

## 1. Vue d'ensemble : faiblesse des rendements malgré la vigueur de l'économie

Sur les principaux marchés, les rendements nominaux à long terme sont demeurés étonnamment faibles en début d'année. Pour le dollar EU, malgré un raffermissement de la croissance mondiale et de nouveaux relèvements des taux directeurs américains, ils sont restés en deçà du niveau d'avant le durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Dans le compartiment de l'euro, ils ont reculé jusqu'à mi-février, ceux du *Bund* 30 ans, en particulier, tombant sous leurs précédents planchers. Comme les prévisions consensuelles ne tablent pas sur une baisse de l'inflation, il faut imaginer l'influence d'autres facteurs, l'un des plus fréquemment cités par les intervenants étant la demande d'actifs de long terme émanant des fonds de pension et des compagnies d'assurances.

L'appétit des investisseurs pour des instruments plus rémunérateurs est le signe d'une confiance persistante dans la solidité de la reprise économique. Fin 2004, les primes sur les titres de dette – quels que soient le secteur de l'emprunteur et la qualité de sa signature – se sont resserrées, terminant à leurs minimums historiques, voire en dessous. Les investisseurs, craignant une augmentation des taux directeurs américains plus rapide que prévu, ont fait preuve d'un peu plus d'aversion pour le risque début 2005. En février, toutefois, les primes sur la dette des entreprises et des économies émergentes étaient redevenues proches de leurs niveaux de fin 2004.

Les marchés des actions ont suivi une trajectoire analogue : ils se sont redressés jusqu'à fin 2004, avant de s'essouffler début 2005 ; fin janvier, la perspective d'une reprise des emprunts des entreprises les a ranimés. Occupées depuis plusieurs années à renforcer leur situation financière, les entreprises américaines, en particulier, semblent avoir recommencé à procéder à des rachats d'actions ainsi qu'à des fusions-acquisitions afin d'accroître le rendement pour les actionnaires, même au prix d'une possible augmentation des risques pour les détenteurs d'obligations.

## Les taux à long terme restent dans une fourchette étroite malgré le relèvement des taux directeurs américains

L'aplatissement de la courbe des rendements aux États-Unis, amorcé fin juin avec le relèvement des taux de la Fed, s'est poursuivi (graphique 1.1). Pour les échéances longues, les rendements sur titres d'État américains, qui avaient augmenté au trimestre précédent jusqu'en novembre, ont repris un léger mouvement à la baisse début décembre, puis en début d'année. Le 9 février, les valeurs du Trésor 10 ans affichaient un rendement de 3,98 %, le plus faible depuis plus de trois mois (graphique 1.2), malgré des taux à court terme tirés vers le haut par la poursuite du resserrement monétaire américain et par des signaux clairs de sa persistance pour les prochains mois au moins.

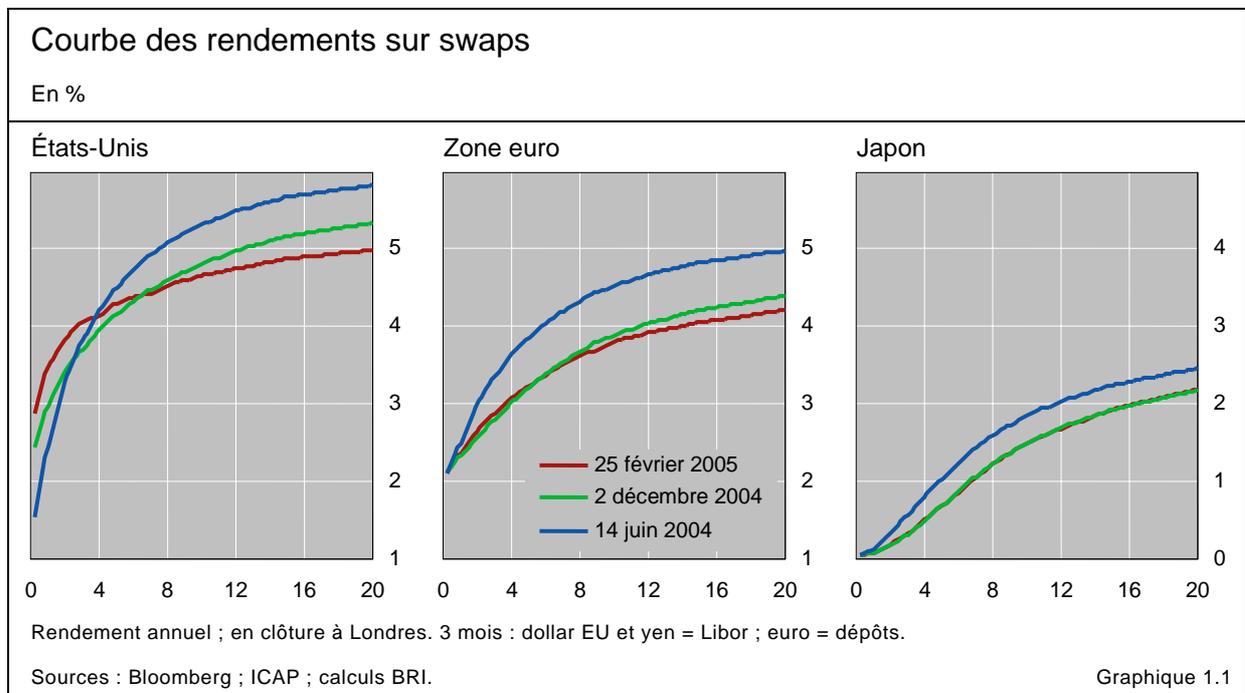
Cette évolution s'explique d'abord par le fait que les données macroéconomiques ont eu tendance à décevoir, en dépit de prévisions de croissance pour 2005 en légère hausse (graphique 1.3). Début décembre et en février, les emplois non agricoles américains, bien inférieurs aux attentes, ont ainsi entraîné une baisse, de respectivement 16 et 9 points de base (pb), le jour même de l'annonce. Quant aux prix à la consommation, le taux global d'inflation est resté maîtrisé et la hausse des cours pétroliers n'a guère eu de répercussions sur les anticipations d'inflation à long terme.

