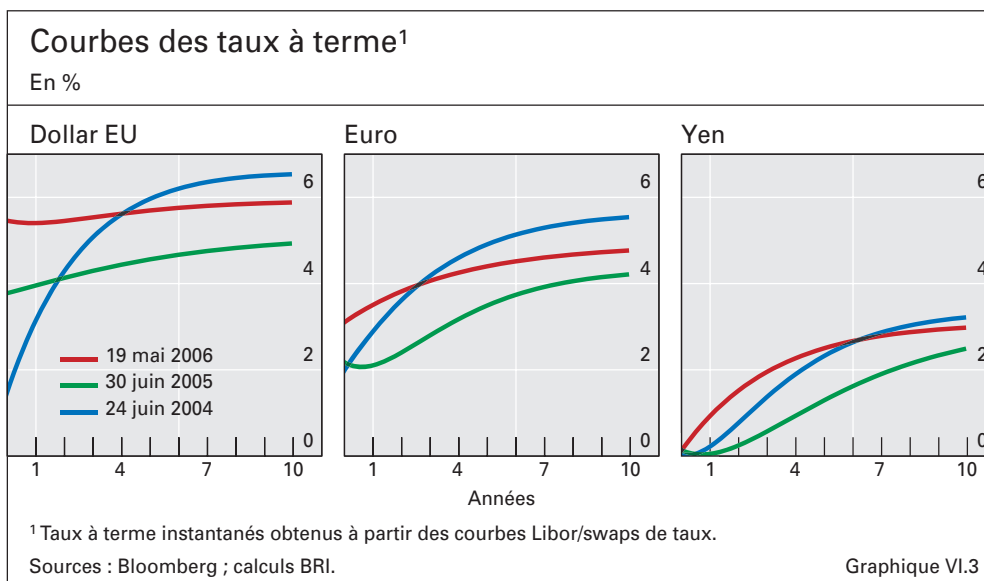
croissance pour 2006 se sont améliorées pour la zone euro et, de manière très nette, pour le Japon (graphique VI.2). Les déclarations des banques centrales laissant de plus en plus prévoir un resserrement monétaire ont accéléré le repli de l'obligataire. Du 18 janvier au 19 mai, les rendements d'État de référence à 10 ans ont augmenté de quelque 80 points de base (pb) aux États-Unis et en Allemagne et d'environ 50 pb au Japon.

#### *Aplatissement des courbes des rendements aux États-Unis et dans la zone euro*

L'aplatissement des courbes n'est pas interprété comme l'annonce d'un ralentissement

Aux États-Unis, le relèvement des taux directeurs et la faiblesse des rendements longs ont entraîné un aplatissement marqué de la courbe durant la majeure partie de la période examinée. Par le passé, une inversion de cette courbe constituait un indicateur relativement fiable de l'imminence d'une récession ou d'un ralentissement prononcé (chapitre IV). Cette fois, cependant, la plupart des intervenants l'ont interprétée plutôt comme la conséquence négative de facteurs autonomes affectant les rendements longs (infra). L'écart





de rémunération entre les valeurs du Trésor 2 ans et 10 ans, qui était d'environ 30 pb fin juin 2005, avait pratiquement disparu début janvier 2006.

Les facteurs affectant les perspectives de croissance qui ont pesé sur les rendements n'ont eu qu'une incidence transitoire comme, par exemple, le cyclone Katrina, fin août. Le taux à 2 ans a alors diminué de près de 40 pb en trois jours, et le 10 ans, d'environ la moitié, les intervenants révisant à la baisse leurs anticipations de relèvement des taux par la Réserve fédérale. L'impact du cyclone sur la croissance et, par conséquent, sur l'orientation monétaire a cependant été bien moindre que prévu, de sorte qu'en un mois les taux courts et longs avaient retrouvé leur niveau antérieur.

L'aplatissement des courbes, loin d'être universel, a également concerné d'autres marchés, notamment la zone euro en 2005, où la persistance de faibles taux directs a, toutefois, permis d'éviter une inversion (graphique VI.3). Au Japon, en revanche, la courbure de la structure par échéance s'est accentuée, en raison du maintien du taux officiel non loin de zéro et de l'augmentation des taux à moyen terme liée à des signes croissants d'atténuation des pressions déflationnistes et à l'anticipation d'un resserrement probable d'ici quelques années.

#### *Anticipations d'inflation modérées*

La persistance de faibles rendements longs s'explique en partie par les anticipations d'inflation à long terme, restées modérées malgré le rythme généralement soutenu de la croissance économique et la poursuite du renchérissement de l'énergie. Il est certain qu'après le passage du cyclone Katrina et les fortes augmentations des prix des produits pétroliers raffinés, à l'automne 2005, les prévisions d'inflation à court terme ont été sensiblement revues à la hausse, en particulier aux États-Unis (graphique VI.2). Toutefois, la prime d'inflation (mesurée à partir des rendements obligataires à terme nominaux et réels) est demeurée peu élevée pour les échéances longues, ce qui s'explique en partie par la crédibilité de la politique monétaire (chapitre IV).

L'impact du cyclone Katrina a été transitoire

Anticipations d'inflation modérées malgré le renchérissement de l'énergie

Début 2006, les taux réels ont augmenté davantage que la prime d'inflation

Même lorsque les taux nominaux se sont nettement tendus début 2006, l'évolution des anticipations d'inflation n'a pas constitué le facteur dominant. Ainsi, aux États-Unis, la hausse du taux nominal 10 ans, entre mi-janvier et mi-mai, par rapport aux valeurs du Trésor indexées sur l'inflation s'explique, pour près des deux tiers, par l'augmentation des taux réels plutôt que par celle de la prime d'inflation. Pour la zone euro, cette proportion passe à près de neuf dixièmes.

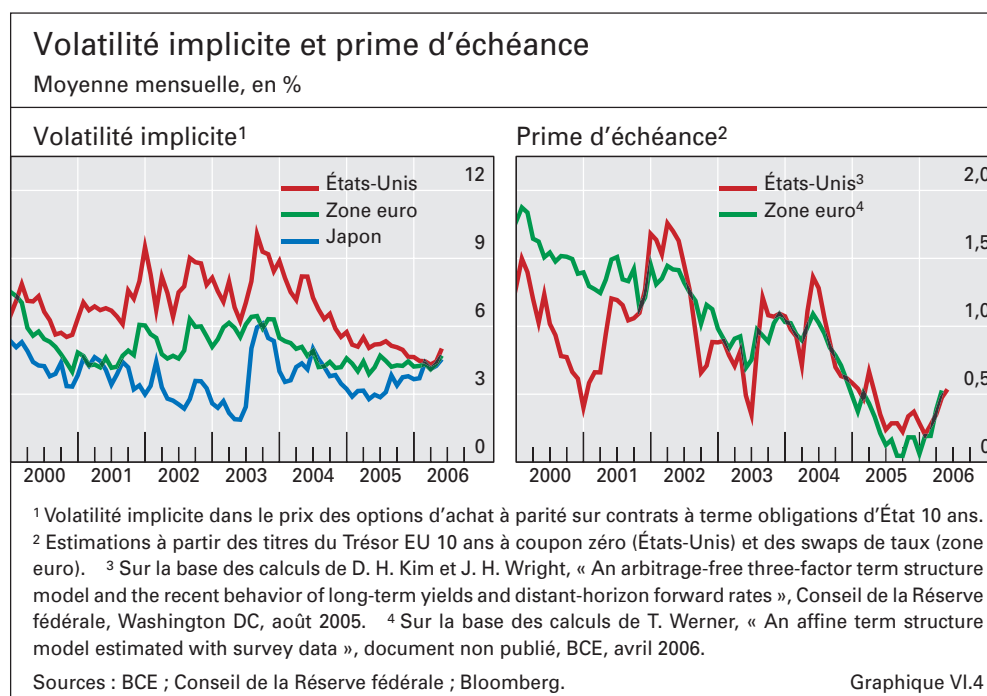
L'incidence assez limitée de l'évolution des anticipations d'inflation sur les rendements longs est également corroborée par diverses observations sur données de haute fréquence, qui montrent que des résultats inattendus des indices des prix ont généralement moins d'impact que d'autres « surprises ». Ainsi, la plus forte hausse journalière du rendement du Trésor EU 10 ans (14 pb) a suivi la publication, le 1<sup>er</sup> juillet 2005, d'une enquête ISM (Institute for Supply Management) étonnamment optimiste sur le secteur manufacturier, et d'indicateurs reflétant une amélioration de la confiance des consommateurs ; inversement, les plus fortes baisses journalières ont parfois été associées à des chiffres de croissance décevants.

#### Faiblesse de la volatilité et de la prime d'échéance

L'aplatissement des courbes pourrait traduire la diminution de la prime d'échéance...

La faiblesse des rendements longs et l'aplatissement des courbes pourraient aussi s'expliquer par la diminution de la rémunération du risque sur les instruments à long terme. La courbe des rendements intègre, pour chaque échéance, une composante du risque – la prime d'échéance – qui fait s'écarter les taux à terme du taux court anticipé. Une baisse de cette prime pourrait traduire la perception d'un risque moindre associé à l'évolution à long terme des taux courts ou un plus grand goût des investisseurs pour ce risque, ou les deux à la fois.

Certains signes montreraient d'ailleurs l'influence d'une baisse de la prime d'échéance, ces dernières années. Il s'agit notamment du repli



généralisé de la volatilité implicite depuis mi-2003 et, début 2006, de son niveau très bas aux États-Unis et dans la zone euro ; la volatilité effective a suivi la même tendance sur la période (graphique VI.4). Le Japon a fait exception, avec, depuis 2005, une légère hausse des volatilités effective et implicite – qui, même dans ce pays, restent pourtant très en deçà des niveaux observés durant le net repli de l’obligataire en 2003. Cette hausse de la volatilité correspondait à des anticipations de croissance économique plus soutenue et, donc, de fin de l’assouplissement quantitatif.