Il est vraisemblable, par ailleurs, que la baisse des rendements obligataires s'explique par de moindres incertitudes sur le programme de durcissement monétaire et son incidence à court terme. La Fed a maintenu son évaluation équilibrée des risques prix/croissance sur la période et réaffirmé

Aplatissement de la courbe des rendements aux États-Unis

Rendements freinés par une croissance de l'emploi plus faible que prévu...

...et par moins d'incertitudes sur la politique monétaire



## Composantes des taux d'intérêt à long terme

Le bas niveau actuel des taux longs sur la plupart des marchés, surtout aux États-Unis, a surpris de nombreux intervenants et observateurs. Depuis juin 2004, l'économie américaine croît à un rythme régulier, les prix pétroliers se sont envolés et la Réserve fédérale a relevé de 150 pb ses taux directeurs, tout en annonçant de nouvelles hausses. Pourtant, durant les deux premiers mois de 2005, le rendement 10 ans du Trésor EU est resté inférieur d'au moins 30 pb à son niveau d'avant le début du resserrement monétaire.

Pour déterminer si ce niveau des taux longs est conforme aux conditions économiques sous-jacentes, il est utile de le décomposer en ses divers éléments : trajectoire attendue du taux court et prime de risque. Par exemple, le taux à terme Trésor EU 1 an à horizon de 9 ans avoisinait 5,3 % le 25 février, ce qui pourrait correspondre à un taux court de 5,1 %, avec une prime de risque de 20 pb. À son tour, le taux court attendu peut être fractionné entre taux réel et contrepartie de l'inflation, tandis que la prime de risque peut varier en fonction de la liquidité, du degré d'aversion des investisseurs pour le risque et du risque d'inflation perçu.

La baisse des taux longs depuis mi-2004 peut résulter, en partie, d'une modération des perspectives d'inflation : la contrepartie de l'inflation, mesurée par l'écart entre rendement nominal du Trésor et rendement des titres indexés, s'est réduite pour les durées les plus longues. À horizon de 5–10 ans, par exemple, elle est tombée à moins de 2,5 %, perdant plus de 50 pb depuis juin 2004 (graphique, cadre de gauche). On peut supposer que les anticipations d'inflation se sont tempérées, même si d'autres facteurs peuvent intervenir, comme une modification de la liquidité de marché ou de la prime de risque au titre de l'inflation. Depuis mi-2004, les prévisions d'inflation établies par les économistes ont légèrement augmenté, à 2,5 %.

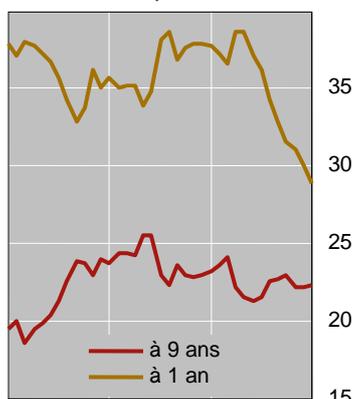
Quant au taux d'intérêt réel, la théorie économique le fait tendre vers un taux « naturel », habituellement défini comme le niveau correspondant à une inflation stable. Ce taux naturel varie dans le temps, notamment en fonction du taux de croissance de la productivité. Comme il n'est pas directement observable, on le mesure par modélisation. Aux États-Unis, il était estimé proche de

## Facteurs influençant les taux à terme

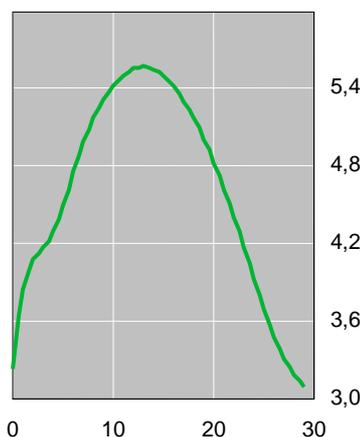
Contrepartie de l'inflation<sup>1</sup>



Prime de risque<sup>2</sup>



Taux à terme<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Différence entre taux à terme 5 ans nominaux et indexés, à horizon de 5 ans (taux nominaux du Trésor obtenus à partir de la courbe de taux de marché justes calculée par Bloomberg) ; moyenne mensuelle. <sup>2</sup> Sur taux à terme 1 an ; établie à partir d'un modèle affine à trois facteurs in Dai, Q. et K. Singleton, « Expectations puzzles, time-varying risk premia, and affine models of term structure », *Journal of Financial Economics*, 63, 2002, pp. 415–441 ; données mensuelles, en points de base. <sup>3</sup> Courbe des taux à terme nominaux à 1 an au 25 février 2005 ; établie à partir d'une courbe des titres du Trésor à coupon zéro calculée par Lehman Brothers.

Sources : Bloomberg ; Lehman Brothers ; calculs BRI.

3 % à mi-2002, mais a pu revenir à 2,6 % récemment<sup>①</sup>. Sur le court terme, toutefois, des chocs d'offre ou de demande peuvent faire dévier le taux réel, en hausse ou en baisse, du taux naturel.

Outre les anticipations d'inflation et le taux réel, la courbe des rendements intègre, à tout moment, une prime de risque qui fait s'écarter les taux à terme, échéance par échéance, du taux court attendu. Pour le Trésor EU, la prime de risque des échéances courtes a diminué, ces dernières années. On peut y voir le résultat d'une meilleure communication de la Réserve fédérale sur son orientation future, mais aussi l'effet de la baisse de la volatilité (implicite et constatée) sur l'obligataire. Cette tendance ne se retrouve guère aux échéances longues. Selon l'estimation produite par un modèle à trois facteurs, la prime de risque intégrée au taux à terme 1 an à horizon de 9 ans est demeurée proche de 20 pb depuis fin 2002 (graphique, cadre du milieu).

Le taux à terme naturel d'« équilibre » pourrait se situer, aux États-Unis, pour le court terme à horizon lointain, aux alentours de 5,5 % (soit : 2,5 % pour les anticipations d'inflation, 2,6–3,0 % pour le taux naturel, quelque 20 pb pour la prime de risque). En d'autres termes, en l'absence de variation de ces composantes, ces taux devraient se stabiliser autour de 5,5 % sur longue période. Comme les estimations des diverses composantes sont très imprécises dans le compartiment long, il convient de considérer cette valeur comme le point médian d'une fourchette assez large.

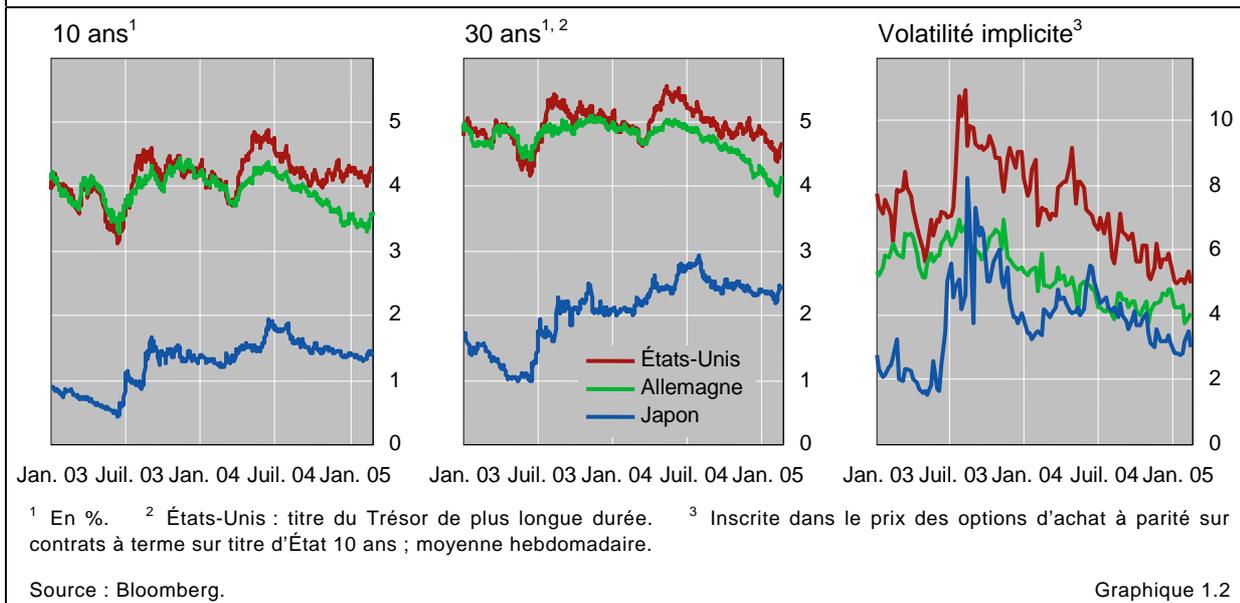
Il faut souligner que le taux à terme 1 an apparaît actuellement relativement bas pour presque toute la courbe (graphique, cadre de droite) : inférieur à 4,5 % à horizon de 5 ans, il n'atteint 5 % qu'à horizon de 8 ans. Au-delà de 15 ans, il diminue même fortement. Cette baisse est peut-être attribuable à un repli de certaines composantes ; elle pourrait aussi résulter d'un déséquilibre temporaire entre une offre de titres d'État en baisse et une demande en hausse (de la part des fonds de pension et des compagnies d'assurances, par exemple). C'est d'ailleurs ce que l'on constate sur le marché britannique depuis de nombreuses années.

<sup>①</sup> T. Laubach et J. C. Williams, « Measuring the natural rate of interest », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, novembre 2003, pp.1063–1070 ; J. Amato, « The role of the natural rate of interest in monetary policy », *BIS Working Papers*, n° 171, mars 2005.

s'attendre à un rythme de resserrement « modéré ». La volatilité implicite des contrats à terme sur obligation du Trésor EU s'est rapprochée des minimums du milieu des années 90, tandis que les primes de risque estimées sur la base des rendements à court et moyen terme sont apparues en net recul (graphique 1.2 et encadré). Il est vrai que la publication rapide du procès-verbal de la réunion de décembre du Comité fédéral de l'open market (CFOM), dès le 4 janvier, a ébranlé les marchés. Les commentaires de certains membres du Comité faisant état d'une prise de risques excessive et d'éventuelles tensions inflationnistes, s'interrogeant en outre sur l'utilité d'annoncer que le resserrement se ferait probablement à un rythme « modéré », ont déclenché un bref repli des marchés obligataires. Les déclarations ultérieures de responsables de la Fed et le communiqué de presse, quasiment identique au précédent, publié par le CFOM à l'issue de sa réunion du 2 février, ont renforcé l'idée que la Fed ne s'orientait pas vers un processus de resserrement accéléré.

Un certain nombre d'observateurs pensent cependant que, même compte tenu des conditions macroéconomiques et au vu des séries historiques, le *niveau* des rendements à long terme aux États-Unis pourrait être exceptionnellement bas (encadré). M. Greenspan, Président de la Réserve fédérale, semblait d'ailleurs conforter cette opinion lorsque, le 16 février, devant le Congrès, il qualifiait d'« énigme » le faible niveau des taux longs. Ce jour-là, ils ont augmenté de 6 pb.