Les modèles récents de la structure des taux d’intérêt permettent de dissocier les deux composantes des rendements obligataires : celle due à la prime d’échéance et celle résultant des anticipations sur l’évolution future des taux courts. Des estimations actualisées, publiées récemment dans une étude de la Réserve fédérale, montrent que la prime d’échéance sur l’obligation 10 ans libellée en dollars EU a cédé environ 100 pb entre mi-2004, lorsque s’est amorcé le resserrement, et fin 2005 (graphique VI.4). La correction qui a suivi, début 2006, n’a eu qu’une ampleur modérée. Une étude comparable de la BCE fait apparaître un repli analogue pour le taux 10 ans en euros. Les deux analyses constatent que la prime affiche une baisse plus prononcée pour le long terme, ce qui concorde avec l’aplatissement de la courbe sur la période. S’il est vrai que de telles estimations ont leurs limites – notamment une précision très incertaine et une forte sensibilité à la taille de l’échantillon et à la période observée –, cette baisse de la prime, ces dernières années, est néanmoins constatée dans la plupart des autres travaux.

Cette tendance pourrait s’expliquer par la perception d’une stabilité retrouvée des fondamentaux macroéconomiques, telles les anticipations d’inflation et de croissance, et donc par une diminution des risques perçus sur les titres de longue durée, ce que semblerait confirmer l’atténuation de la volatilité effective (supra). De même, le renforcement de la transparence et de la crédibilité de la politique monétaire, dans la mesure surtout où il résulte d’une modification des procédures opérationnelles, pourrait avoir joué un rôle important.

On peut y voir également l’influence de changements structurels de la demande, sous la forme notamment d’achats d’obligations de longue durée par des fonds de pension et entreprises d’assurances ou l’accumulation de réserves par les banques centrales de l’Est asiatique et de plusieurs pays exportateurs de pétrole. L’importance de tels facteurs est déterminante pour la conduite de la politique monétaire (chapitre IV).

#### *Demande des institutionnels : fonds de pension et entreprises d’assurances*

Les progrès de la gestion des risques ainsi que la modification des conventions comptables et du cadre réglementaire dans de nombreux pays ont encouragé les fonds de pension et entreprises d’assurances, ces dernières années, à réduire l’asymétrie de durée entre leurs actifs et passifs (chapitre VII).

Bien que la part d’obligations détenues par les fonds de pension et entreprises d’assurances dans l’encours total de ces titres soit restée remarquablement stable (graphique VI.5, cadre de gauche), la diminution de l’écart de rendement entre obligations 30 ans et 10 ans dans beaucoup

...ou, soit une amélioration des fondamentaux, soit des facteurs structurels

La gestion actif-passif...

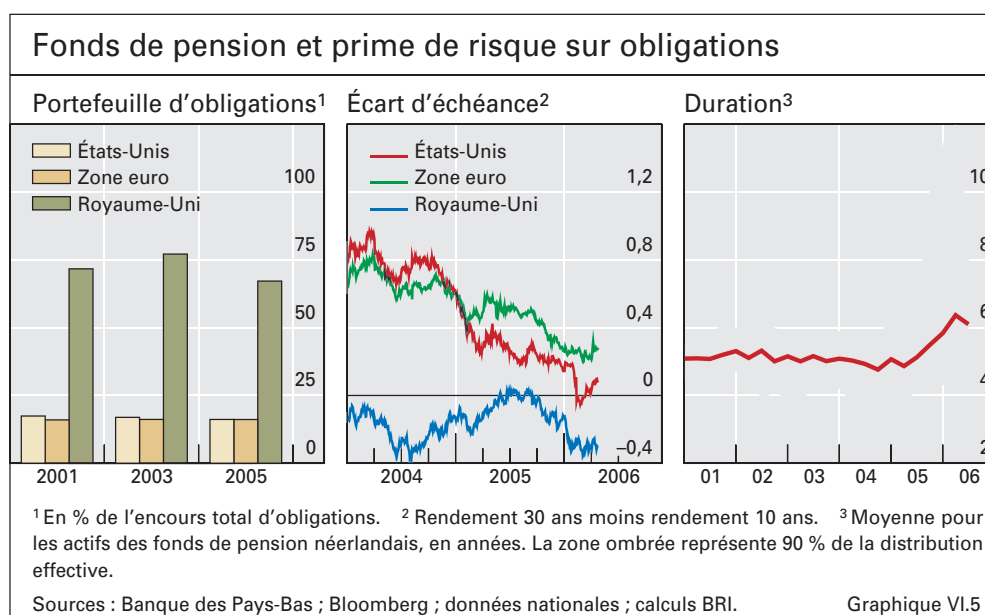
...a pesé sur les rendements longs au Royaume-Uni...

...mais a eu moins d'incidence visible ailleurs

d'économies avancées semble indiquer une réorientation vers les actifs de longue durée (graphique VI.5, cadre du milieu). Cette évolution a été particulièrement marquée au Royaume-Uni, où la prime d'échéance est négative depuis quelque temps. Elle confirme que la réglementation imposant une couverture minimale des passifs et la norme comptable FRS 17 ont conduit les fonds de pension britanniques à acquérir massivement des obligations à très long terme, en liaison avec le recul des rendements, accentuant ainsi le mouvement de baisse.

Il est difficile, malgré tout, de voir dans quelle mesure l'exemple du Royaume-Uni peut être étendu à d'autres pays, étant donné les différences qui existent au niveau des cadres réglementaires et comptables ainsi que de la position de capitalisation des fonds de pension. Aux Pays-Bas, par exemple, ces derniers ont allongé de 5 ans à 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub> ans la durée de leurs actifs, après l'adoption d'une nouvelle réglementation à l'automne 2004 (graphique VI.5, cadre de droite). On constate toutefois des disparités substantielles entre les fonds : certains ont presque doublé la durée de leurs actifs, alors que d'autres ne l'ont quasiment pas modifiée. En fait, comme la couverture de leurs passifs est généralement bien supérieure au minimum réglementaire, les fonds disposent d'une grande latitude pour gérer leur risque de taux d'intérêt.

Durant la période considérée, il est également apparu que la tendance à privilégier l'approche de marché avait perdu un peu de son élan. Aux Pays-Bas, le report à 2007 de la pleine application de la réforme des retraites peut avoir contribué à la légère diminution (6 mois) de la durée moyenne des actifs détenus par les fonds de pension. Aux États-Unis, le Congrès a adopté, fin 2005, une réforme de la réglementation sur la couverture minimale beaucoup moins stricte que la proposition initiale, ce qui peut avoir contribué à amplifier l'écart de rémunération entre les valeurs du Trésor 30 ans et 10 ans, début 2006 : les opérateurs, qui avaient anticipé des achats d'obligations de très longue durée par les fonds de pension, ont dénoué leurs positions. D'ailleurs, les fonds de pension n'ont pas été incités à acquérir de tels titres, car, pour



nombre d'entre eux, les hausses des cours des actions et des rendements obligataires ont amélioré leur position de capitalisation, au moins pour quelque temps.

*Demande étrangère : réserves asiatiques et pétrodollars*

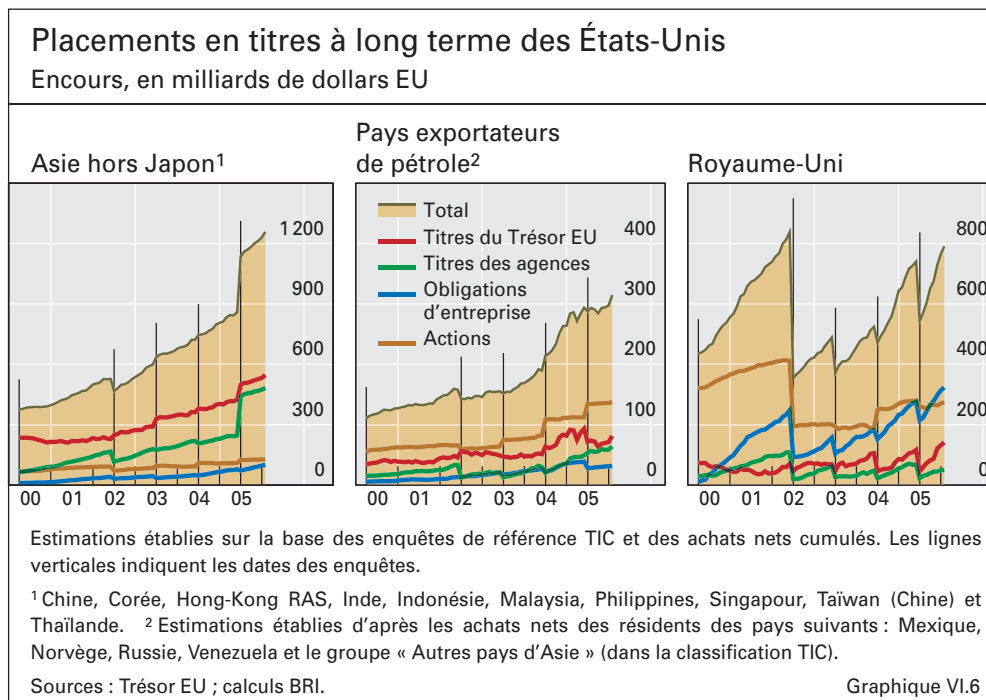
La vigueur de la demande étrangère de titres de dette américains est aussi fréquemment invoquée pour expliquer la baisse de la prime d'échéance aux États-Unis. Les secteurs publics et les banques centrales – d'Asie en particulier – ont continué d'investir aux États-Unis en valeurs du Trésor EU et en obligations quasi souveraines, suite essentiellement à des interventions sur les changes. De fait, l'expérience a montré que les marchés financiers réagissent aux informations pouvant indiquer un changement dans les préférences officielles pour les titres de dette en dollars EU. C'est ainsi que le rendement 10 ans a augmenté de près de 10 pb en quelques heures, le 21 juillet 2005, après l'annonce de la réévaluation du renminbi, les spéculateurs ayant alors anticipé une baisse sensible de la demande.

La demande de titres de dette américains est alimentée par les excédents asiatiques...