## Obligations d'État



Zone euro : les rendements à leur plus bas

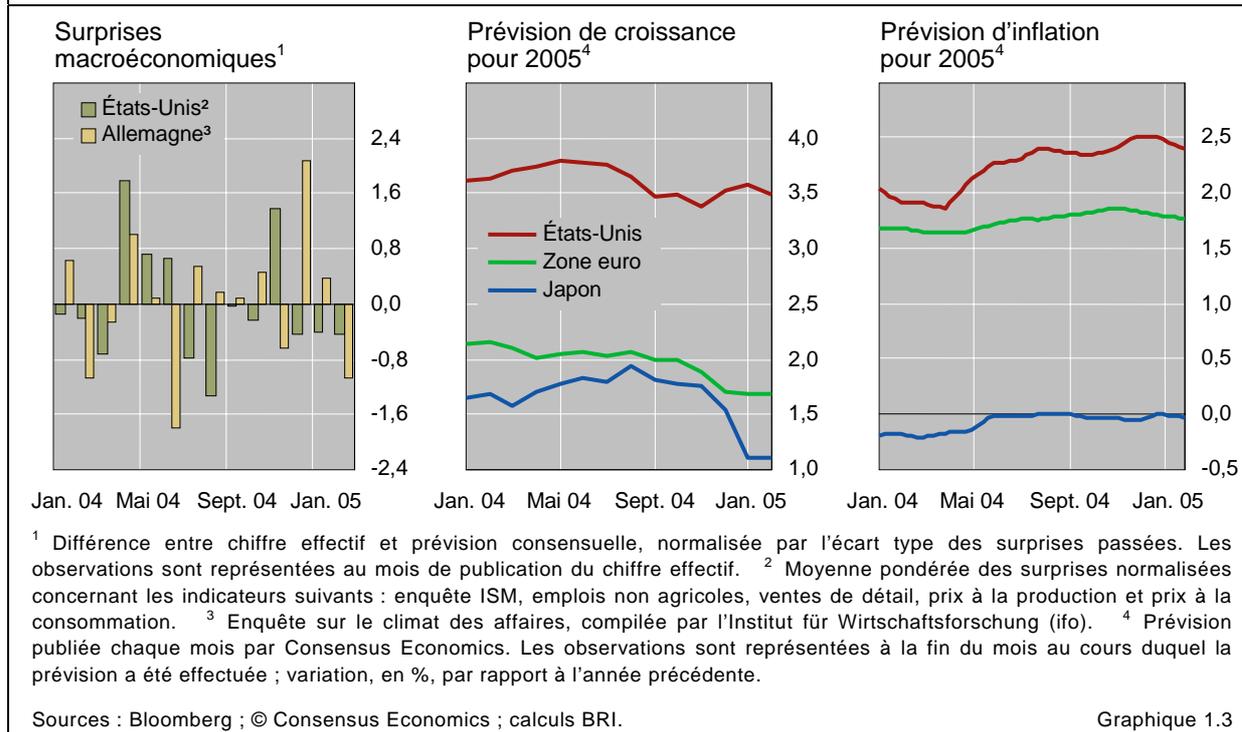
Dans la zone euro aussi, les rendements ont nettement reculé : le *Bund* 10 ans a ainsi perdu près de 40 pb par rapport à début décembre, pour s'établir à 3,31 % le 10 février, son plus bas historique. Les écarts avec les rendements aux États-Unis, qui s'étaient considérablement creusés au trimestre précédent, se sont maintenus dans une fourchette de 60–70 pb. Même si, probablement, une partie du recul des rendements s'explique par une baisse de la croissance anticipée dans la zone euro, les nouvelles macroéconomiques locales ont été plus mitigées que négatives. En fait, l'indice allemand ifo a surpris positivement en décembre et en janvier, signe que le moral reste solide dans le secteur de l'exportation, malgré l'appréciation de l'euro au trimestre précédent (graphique 1.3, cadre de gauche).

Pour une part, les écarts transatlantiques reflètent l'immobilité attendue des taux de la BCE jusqu'à assez tard dans l'année. Bien que la BCE se soit parfois déclarée préoccupée par l'excédent de liquidité et par l'augmentation rapide des prix de l'immobilier, l'évocation par ses hauts responsables de l'impact économique négatif d'une appréciation de l'euro donnait à penser aux intervenants qu'ils avaient conscience de la fragilité de la reprise économique dans la zone euro. En outre, dès les réunions de janvier, les membres du Conseil des gouverneurs annonçaient s'attendre à ce que l'inflation revienne dans les limites de l'objectif, un taux annuel inférieur à 2 %.

Forte demande d'obligations à très longue échéance...

Dans la zone euro et aux États-Unis, le repli des rendements a été plus particulièrement prononcé pour les très longues échéances, alors qu'au second semestre 2004 les swaps de 10 à 30 ans avaient connu une baisse plus uniforme (graphique 1.1). Le rendement du *Bund* 30 ans est tombé à son plus bas historique, et celui de l'émission la plus récente du Trésor EU 30 ans s'est approché du minimum de début 2003 (graphique 1.2, cadre du milieu).

## Données macroéconomiques



L'augmentation anticipée de l'offre de titres à très long terme (le gouvernement français a annoncé, fin février, une émission à 50 ans, et d'autres Trésors européens envisagent de faire de même) n'a guère entamé l'enthousiasme des investisseurs.

De nombreux intervenants expliquent également le recul des rendements à long terme par des facteurs structurels. C'est le cas aux États-Unis, avec les annonces d'une éventuelle réforme des retraites. En particulier, les propositions visant à consolider les régimes à prestations définies – par une évaluation plus précise de l'actif et du passif et par une limitation des déficits de financement – auraient incité des fonds de pension à acheter des titres de longue durée. Les facteurs structurels semblent avoir joué encore davantage dans la zone euro. L'allongement de la durée de certains grands indices obligataires, pour des raisons techniques, a poussé des investisseurs les utilisant comme référence à augmenter la durée de leurs placements. La réforme du système de retraite aux Pays-Bas a gonflé la demande d'actifs de long terme, tandis qu'en fin d'année un afflux de fonds vers l'assurance vie en Allemagne (pour des raisons fiscales) a engendré un excès de fonds à investir dans des titres à long terme. Alors que, d'habitude, de tels « facteurs techniques de demande » n'ont qu'une incidence minime sur les rendements par rapport aux données macroéconomiques, ils passent pour avoir exercé, début 2005, un effet non négligeable sur les échéances longues, particulièrement dans la zone euro.

Au Japon, les taux longs ont connu une augmentation globale, à contre-courant des autres grands marchés. Certes, ils ont baissé en janvier, en même temps que les anticipations d'une fin rapide de la déflation et d'un abandon de

...peut-être en raison des réformes des systèmes de retraite

Les rendements en yens rebondissent en février

la stratégie d'assouplissement quantitatif de la Banque du Japon. À cet égard, l'annonce, le 19 janvier, du réexamen à mi-exercice des prévisions d'inflation, effectué à l'automne dernier par le Conseil de politique monétaire, a été déterminante, car celui-ci laissait prévoir une diminution prononcée des pressions sur les prix, signe d'anticipations d'une plus faible croissance (graphique 1.3, cadre du milieu). Toutefois, à partir de février, grâce à des indicateurs étonnamment élevés (commandes de machines-outils et gains sur actions), les rendements sont remontés, atteignant 1,45 % dès le 14 février, leur plus haut depuis novembre 2004.