Même si l'accumulation de réserves s'est nettement ralentie au Japon en 2005, la Chine et d'autres grandes économies émergentes d'Asie-Pacifique ont continué d'enregistrer une forte progression de leurs réserves en 2006 (chapitre V), investie pour une large part en titres de dette américains. Le graphique VI.6 (cadre de gauche) montre que, selon des données provisoires basées sur l'enquête TIC, les avoirs en titres américains à long terme des résidents (secteurs officiel et privé) des économies d'Asie (hors Japon) ont connu une vive expansion en 2005. Selon les estimations, entre fin 2004 et début 2006, leur montant cumulé serait passé d'à peine plus de \$800 milliards à \$1 250 milliards.

On a également invoqué le recyclage des recettes pétrolières pour expliquer la demande de titres de dette américains. Selon les estimations

...et par le recyclage des pétrodollars



obtenues à partir des données TIC, les pays de l'OPEP (plus Mexique, Norvège et Russie) auraient accumulé, en termes nets, \$676 milliards en 2005 et devraient collecter près de \$750 milliards en 2006. Une proportion relativement modeste a été directement placée en titres de dette américains. Ces pays auraient affecté environ 20 %, soit \$200 milliards, de leurs revenus pétroliers cumulés entre juin 2002 et juin 2005 (\$1 200 milliards) à la souscription de titres américains à court et à long terme. Si le volume de titres de longue durée a vivement progressé jusqu'en 2004, il ne s'est accru que de \$33 milliards en 2005, soit 8 % des recettes pétrolières de l'année.

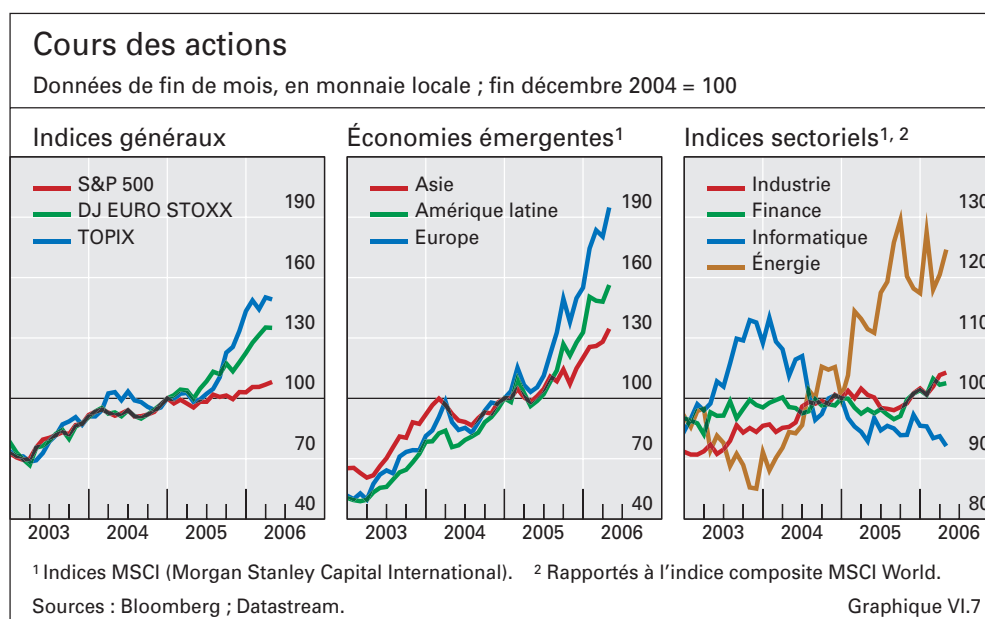
Ces estimations sont très probablement inférieures à la réalité. Les résidents d'Asie et les pays exportateurs de pétrole cités font souvent appel, en effet, à des intermédiaires à Londres ou sur d'autres places financières hors des États-Unis. Les enquêtes TIC s'appliquent à réaffecter ces achats indirects selon la résidence de l'acquéreur final, ce qui entraîne régulièrement une chute du volume estimé des titres à long terme détenus par les résidents du Royaume-Uni et, parfois, un bond des avoirs en titres de dette américains des investisseurs d'Asie (graphique VI.6). En outre, ces derniers pourraient détenir un portefeuille encore supérieur à ces estimations, dans la mesure où ils investissent dans des fonds spéculatifs ou d'autres structures de placement acquérant aussi des titres de dette américains.

Les placements sont acheminés via le Royaume-Uni

### Les marchés des actions indifférents aux relèvements des taux

L'essor des cours des actions, amorcé début 2003, s'est poursuivi durant la majeure partie de la période examinée. Après des résultats en demi-teinte en 2004, les marchés mondiaux ont crû à des taux à deux chiffres en 2005. Sur de nombreuses places, la hausse a continué début 2006, avant de retomber mi-mai. Les augmentations les plus fortes se sont produites dans les économies émergentes. En Europe orientale, la progression a atteint 55 % en termes de monnaie locale en 2005, puis 15 % sur les cinq premiers mois de 2006, malgré

Hausse des cours des actions...





un recul marqué mi-mai (graphique VI.7). Sur les grandes places également, les cours se sont envolés. La bourse japonaise a fait un bond de 44 % en 2005, avant de ralentir début 2006. Le marché des États-Unis a connu l'un des rythmes les plus lents : 4 % seulement entre début 2005 et mi-mai 2006.

#### *Des perspectives macroéconomiques favorables*

L'ascension des cours des actions a été soutenue par la vigueur surprenante de l'économie mondiale (chapitre II). Au Japon et dans la zone euro, l'amélioration des perspectives économiques a incité les investisseurs à réviser à la hausse leurs anticipations de bénéfices. Une impulsion supplémentaire a été donnée, au Japon, par les espoirs de réforme structurelle et le sentiment général que les banques avaient en grande partie résolu les problèmes de prêts non productifs. Dans les économies émergentes aussi, les prévisions de bénéfices ont été revues à la hausse et, dans bien des cas, la confiance des investisseurs s'est trouvée confortée par le haut niveau des cours des produits de base. De fait, les plus gros gains ont été réalisés dans les pays exportateurs de pétrole, comme la Russie, où les cours des actions ont plus que doublé sur les douze derniers mois.

...due à la vigueur de la croissance économique

Dans les économies émergentes, le dynamisme des cours des actions a coïncidé avec des entrées massives de capitaux étrangers (chapitre III). On ne peut cependant pas établir de lien clair entre le volume des investissements de portefeuille étrangers et les performances des marchés boursiers sur la période, ni par régions, ni par pays. La corrélation croisée entre flux d'investissements de portefeuille et rendement mensuel en monnaie locale a été proche de zéro, que les entrées soient mesurées en valeur absolue ou en proportion de la capitalisation boursière du pays d'accueil. La faiblesse de cette corrélation peut être due au fait que la forte demande d'actions des économies émergentes a été équilibrée par une offre aussi forte. Cette explication est confirmée par les annonces d'émissions internationales des entreprises d'Asie émergente, qui ont totalisé \$57 milliards en 2005, contre \$34 milliards l'année précédente.

Faible corrélation entre flux de capitaux et rendements

Les conditions macroéconomiques ont moins soutenu les cours des actions aux États-Unis, car la vigueur de la croissance avait été bien anticipée et se trouvait donc déjà intégrée dans les valorisations. Le resserrement monétaire a sans doute contribué aux moins bons résultats des actions américaines, bien que son incidence ait été atténuée par le fait qu'il était largement attendu et qu'il n'a élevé que graduellement les rendements à long terme. Les cyclones exceptionnellement violents qui ont frappé la côte sud des États-Unis ont provoqué des perturbations sur les marchés en septembre 2005, mais les cours sont repartis à la hausse lorsqu'il est clairement apparu que la croissance américaine n'en serait que momentanément affectée.

#### *Forte hausse du taux d'endettement et des fusions*

Les marchés des actions ont été stimulés, en outre, par les changements intervenus dans la structure du capital des entreprises. Alors qu'entre 2001 et 2004 elles s'étaient employées à consolider leurs bilans, les entreprises

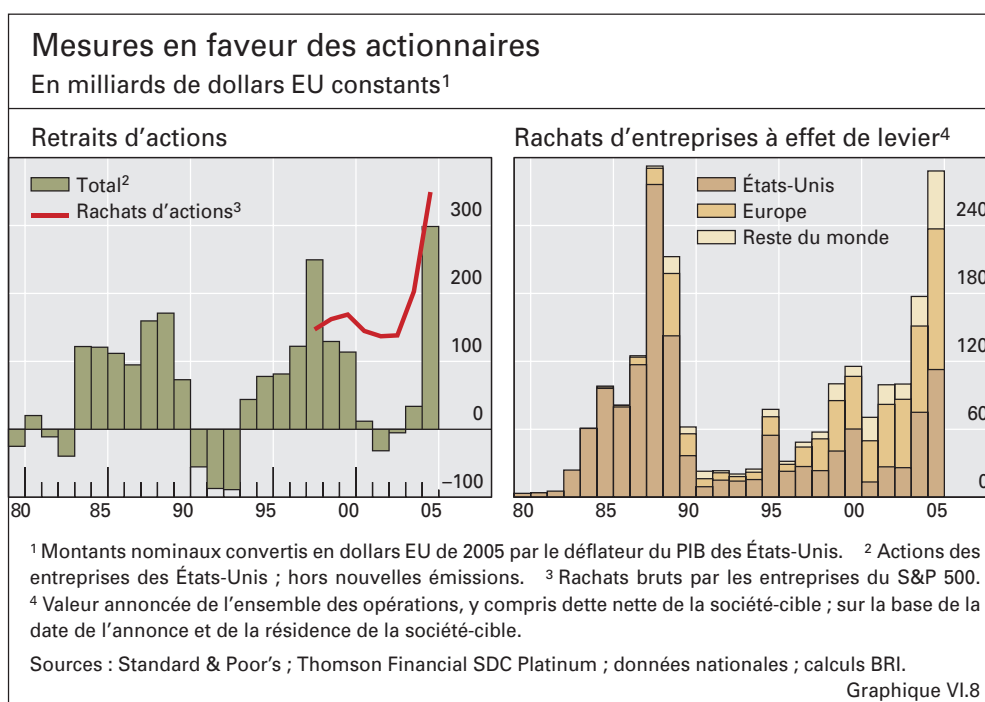
Augmentation des dividendes et des rachats d'actions...