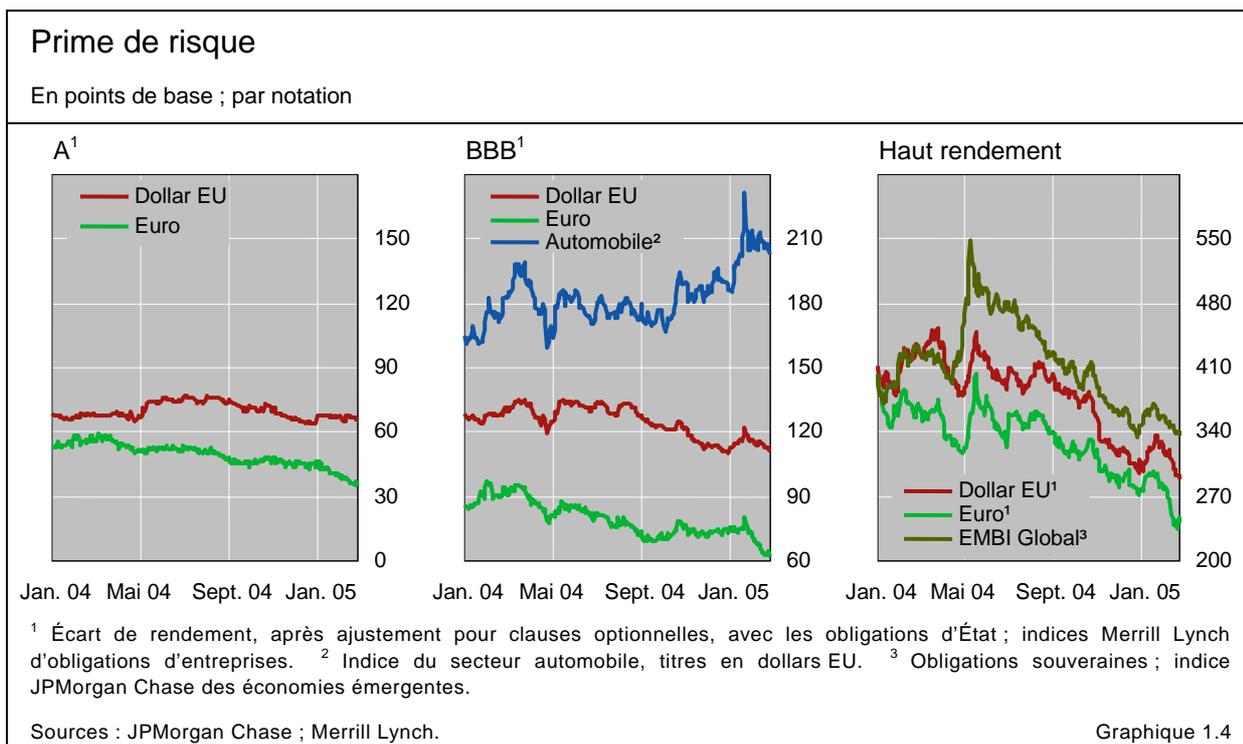
## Les primes approchent de leur plus bas en fin d'année

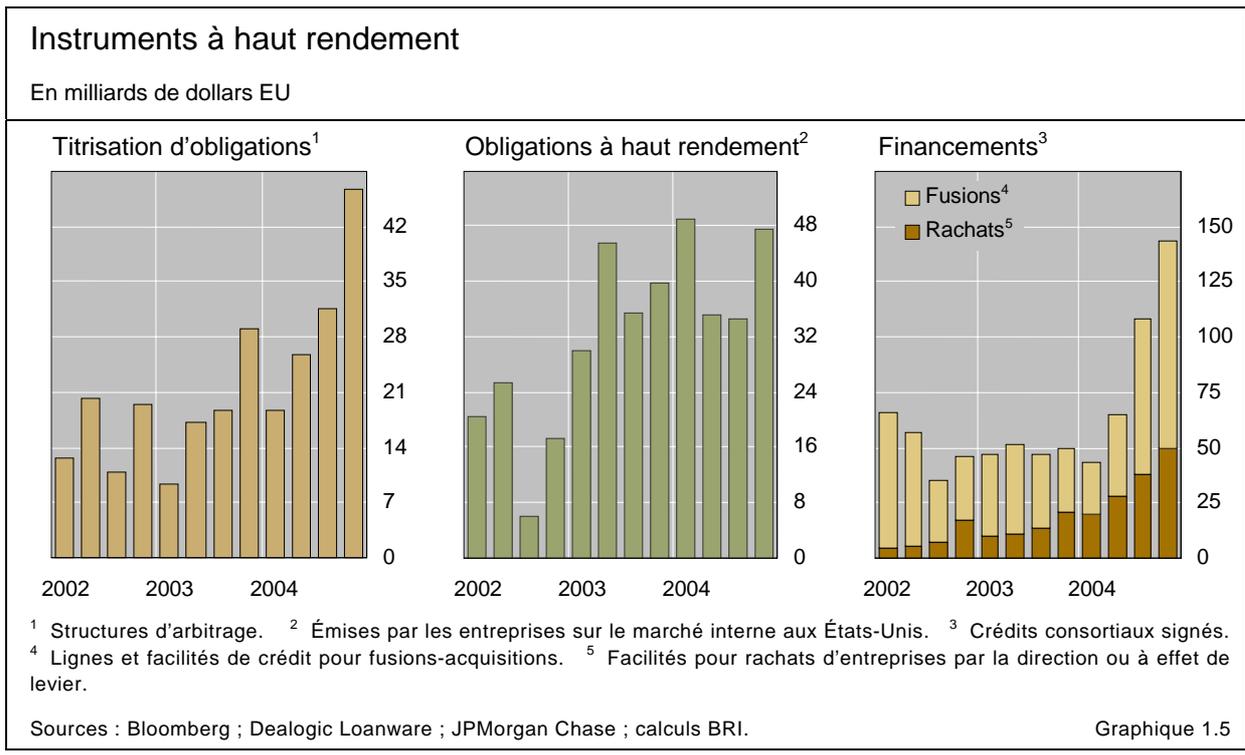
Baisse des primes des entreprises et des économies émergentes...

Dans ce contexte, les investisseurs en quête de rendement ont continué de se tourner vers les obligations à risque, notamment des économies émergentes. Les primes – quels que soient le secteur de l'emprunteur et la qualité de sa signature – ont toutes baissé au quatrième trimestre 2004 (graphique 1.4). Fin décembre, sur tous les marchés, les rendements étaient près, voire au-dessous, de leurs minimums historiques. Ainsi, le rendement des obligations d'entreprises notées A libellées en dollars EU se situait à 64 pb, soit 16 pb seulement au-dessus de son précédent creux d'octobre 1997. Les primes sur la dette des économies émergentes se sont resserrées à seulement 335 pb, bien en deçà de leur précédent plancher historique.

...malgré un important volume d'émissions

Même l'importance de l'offre ne semble pas avoir émoussé l'appétit des investisseurs. L'émission d'obligations d'entreprises à haut rendement sur le marché américain a fait un bond au dernier trimestre 2004 (graphique 1.5),





comme les signatures de crédits consortiaux (encadré « Marché bancaire »). Les signatures des économies émergentes ont également obtenu de gros montants sur les marchés internationaux des obligations et des crédits consortiaux au quatrième trimestre (graphique 1.6), de sorte que le total de leurs emprunts pour 2004 dépasse leur record de 1997.

L'émission de titres garantis par des créances (TGC) a contribué au resserrement des primes, les gestionnaires de TGC cherchant à garantir ces montages en achetant des obligations à haut rendement ou, dans le cas de structures synthétiques, en vendant des protections sur le marché des contrats dérivés sur défaut. Le volume des émissions de TGC avec fonds de créances, certes en principe plus important en fin d'année, est passé d'environ \$25 milliards pour chacun des trois premiers trimestres 2004 à près de \$50 milliards (graphique 1.5). Pour ces instruments, le recours à l'effet de levier – notamment pour des rachats d'entreprises – a été inhabituellement élevé : 45 %, contre 30 % au cours des trois premiers trimestres, selon JPMorgan Chase. Conformément à l'évolution saisonnière habituelle, les émissions de TGC se sont fortement ralenties début 2005.

À son tour, la demande de TGC a été dynamisée par la quête de rendement qui caractérise les marchés financiers depuis au moins fin 2003. Du fait de leur complexité et de leur manque de liquidité, les TGC notés AAA ont généralement un rendement supérieur d'au moins 30 pb à celui des titres d'entreprises de note identique ; il est encore plus élevé pour les TGC à effet de levier (TGC garantis par d'autres TGC ou par des prêts à effet de levier). Si les banques commerciales dominaient jusqu'ici le marché, les investisseurs institutionnels commencent à s'y montrer plus actifs. Ainsi, d'après les estimations de JPMorgan Chase, tel montage synthétique a été placé, pour

Forte demande de TGC

près de 40 % à des gestionnaires de fonds, et seulement pour un tiers à des banques commerciales.

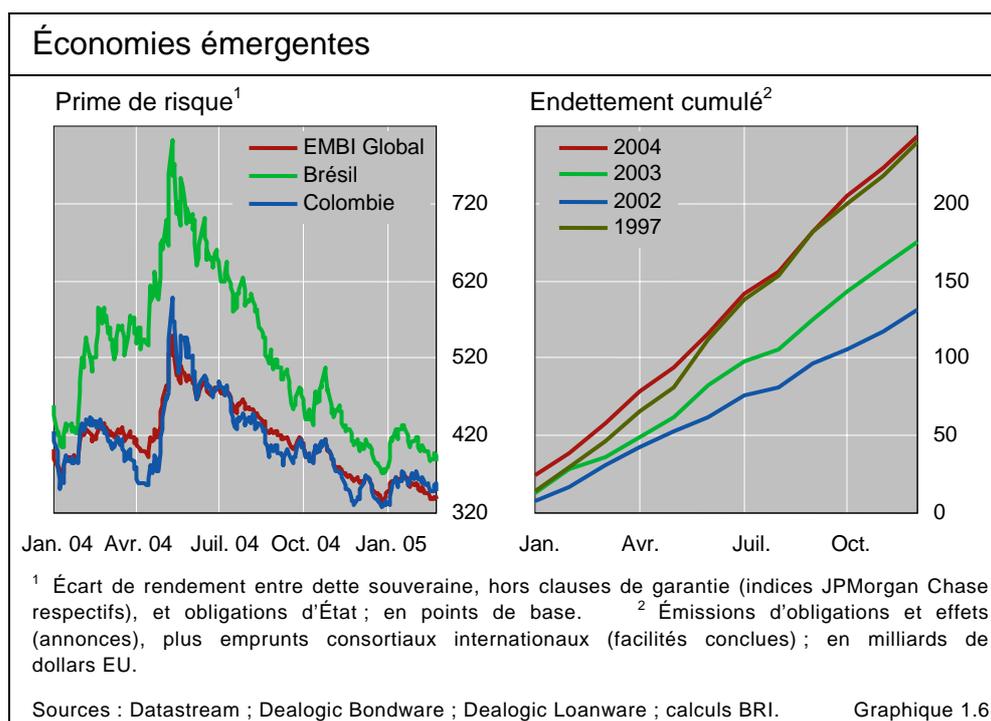
La quête de rendement a temporairement diminué début 2005, particulièrement aux États-Unis. Si les primes des signatures de qualité sont restées stables ou ont baissé, celles des obligations d'entreprises à haut risque ont augmenté de plus de 30 pb durant la première moitié de janvier, soit leur plus forte variation depuis mai 2004 (graphique 1.4). Les primes des économies émergentes se sont également tendues durant la période, mais peu et pour une courte durée ; elles sont demeurées bien au-dessous de leur moyenne 2004 et ont retrouvé, en février, leur niveau de fin d'année.

L'augmentation des primes a été déclenchée par la perspective d'un resserrement monétaire plus rapide que prévu aux États-Unis, que soulignait la publication du procès-verbal de la réunion du CFOM, le 4 janvier. Les primes des économies émergentes se sont tendues de 9 pb le jour suivant, celles du Brésil et d'autres pays d'Amérique du Sud étant les plus affectées (graphique 1.6). Pour les entreprises, la hausse a été plus modérée et n'a guère touché que les moins bien notées. Cette différenciation était apparue dès le deuxième trimestre 2004, au cours du repli de l'obligataire mondial, après un revirement des anticipations concernant l'orientation de la politique monétaire des États-Unis.