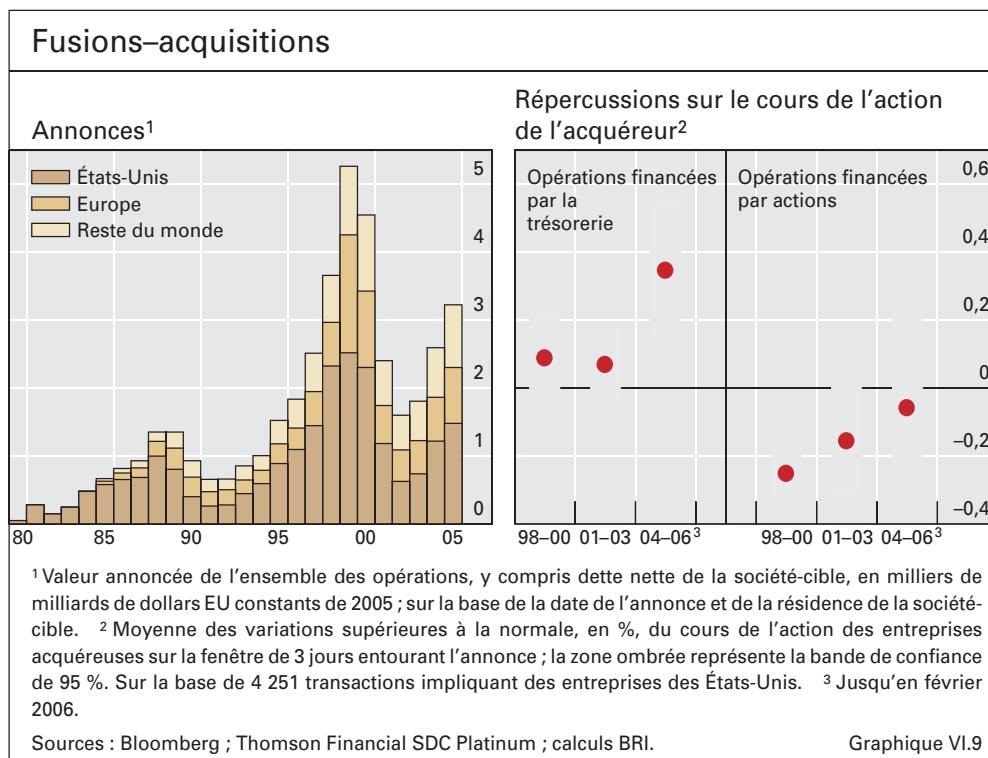
ont ensuite préféré redistribuer leurs bénéfices aux actionnaires sous forme de dividendes, de rachats d'actions et d'acquisitions. En 2004–05, les dividendes versés par les sociétés du S&P 500 ont enregistré leur plus vive progression depuis plus d'une décennie. Leurs rachats d'actions ont augmenté davantage encore, totalisant presque \$350 milliards en 2005 (graphique VI.8). Sous l'effet des rachats et acquisitions, le montant total des retraits de titres par les sociétés américaines a inscrit un record l'an passé, à \$300 milliards.

Les entreprises européennes et japonaises ont augmenté leurs dividendes encore plus rapidement, ce qui peut avoir contribué à renforcer la confiance des investisseurs, en faisant savoir qu'elles escomptaient une poursuite de la vive progression de leurs bénéfices. Elles ont aussi procédé à des rachats d'actions, mais pas à la même échelle qu'aux États-Unis.

...parallèlement à une hausse du taux d'endettement des entreprises

Outre leur effet d'annonce, les augmentations des dividendes et des rachats d'actions ont soutenu les cours des actions, l'accroissement du ratio endettement/fonds propres contribuant à stimuler les rendements. Avant 2004, les actions rachetées par les entreprises étaient essentiellement réattribuées aux salariés exerçant leurs options de souscription et n'avaient donc pas d'incidence sur la structure du capital. Or, de plus en plus, les entreprises recourent aux rachats d'actions pour réduire leurs fonds propres et distribuer leur excédent de trésorerie aux actionnaires. D'ailleurs, le versement de dividendes spéciaux est devenu un moyen couramment utilisé par les partenaires administrant les sociétés de capital-investissement pour se rémunérer. Par le passé, leur objectif était généralement de récupérer leur apport en procédant à une introduction en bourse. Mais, en bourse, la demande a été relativement faible en 2005 : pour la première séance de négociation, la plus-value avoisinait 10 %, contre plus de 20 % en moyenne depuis 1990. Afin de financer les grosses attributions de dividendes sur les





bénéfices non distribués de la société-cible, les partenaires se sont tournés vers l'obligataire (chapitre VII).

L'endettement des sociétés de capital-investissement a été également stimulé par la multiplication des rachats d'entreprise avec effet de levier, à leur plus haut depuis la vague de la fin des années 80 (graphique VI.8). Contrairement à ces années-là, les transactions ne se sont pas limitées cette fois aux États-Unis, plus de la moitié ayant eu comme cibles des sociétés non américaines, d'Europe surtout, mais aussi d'Asie. Elles ont notablement progressé en Allemagne et au Japon, où les obstacles aux prises de contrôle, sous forme de participations croisées par exemple, ont été graduellement levés. Au Japon, par exemple, quelque 50 % des actions cotées étaient détenues en 2004 par des sociétés apparentées, soit une réduction de moitié par rapport à 1992.

La multiplication des rachats avec effet de levier s'est inscrite dans une vague de fusions-acquisitions. En 2005, les annonces d'acquisitions ont totalisé \$3 200 milliards, soit une hausse de près de 30 % par rapport à 2004 et leur maximum depuis 2000 (graphique VI.9). Les rachats avec effet de levier ont représenté 9 % environ des opérations, ce qui est nettement plus qu'en 2000 mais reste bien inférieur au record de 22 % de 1988. L'accroissement des fusions-acquisitions a été universel. Les transactions ont eu pour cibles des sociétés aux États-Unis (un peu moins de la moitié) et en Europe (un quart). Les entreprises des économies émergentes se sont montrées plus dynamiques que jamais, ciblant aussi bien les pays industrialisés que le monde émergent.

Les investisseurs en actions ont réagi de façon plus positive à la dernière vague qu'aux précédentes. En 2005, les cours des actions de la cible et de l'acquéreur ont généralement augmenté après l'annonce de la prise de

Les rachats d'entreprise avec effet de levier au plus haut depuis les années 80

La vague de fusions-acquisitions a dynamisé les cours des actions...

contrôle ; la différence essentielle avec le passé vient du fait que les gains résultant d'une fusion profitaient alors essentiellement aux actionnaires de l'entreprise-cible.

Cette réaction plutôt positive tient notamment à la réduction du nombre d'opérations réalisées en totalité ou en partie au moyen d'actions. Aux États-Unis, seulement 30 % environ des récentes opérations ont été financées ainsi, contre quelque 70 % lors de la vague de 1998–2000 ; pour l'Europe et l'Asie, cette part a même été inférieure. Le graphique VI.9 (cadre de droite) représente la variation atypique moyenne du cours de l'action de la société acquéreuse le jour de l'annonce de l'opération, après neutralisation de la sensibilité du titre aux variations du marché. Les fusions financées à l'aide de liquidités donnent toujours de meilleurs résultats que celles qui le sont sous forme d'actions : l'impact sur le cours boursier est positif et plus fort, quelle que soit la période considérée, car le risque de payer trop cher les acquisitions semble moindre.

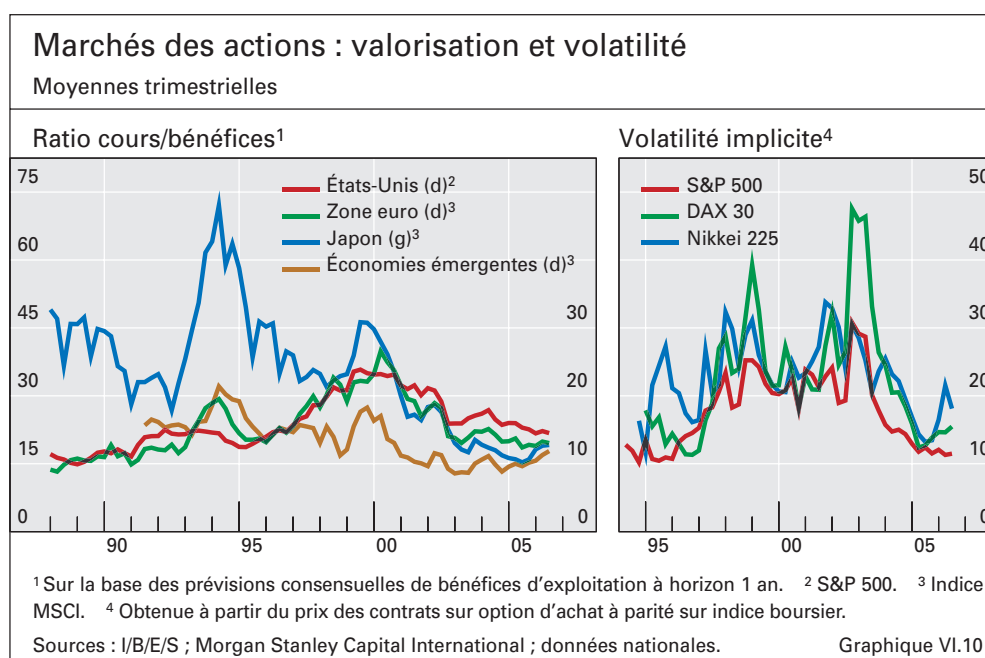
Il est à noter que, pour ces opérations, qu'elles aient été financées au moyen de liquidités ou d'actions, l'impact sur le cours boursier a été plus favorable en 2004–06 que les années précédentes : les investisseurs se sont montrés plus réceptifs. En 1998–2000, l'impact était quasiment nul sur les opérations financées par la trésorerie et nettement négatif pour les financements par actions, alors qu'en 2004–06 il a été très positif pour les premières et pratiquement nul pour les seconds.