L'élargissement des primes des entreprises à haut risque s'est accéléré mi-janvier en raison d'inquiétudes relatives à un éventuel déclassement de General Motors. En effet, le 19 janvier, l'entreprise a communiqué des prévisions de bénéfices décevantes pour le premier trimestre 2005 ; de nombreux intervenants s'attendaient donc à une rétrogradation par Standard & Poor's, qui aurait fait perdre à GM son statut d'emprunteur de qualité et l'aurait fait disparaître des indices correspondants – ce qui aurait pu

Augmentation temporaire des primes début janvier

Inquiétudes autour d'un éventuel déclassement de General Motors



contraindre les investisseurs ciblant ces indices à vendre leur portefeuille. Les primes des titres de GM et d'autres constructeurs automobiles ont alors fortement augmenté. Le mouvement s'est étendu au segment des obligations à haut risque, où les gestionnaires se sont reportés sur GM. Le volume de la dette du groupe n'a fait qu'accentuer la tendance, puisque l'équivalent d'au moins \$30 milliards d'obligations – soit environ 3 % de l'encours des obligations à haut risque – est exposé à un tel déclassement.

Ce dérapage a pris fin avec l'adoption, par Lehman Brothers, d'une nouvelle méthode pour établir ses indices obligataires<sup>1</sup>. Ce changement technique indiquait qu'un déclassement par S&P n'éliminerait pas systématiquement GM des indices Lehman Brothers d'obligations de qualité. Les primes des obligations à haut risque se sont alors contractées de 9 pb au cours des deux jours suivants et ont continué sur cette lancée jusqu'à fin février, les investisseurs estimant le risque acceptable.

## La qualité de crédit semble avoir atteint son maximum

Les bénéfices étonnamment élevés des entreprises ont également contribué à amenuiser les marges de crédit au cours des deux premiers mois de 2005. Alors que les bénéfices des entreprises de l'indice S&P avaient déçu au troisième trimestre 2004, ceux du quatrième trimestre (publiés en janvier et février 2005) ont dépassé les attentes des analystes (graphique 1.7). De plus, après s'être accru entre juin et novembre 2004, le nombre des entreprises annonçant une révision en baisse a commencé à diminuer en décembre, tandis qu'augmentait celui des entreprises révisant en hausse. L'expansion des bénéfices des entreprises devrait toutefois ralentir, repassant de 19,7 % en 2004 à 10,5 % en 2005 pour le S&P 500 et de 39,7 % à 13,4 % pour l'EURO STOXX.

La croissance des bénéfices devrait ralentir

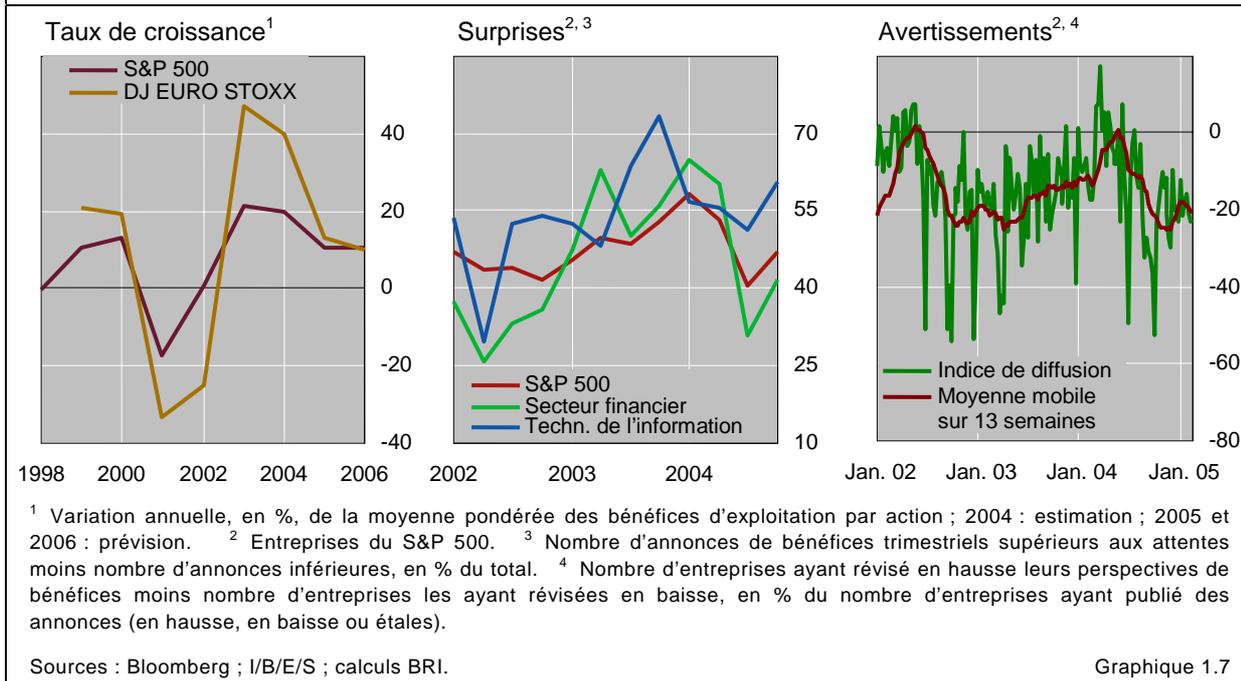
Avec des recettes ne montrant aucun signe d'accélération et des coûts soumis à des réductions depuis des années, certaines entreprises semblent désormais en quête de stratégies de remplacement – notamment, en s'endettant à nouveau – pour maintenir la croissance de leurs bénéfices. Les rachats d'actions et les paiements de dividendes étaient l'un des principaux motifs d'émissions sur le marché des obligations d'entreprises en 2004, représentant, selon Moody's, 17 % des fonds levés, contre 5 % seulement en 2003. Les fusions-acquisitions ont également augmenté durant la période, bon nombre de ces opérations étant nourries par endettement. Les montages consortiaux réalisés pour financer des rachats d'entreprises par les dirigeants et avec effet de levier ont atteint le chiffre record de \$49 milliards au quatrième

Rachats d'actions et paiements de dividendes en hausse

---

<sup>1</sup> Lehman Brothers a annoncé le 24 janvier que, pour décider d'incorporer ou non un titre dans ses indices obligataires, il examinerait désormais la notation attribuée par les trois grandes agences – Fitch, S&P et Moody's – et non plus seulement la plus basse de S&P et de Moody's. Comme la note attribuée à GM par Fitch et Moody's se situe un cran au-dessus de la note S&P, les conséquences à court terme d'un éventuel déclassement par S&P s'en trouvaient donc limitées.