#### Signaux contradictoires pour les valorisations

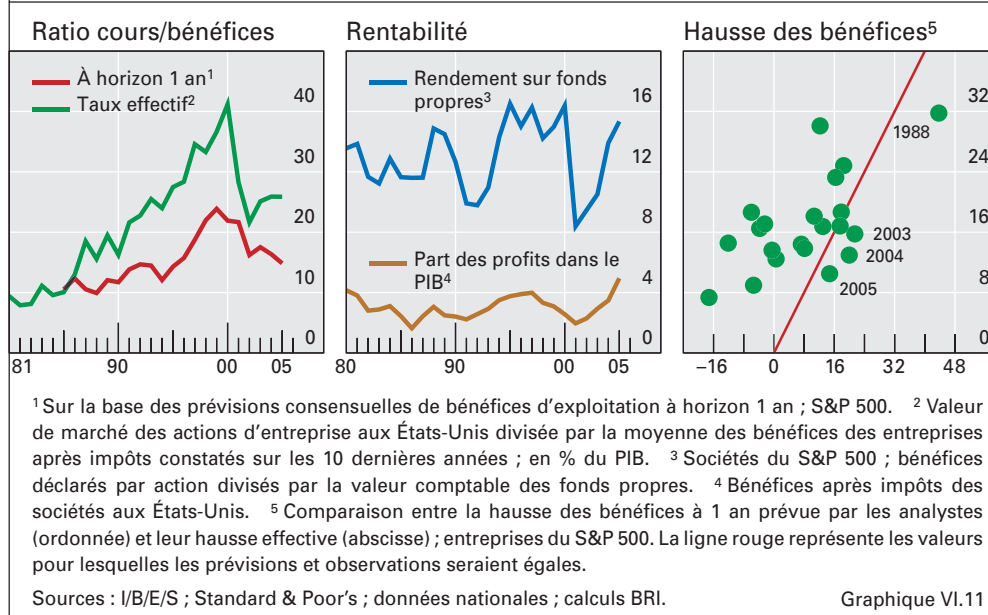
Si les investisseurs se sont montrés plus positifs à l'égard des acquisitions, c'est peut-être parce que certaines mesures, mais pas toutes, donnaient l'impression que les valorisations étaient faibles. Un peu partout dans le monde, les révisions à la hausse des bénéfices attendus ont été supérieures aux récentes progressions des cours des actions. En 2005, le ratio cours/bénéfices prévisionnels à court terme se situait à 15 pour les entreprises

...y compris celles des acquéreurs

Selon certaines mesures, les valorisations n'ont pas été exceptionnellement élevées



## États-Unis : valorisation et bénéfices



du S&P 500, soit un peu au-dessous de sa moyenne de 16 sur 1988–2004 (graphique VI.10). Pour la zone euro, il s'établissait à 13, contre une moyenne historique de 16, et, pour les économies émergentes, il était bien inférieur à ses niveaux antérieurs. Le risque de payer trop cher les acquisitions pourrait donc avoir été perçu comme moins élevé que par le passé.

Sur la plupart des marchés, les investisseurs ont semblé satisfaits des valorisations et des perspectives de rendement. La volatilité implicite reflétée par les prix des options sur indice boursier est restée très faible. Ainsi, pour le S&P 500, elle a fluctué le plus souvent autour de 12 % en 2005 et, au début de 2006, à un niveau proche de ses creux précédents de 1995 (graphique VI.10). Sur la période examinée, son augmentation la plus sensible s'est produite à la mi-mai 2006, lorsque les marchés du monde entier ont brusquement chuté.

On relève certes des exceptions. Au Japon, le ratio cours/bénéfices s'est nettement accru au second semestre 2005, passant de 15 à 19, en raison de la vive ascension des cours. En outre, la volatilité implicite des options sur l'indice Nikkei a plus que doublé entre juin (10 % environ) et décembre 2005 (25 %), ce qui donne à penser que les incertitudes sur l'évolution future des cours des actions ont augmenté de pair avec les valorisations. Au Moyen-Orient, grâce à leurs importants revenus pétroliers, les investisseurs locaux ont porté les valorisations à des sommets spectaculaires. Même quand les cours ont chuté de quelque 40 % sur les cinq premiers mois de 2006, le ratio cours/bénéfices dépassait encore 20 en Arabie Saoudite et à Dubaï.

Hormis ces exceptions, il est difficile de savoir si l'apparente confiance des investisseurs dans les perspectives de rendement a traduit un goût accru pour le risque ou une perception de risques durablement faibles, deux facteurs qui entrent dans la mesure de la volatilité implicite. Durant la majeure partie de l'année écoulée, les estimations du goût du risque sur les marchés des actions, obtenues en comparant la distribution des rendements anticipés

Persistence d'une faible volatilité implicite...

...en raison peut-être d'un goût accru pour le risque

implicites dans les prix des options avec celle des rendements historiques, étaient relativement élevées. Toutefois, si le penchant des investisseurs pour le risque sur actions était marqué, on peut se demander pourquoi les valorisations paraissent être restées relativement faibles.

En fait, il est possible que les valorisations aient été plus élevées, en réalité, que ne l'indiquaient les ratios fondés sur les prévisions de bénéfices à court terme. En 2005, les rendements sur fonds propres et les bénéfices en pourcentage du PIB avoisinaient leurs plus hauts historiques, du moins aux États-Unis (graphique VI.11). Si la rentabilité devait rejoindre une tendance de long terme, alors les cours des actions paraîtraient élevés. Sur la base d'une moyenne mobile des bénéfices (choisie sur dix ans pour lisser la variation cyclique), le ratio cours/bénéfices des actions américaines à fin 2005 était bien supérieur à sa moyenne de long terme : il s'inscrivait à 26 environ, contre 19 pour la période 1962–2005.

Certaines indications montrent que les analystes étaient plus sceptiques que par le passé au sujet de la durabilité de la hausse de la rentabilité à court terme. Le graphique VI.11 (cadre de droite) compare leurs prévisions d'accroissement des résultats d'exploitation à un an avec la progression effective des bénéfices des sociétés du S&P 500 sur les vingt dernières années. Les chiffres effectifs n'ont dépassé les prévisions que pour quatre années, dont trois correspondaient à la période 2003–05. En d'autres termes, leurs prévisions qui, traditionnellement, pêchaient par optimisme dénotent, depuis 2003, un pessimisme excessif. Si les investisseurs partageaient ce pessimisme, cela confirmerait les anticipations d'un retour de la rentabilité à sa tendance de long terme.

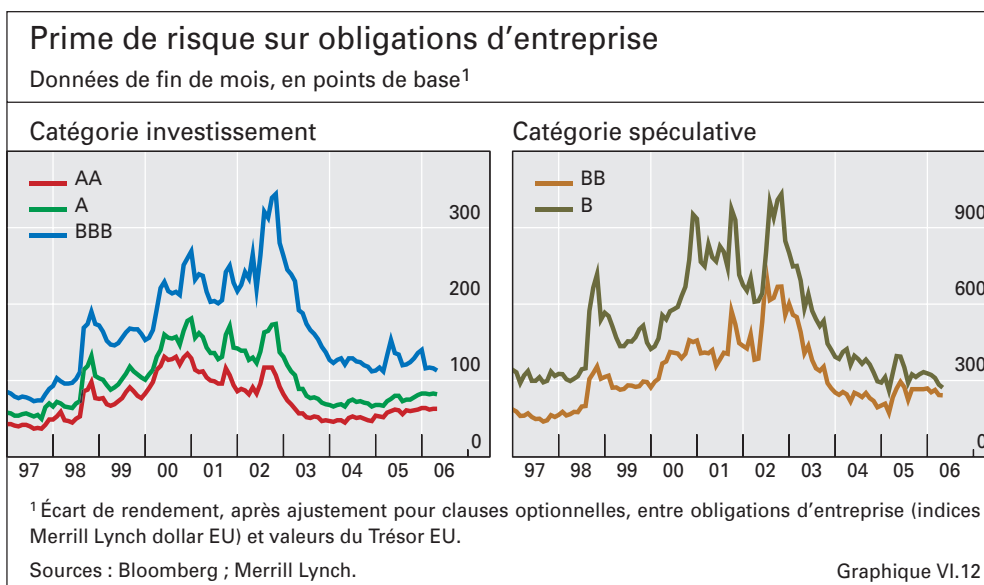
Pour l'avenir, un certain scepticisme semblerait justifié en ce qui concerne les bénéfices : les risques d'un tassement paraissent plus grands en 2006 que les années précédentes. Par exemple, la hausse des taux d'intérêt et les tensions sur les marchés du travail pourraient jouer un rôle de frein, surtout aux États-Unis et en Europe (chapitre II). Cela étant, au premier trimestre 2006, l'expansion des bénéfices a, une fois encore, dépassé les anticipations.

## Résilience des marchés de la dette

En 2005 et début 2006, malgré la multiplication des rachats avec effet de levier et d'autres initiatives en faveur des actionnaires, les primes des obligations d'entreprise et des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDE) sont restées proches de leurs planchers cycliques (graphique VI.12). L'essor prolongé des marchés de la dette s'est toutefois achevé au deuxième trimestre 2005 par un repli modéré dû à une série d'annonces négatives, dont le déclassement en catégorie spéculative de Ford et General Motors. Si les primes sur obligations d'entreprise n'ont ensuite jamais retrouvé leurs valeurs antérieures, elles ne se sont pas trop élargies non plus. Pour la catégorie investissement, elles sont montées, fin 2005–début 2006, à des niveaux comparables à ceux qu'elles avaient atteints pendant le repli. Pourtant, à 83 pb à mi-mai 2006, celles des obligations en dollars EU notées A ne se trouvaient qu'à 20 pb au-dessus de leur plancher cyclique. Dans la catégorie spéculative, elles étaient inférieures

Les analystes ont semblé pessimistes au sujet de la solidité des bénéfices

Légère hausse des primes pour les signatures de qualité



de plus de 100 pb à leur sommet de mai 2005 et ne dépassaient que de 40 pb leur creux de mars 2005.

Certaines entreprises ont dû faire face à une augmentation sensible des coûts de financement. Dans le secteur de l'automobile aux États-Unis, les constructeurs ont vu leurs difficultés s'aggraver en 2005, alors qu'ils s'efforçaient de contenir les coûts engendrés par les régimes de retraite et de santé et d'adapter leur stratégie commerciale à l'intensification de la concurrence. Après une brève amélioration mi-2005, les primes de Ford et General Motors se sont élargies en fin d'année, dépassant de beaucoup les sommets atteints lors du repli précédent. Il en a été de même pour des équipementiers américains comme Delphi et Dana, mis l'un et l'autre en faillite. En 2005, près de 5 % des entreprises cotées du secteur se sont trouvées en situation de défaut, plus que dans tout autre secteur.

Difficultés des constructeurs automobiles

Par ailleurs, les créanciers ont réévalué la dette des entreprises ciblées par des rachats avec effet de levier ou contraintes de relever leur taux d'endettement. Ainsi, mi-novembre 2005, les CDE sur Georgia-Pacific, gros exploitant forestier américain, ont fait un bond de quelque 250 pb à la suite du lancement de son offre de rachat de participations. Les investisseurs ont semblé particulièrement sensibles à l'éventualité d'émissions de signatures de catégorie investissement, par définition plus aptes que les emprunteurs de la catégorie spéculative à assurer le service d'un endettement supplémentaire.

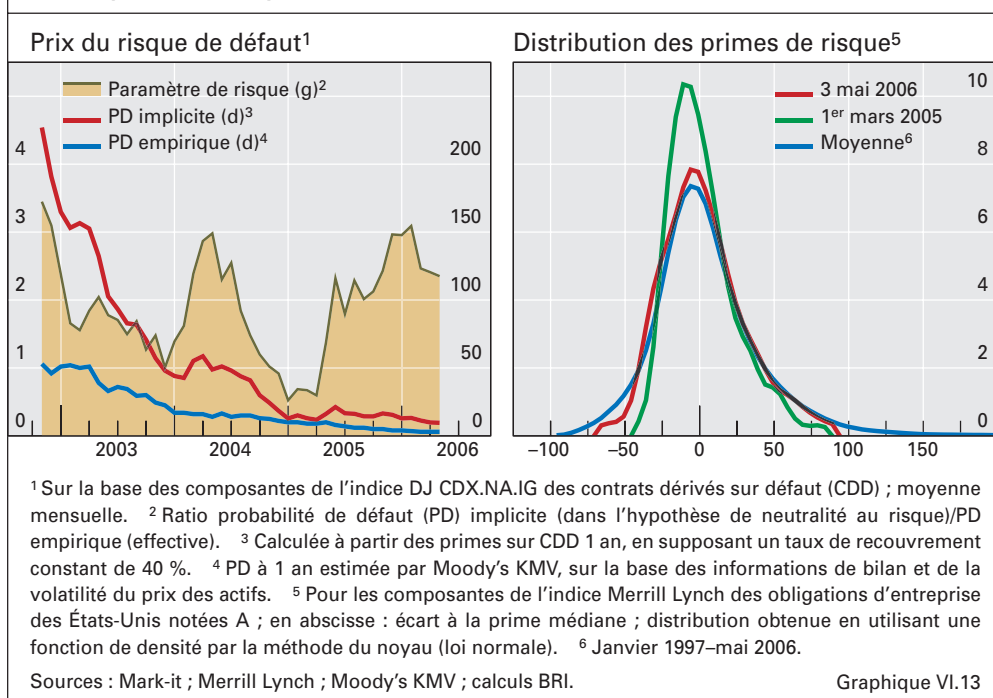
#### *Des goûts différenciés selon les risques*

C'est cette sensibilité accrue au risque circonstanciel qui explique la légère augmentation des primes des signatures de qualité. Les investisseurs ont paru préoccupés par les effets, sur les entreprises concernées, des augmentations de dividendes, rachats d'actions, fusions et rachats avec effet de levier. Pourtant, dans le même temps, ils semblent avoir été insensibles à l'incidence de ces opérations sur la solvabilité d'ensemble du secteur des entreprises.

Les investisseurs sont moins attirés par le risque circonstanciel...

Ils n'ont apparemment pas vraiment retrouvé leur goût pour le risque de crédit depuis les turbulences observées sur les marchés des obligations

## Goût pour le risque sur les marchés de la dette



d'entreprise et des CDE au deuxième trimestre 2005. Le graphique VI.13 (cadre de gauche) donne, pour un échantillon d'entreprises de qualité investissement, une mesure estimée de ce goût pour le risque de crédit sur les marchés de la dette, correspondant au ratio des probabilités de défaut calculées à partir des primes par rapport aux probabilités déduites d'informations tirées des bilans. Il ressort que la rémunération exigée par les investisseurs s'est sensiblement accrue en avril et mai 2005, à partir d'un niveau exceptionnellement bas, il est vrai, et qu'elle est demeurée relativement élevée par la suite.

Des mesures de la sélectivité des investisseurs sur les marchés des obligations d'entreprise signalent une inversion de tendance analogue. Le cadre de droite du graphique VI.13 illustre la distribution des primes des entreprises notées A. En mars 2005, avant le repli, celle-ci était très restreinte, mais elle s'est accentuée depuis, pour avoisiner sa moyenne de long terme en avril 2006.

Les indicateurs représentés dans le graphique VI.13 combinent deux composantes de la prime de risque : risque systématique et risque circonstanciel. Le premier dépend essentiellement de l'évolution des conditions macroéconomiques. Le second, associé à la défaillance soudaine de l'émetteur, reflète l'aversion pour les incertitudes concernant la survenance et l'ampleur des pertes sur des positions individuelles. Sur le marché des actions, les investisseurs n'exigent généralement pas d'être rémunérés pour de tels risques idiosyncrasiques car, dans un portefeuille bien diversifié, les variabilités des actifs se compensent. Sur le marché de la dette, par contre, la rémunération de risques apparemment spécifiques à l'entreprise semble constituer une part significative de la prime. Peut-être parce que les événements qui touchent une entreprise exercent un effet de contagion, en

...même si leur goût pour le risque systématique reste inchangé



signalant une augmentation du risque de défaut dans d'autres, ou bien parce qu'un portefeuille d'obligations d'entreprise est, par nature, difficile à diversifier.

S'il n'est pas facile de faire la part de chacune des composantes dans l'estimation de la rémunération du risque, l'expérience montre que la hausse de 2005 et de début 2006 a probablement résulté davantage d'un goût moindre pour le risque circonstanciel que d'un changement d'attitude des investisseurs à l'égard du risque systématique. Premièrement, à en juger par certains indicateurs du marché des actions tels que la volatilité implicite, il ne semble pas que l'attrait pour le risque systématique ait diminué (supra). En principe, cet intérêt devrait être identique pour les différentes catégories d'actifs, puisqu'il dépend de l'évolution d'ensemble de l'économie.

Deuxièmement, les variations des primes pour les diverses catégories de note révèlent un goût différencié selon le type de risque. À mesure que la qualité d'une obligation diminue, son rendement se comporte de plus en plus comme celui d'une action. Le risque systématique entre donc pour une part plus importante dans les rendements des obligations à haut risque que dans ceux des titres de la catégorie investissement. Comme les investisseurs ont montré un goût modéré pour le risque circonstanciel et un intérêt prononcé pour le risque systématique, les obligations d'entreprise de catégorie spéculative se sont mieux comportées, l'an passé, que celles de la catégorie investissement. Au premier trimestre 2006, les primes des obligations à haut rendement se sont resserrées d'environ 40 pb, alors que celles de la catégorie investissement restaient inchangées (graphique VI.12). En outre, les signatures de qualité ont dû, à l'insistance des créanciers, inclure plus souvent, dans les contrats d'émission, des clauses visant à limiter les pertes des prêteurs initiaux en cas de rachat avec effet de levier. Dans le même temps, les sociétés de capital-investissement ont collecté des montants substantiels à des conditions favorables pour financer de telles opérations (chapitre VII).

Les primes des obligations de qualité différente ont évolué en sens opposé

#### *Confirmation de la solidité financière des entreprises*

Le goût différencié des investisseurs pour le risque selon les catégories de note reflète, en partie tout au moins, la solidité des bilans au stade actuel. Si la multiplication des mesures en faveur des actionnaires a freiné l'amélioration de la qualité du crédit en 2005, elle ne l'a toutefois pas remise en cause.

Aux États-Unis, le ratio endettement net/flux de trésorerie est tombé, l'an passé, à son plus bas niveau depuis le milieu des années 90 (graphique VI.14). Pourtant, les sociétés non financières ont fortement accru leurs emprunts, non seulement pour faire face à leurs investissements et pour disposer de fonds de roulement, mais aussi pour financer des acquisitions. Dans l'ensemble, cependant, cet endettement additionnel a été largement compensé par une progression exceptionnelle des bénéfices. De plus, les entreprises américaines ont continué à renforcer leurs réserves, à un rythme toutefois plus lent que les années précédentes.

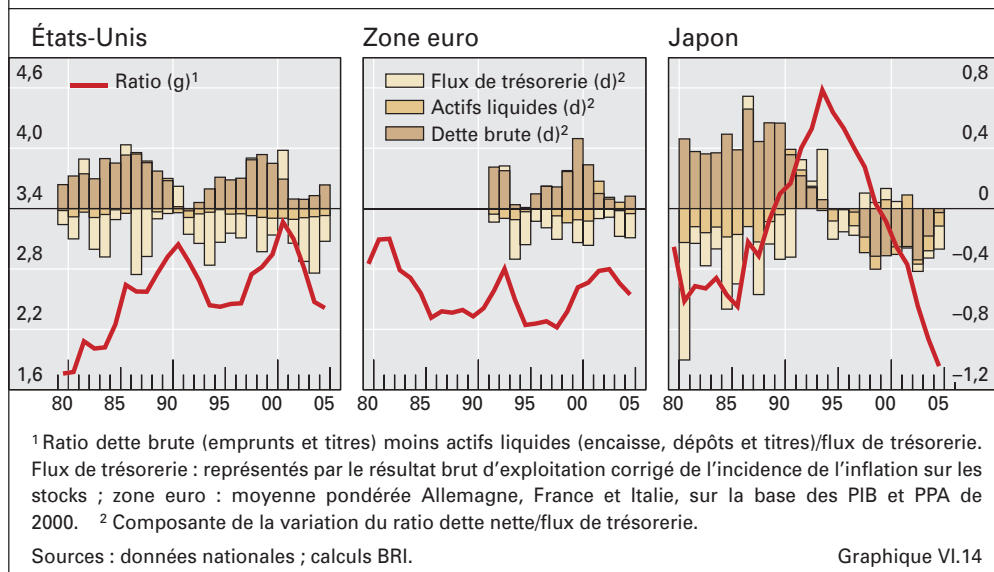
Ratios d'endettement faibles aux États-Unis et au Japon...

Les entreprises de la zone euro ont mis plus de temps que leurs homologues américaines à assainir leurs bilans ; en 2005, les taux d'endettement étaient encore proches de leurs maximums cycliques. Le ratio

...et un peu plus élevés dans la zone euro

## Endettement des entreprises

Composantes de la variation du ratio dette nette/flux de trésorerie



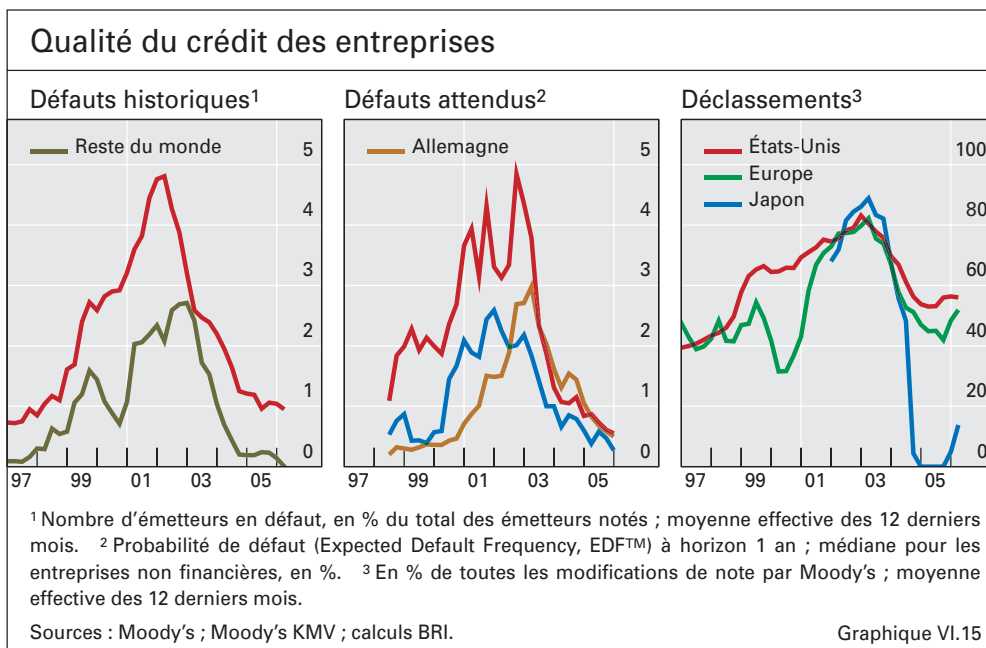
endettement net/flux de trésorerie a néanmoins diminué pour la deuxième année consécutive, grâce essentiellement, comme aux États-Unis, à l'expansion des bénéfiques. En Allemagne, les entreprises sont parvenues à accroître leurs marges, malgré le rythme de croissance modéré de l'économie, alors qu'en Italie elles ont eu du mal à les maintenir.

Au Japon, les ratios d'endettement sont revenus à leurs plus bas niveaux depuis plus de deux décennies, non pas, comme les années précédentes, par une réduction de l'endettement, mais essentiellement par une accélération de l'accroissement des bénéfiques. Ce sont les entreprises opérant au niveau national qui ont donné le ton, leurs bénéfiques ayant été stimulés par la remontée de la demande intérieure. Les remboursements de dette ont été, une fois encore, supérieurs aux emprunts, avec la marge la plus faible depuis le milieu des années 90, toutefois. De plus en plus d'entreprises ont préféré accroître leurs dépenses d'équipement ou consolider leurs réserves plutôt que de procéder à des remboursements.

Des tensions sur la qualité du crédit sont d'ores et déjà perceptibles. Comme cela a été mentionné, les entreprises intensifient leurs emprunts. De plus, en 2005, la proportion des déclassés de sociétés non financières a légèrement augmenté en pourcentage de l'ensemble des modifications de note, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe et au Japon (graphique VI.15).

Néanmoins, grâce à la bonne situation financière d'ensemble des entreprises, les intervenants pensent généralement que le retournement du cycle du crédit sera progressif. D'ailleurs, l'an passé, les taux de défaut se sont inscrits en baisse, contredisant la plupart des analystes. Sur la période de douze mois se terminant en mars 2006, le nombre de défaillances d'émetteurs notés a été le plus bas jamais enregistré depuis mi-1997 (graphique VI.15). En outre, début 2006, les anticipations de taux de défaut, estimées par

Légère  
augmentation des  
déclassés



Moody's KMV à partir des données de bilan et de la volatilité des cours des actions, restaient proches des minimums cycliques.

#### *Vulnérabilité des marchés de la dette à une réévaluation des risques*

Si le cycle du crédit venait à s'inverser plus rapidement qu'on ne le prévoit aujourd'hui, les conditions de financement des entreprises pourraient se détériorer rapidement. Ce serait le cas, en particulier, si l'ajustement des déséquilibres macroéconomiques actuels, parmi lesquels le déficit des paiements courants des États-Unis, entraînait un ralentissement de la croissance (chapitre II).

Même si la croissance reste soutenue, la qualité du crédit et, partant, les conditions de financement pourraient pâtir d'une remontée rapide du taux d'endettement. Dans les premiers mois de 2006, les fusions-acquisitions ont continué d'augmenter. Les rachats d'entreprises financés par l'emprunt ont encore progressé, avec davantage d'effet de levier. Par ailleurs, il est difficile de prévoir l'utilisation que les entreprises réservent aux montants substantiels qu'elles ont accumulés ces dernières années : investissement dans des projets rentables ou distribution aux actionnaires.

L'évolution du marché des instruments structurés constitue une autre source de vulnérabilité pour les conditions de crédit. Les titres adossés à des hypothèques ou à des actifs comptent désormais, sur les marchés mondiaux, parmi les segments les plus vastes et à l'expansion la plus rapide. En outre, les dernières années ont été marquées par une prolifération de nouveaux produits et une multiplication des techniques de titrisation. Toutefois, beaucoup de ces innovations ont encore à faire leurs preuves en période de ralentissement économique. Si les pertes sur ces produits dépassaient les anticipations des investisseurs, il pourrait se produire une réévaluation de la tarification du risque sur l'ensemble des marchés.

Les conditions de crédit pourraient être affectées par les déséquilibres économiques mondiaux...

...une remontée rapide de l'effet de levier...

...ou l'évolution du marché des financements structurés

Des erreurs de modélisation pourraient causer des pertes inattendues. La tarification des instruments structurés s'appuie bien davantage sur des modèles quantitatifs que celle des obligations d'entreprise. Or, ces modèles intègrent souvent des hypothèses permettant de simplifier les calculs. Si la marge d'erreur des postulats retenus peut avoir des conséquences apparemment bénignes pour les estimations de pertes attendues en présence de conditions favorables, il pourrait en être tout autrement en cas de détérioration de la conjoncture.

Des carences dans la gestion des risques pourraient aussi entraîner des pertes inattendues. Si l'on considère que les pertes anticipées sont semblables pour les obligations d'entreprise et les instruments structurés de note identique, il faut néanmoins admettre que leur ampleur et leur sévérité sont plus incertaines pour ces derniers. La concentration des expositions, par exemple, peut avoir une incidence significative sur la distribution statistique des résultats possibles. Se fier uniquement à la note, qui ne permet pas de saisir intégralement cette distribution, pourrait amener les détenteurs de ces instruments à sous-estimer les risques qu'ils encourent. La note des instruments financiers structurés varie, certes, généralement moins souvent que celle de la dette des entreprises, mais leur déclassement est plus marqué : pratiquement quatre crans en moyenne pour les titres structurés sur la période 1984–2004 selon Moody's, contre moins de deux pour les obligations d'entreprise.

Pour illustrer les vulnérabilités associées aux produits structurés, il suffit d'examiner le marché des titres adossés à des hypothèques (TAH) aux États-Unis. Il s'agit du segment obligataire le plus vaste au monde, avec un encours proche de \$6 000 milliards fin 2005, soit près de 50 % du PIB des États-Unis. Depuis quelques années, son expansion est essentiellement due à la titrisation de prêts hypothécaires à des signatures de moindre qualité ; l'an passé, environ 40 % des émissions de TAH étaient adossées à de tels prêts, contre 10 % à la fin des années 90. La tarification du fonds repose souvent sur la note moyenne des créances sous-jacentes. En raison de la non-linéarité de la relation entre taux de défaut et note de crédit, la probabilité de défaut associée à la note moyenne tend à sous-estimer la probabilité de défaut moyenne obtenue à partir de la distribution de l'ensemble des notes. Les pertes résultant de ces sous-estimations ne seront guère importantes si le marché immobilier résidentiel est dynamique, mais elles risquent d'être lourdes sur un marché plus atone. En conséquence, les investisseurs en TAH peuvent se trouver exposés à des pertes supérieures à leurs anticipations.

Par ailleurs, alors que, jusque-là, le risque de remboursement anticipé intégré dans les TAH américains dépendait surtout des variations des taux d'intérêt, il devient, pour des catégories d'emprunteurs toujours plus nombreuses, davantage sensible à la modification de la note de l'emprunteur et à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel. Par exemple, à mesure que ces prix augmentent, le ratio emprunt/valeur diminue, de sorte qu'un emprunteur pourrait préférer se refinancer pour abaisser ses coûts. Tout cela ne fait que compliquer l'évaluation et la gestion des risques encourus par les détenteurs de TAH.

L'évolution structurelle des marchés des TAH aux États-Unis...

...complique la gestion des risques

## Creux historiques pour les primes des économies émergentes

Dans les économies émergentes, les prix des actifs ont enregistré des gains spectaculaires en 2005 et début 2006, même lorsque les conditions monétaires se sont resserrées dans plusieurs grands pays développés. Cet essor, amorcé en milieu d'année, a fait baisser les primes sur la dette souveraine à des creux historiques, inférieurs à ceux de 1997, avant la crise financière asiatique. Cette réduction des primes a essentiellement porté, comme ces dernières années, sur les obligations à très haut rendement.

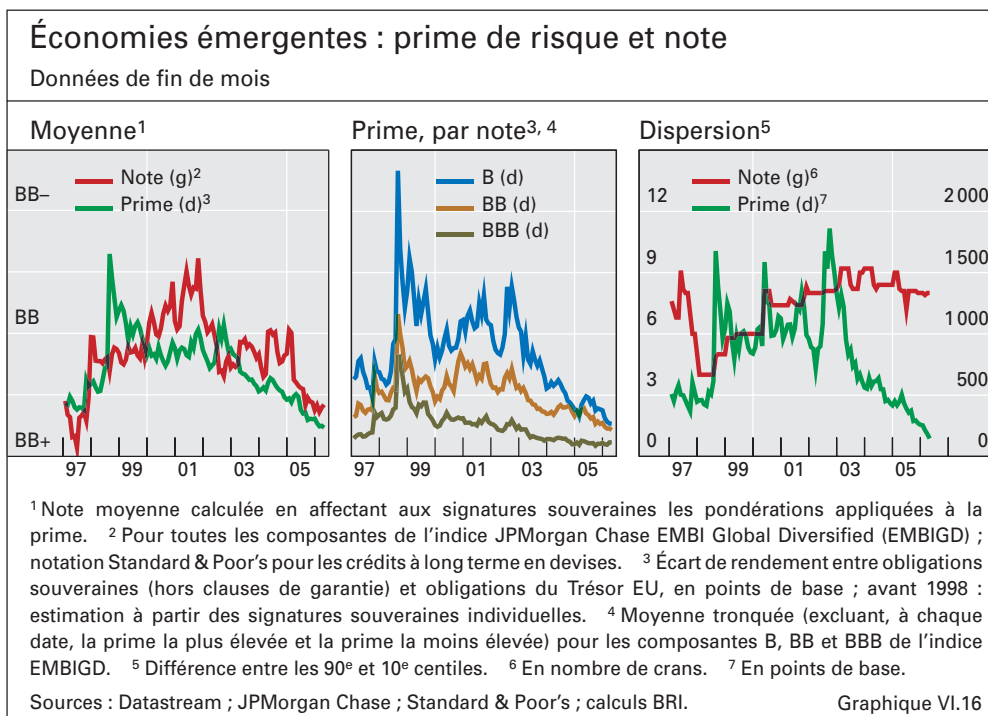
L'engouement des investisseurs pour les actifs des économies émergentes tient en partie à leur confiance dans la solidité des fondamentaux. Les positions extérieures, les systèmes financiers ainsi que les politiques budgétaires et monétaires s'améliorent depuis quelques années. La résilience de beaucoup de ces économies s'en trouve renforcée, et les risques ont diminué (chapitre III). D'ailleurs, en 2005, le ratio rehaussements/déclassements des notes souveraines par Moody's s'est établi à environ 3 pour 1.

Dans le même temps, le bas niveau des primes sur obligations n'apparaît pas entièrement justifié par les fondamentaux, mesurés par la note des signatures souveraines. L'indice mondial diversifié JPMorgan Chase EMBIGD est tombé à moins de 200 pb en mars-avril 2006, soit quelque 100 pb en deçà de son précédent creux de mi-1997, avant de remonter légèrement en mai. Pourtant, la qualité du crédit n'était pas aussi élevée qu'en 1997, en dépit d'une amélioration significative depuis 2001. Même au sein des diverses catégories de notes, les primes étaient revenues, début 2006, au-dessous de leurs creux de 1997 (graphique VI.16, cadres de gauche et du milieu).

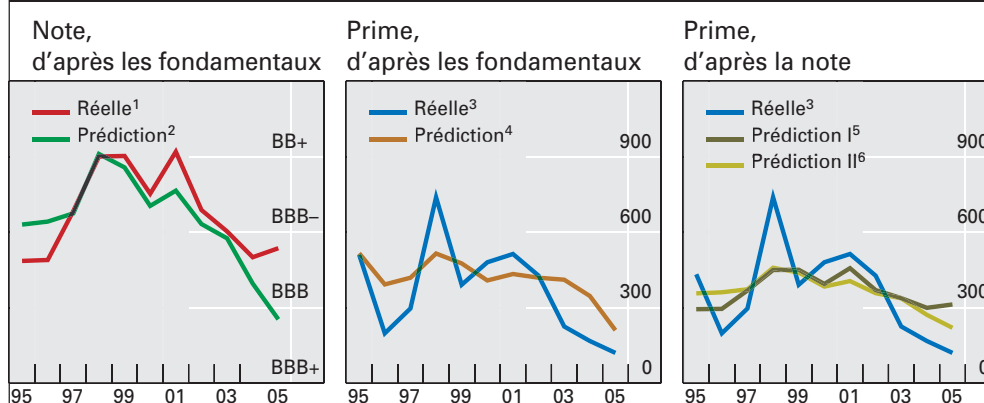
La dispersion des primes par rapport à la note indique, en outre, que la demande d'actifs des économies émergentes conduit peut-être les

La faiblesse des primes reflète l'amélioration des fondamentaux...

...et le goût des investisseurs pour le risque



## Prime et note souveraines : prédiction



La zone ombrée représente la fenêtre de régression.

<sup>1</sup> Note des obligations souveraines en devises pour un échantillon d'économies émergentes ; moyenne des agences de notation et des pays. <sup>2</sup> À partir d'une régression des notes réelles sur un ensemble de fondamentaux économiques sur la période 1995–2001 : dette extérieure, en % du PIB ; réserves de change, en % de la dette extérieure à court terme ; dette publique, en % des recettes ; asymétrie de devises ; solde des paiements courants, en % du PIB ; encours des emprunts auprès du FMI ; PIB et PIB par habitant (en dollars EU nominaux) ; indicateur de risque politique ; indice de corruption ICRG ; nombre d'années depuis celle du dernier défaut. <sup>3</sup> Sur un échantillon représentatif d'obligations souveraines de référence libellées en dollars EU ; moyenne des données journalières de décembre. <sup>4</sup> À partir d'une régression des primes sur les fondamentaux énumérés à la note 2. <sup>5</sup> À partir d'une régression des primes sur les notes réelles. <sup>6</sup> À partir d'une régression des primes sur les notes prédites, elles-mêmes établies à partir d'une régression de panel des notes réelles sur les fondamentaux énumérés à la note 2.

Sources : Banque mondiale ; FMI ; Datastream ; Fitch IBCA ; International Country Risk Guide ; Moody's ; Standard & Poor's ; Transparency International ; données nationales ; calculs BRI. Graphique VI.17

investisseurs à être moins sélectifs vis-à-vis des emprunteurs que dans un passé récent. Début 2006, alors que les primes sur la dette souveraine étaient plus regroupées que jamais, les notes demeuraient très dispersées, révélant ainsi, entre les emprunteurs composant l'indice, d'importantes disparités en termes de solvabilité, ce dont la distribution des primes ne rend pas compte (graphique VI.16, cadre de droite).

On peut penser, au contraire, que la divergence entre notes et primes, en termes de moyenne et de variation, est due au fait que les agences de notation ont modifié leurs critères d'appréciation. Selon diverses sources, depuis la crise asiatique, les agences accorderaient davantage de poids au risque de liquidité et à la solidité des systèmes financiers, ce qui a pu rendre la notation plus sévère. Dans ce cas, la divergence entre notes et primes ne signifie pas forcément que le marché est plus optimiste qu'auparavant dans son évaluation des fondamentaux des économies émergentes.

Certaines statistiques montrent que les critères de notation sont sans doute devenus plus sévères. Le graphique VI.17 représente la note réelle (moyenne) et la prédiction (moyenne) à partir d'une régression des notes souveraines sur une série de variables économiques, pour un échantillon relativement large d'économies émergentes. Le modèle explique assez bien la note moyenne de la dette souveraine en devises pendant la période 1995–2001. Cependant, la prédiction hors échantillon (2002–05) est généralement plus élevée que la note réelle. Le modèle indique que, en 2005, la note moyenne de la dette souveraine en devises aurait dû avoisiner BBB,

Les changements de méthodologie des agences de notation...

...peuvent masquer l'amélioration des fondamentaux

soit environ un cran de plus que le niveau réel, plus proche de BBB-. Il convient toutefois de relever que des modèles aux spécifications différentes donnent des résultats moins probants. Ainsi, en excluant de la régression les signatures ayant conservé la qualité investissement sur l'ensemble de la période 1995–2005, on n'observe plus de différence marquée entre prédiction et note réelle.

Cependant, le durcissement des critères de notation ne suffit pas, à lui seul, à expliquer l'érosion des primes de risque. Le graphique VI.17 (cadre du milieu) relie directement les primes aux fondamentaux, sans faire intervenir les notes. Pour l'ensemble des pays de l'échantillon, la prédiction pour 2002–05 dépasse – de quelque 90 pb à fin 2005 – la prime réelle moyenne. Pourtant, comme l'illustre le cadre de droite, la modification des critères d'appréciation des agences entre, au plus, pour moitié environ dans ce chiffre.

En définitive, l'analyse de l'évolution des primes des économies émergentes et leur comparaison avec les notes donnent à penser que l'amélioration des fondamentaux – au-delà, peut-être, de ce que font apparaître les notes souveraines – ainsi que le regain d'appétit pour le risque sont deux facteurs qui ont contribué à amener les primes à leurs creux actuels. Dans la mesure où, début 2006, les primes sont descendues sous les niveaux indiqués par les fondamentaux, il apparaît que les économies émergentes sont devenues plus vulnérables à une réévaluation.