## Bénéfices des entreprises



trimestre 2004, plus du double que durant la même période de 2003, et ceux destinés à d'autres types d'acquisitions sont passés à \$94 milliards (graphique 1.5).

Il se pourrait donc que la qualité de crédit ait atteint son maximum aux États-Unis. De fait, le ratio rehaussements/déclassés (chiffres de Moody's Investors Service) est tombé à 0,7 pour les entreprises américaines au dernier trimestre 2004, contre 1,1 au troisième, marquant la fin de deux années d'amélioration constante. Les défauts d'entreprises devraient augmenter en 2005, même si ce n'est que légèrement et après un niveau exceptionnellement bas fin 2004. En Europe et au Japon, en revanche, la qualité de crédit a continué de donner des signes d'amélioration, de nombreuses entreprises s'appliquant encore à restructurer leurs opérations et leur bilan.

Il semble que, dans les économies émergentes aussi, la qualité de crédit se soit améliorée. Si certaines signatures ont profité du cours élevé des produits de base, nombre d'emprunteurs souverains et d'entreprises ont entrepris des efforts concertés pour réduire leur vulnérabilité aux variations des conditions de marché, notamment en allongeant l'échéancier de leur dette et en tirant parti de l'essor des marchés des obligations en monnaie locale (« Marché des titres de dette »). Les emprunteurs des économies émergentes ont été très présents en 2004, mais la plupart des fonds levés étaient destinés à rembourser des prêts arrivant à échéance, et les émissions nettes sont restées bien inférieures à leur précédent pic.

Poursuite de l'amélioration de la qualité des signatures émergentes

## Les fusions relancent les marchés des actions

La perspective de nouveaux emprunts des entreprises a favorisé les marchés mondiaux des actions début 2005. Après de forts gains dans les derniers mois de 2004, ceux-ci sont repartis à la hausse en février 2005, après une série de fusions-acquisitions (graphique 1.8). Le 15 février, l'indice MSCI World a clôturé à son maximum depuis août 2001, après avoir gagné 10 % en 2004, puis 2 % au cours des six premières semaines de 2005.

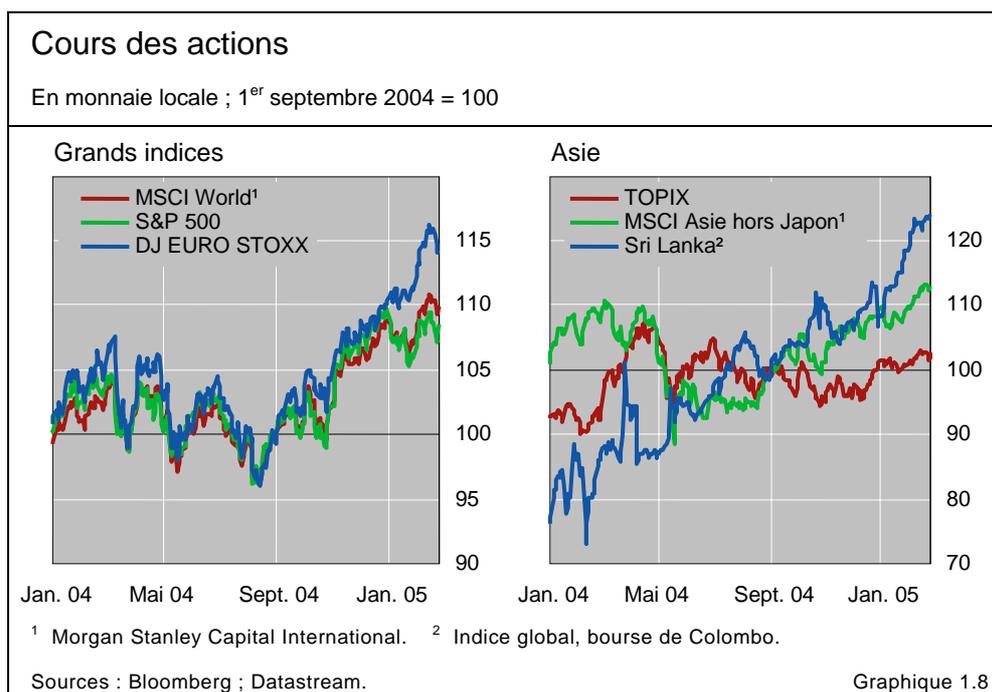
Sur les marchés des actions comme sur ceux des obligations à risque, les investisseurs ont fait preuve d'une aversion pour le risque (mesurée à partir des cours des options sur indice boursier) légèrement plus forte en tout début d'année – surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni, après un recul fin 2004 (graphique 1.9), peut-être dû à des perspectives de resserrement monétaire américain plus rapide qu'anticipé. Le S&P 500 a perdu près de 1 % le 5 janvier, le lendemain de la publication du procès-verbal de la réunion du CFOM. À noter que l'Allemagne est demeurée à l'écart ; on s'attend que les taux directeurs de la BCE restent inchangés au moins jusqu'à fin 2005.

Une flambée des cours pétroliers a renforcé les pressions à la baisse sur les cours des actions en début d'année. Vague de froid aux États-Unis, inquiétudes liées aux tensions en Irak pendant les élections et rumeurs de réduction de la production de membres de l'OPEP ont contribué à la hausse de 15 % du cours du Brent en janvier. L'ascension s'est poursuivie en février, le Brent approchant en fin de mois \$50 le baril, guère moins que son record d'octobre 2004.

Des résultats exceptionnels des entreprises ont entraîné un revirement (graphique 1.7). Dans un premier temps, les investisseurs avaient été perturbés par des résultats décevants au quatrième trimestre, notamment pour le producteur d'aluminium Alcoa ou la société de biotechnologie Genentech,

Les marchés des actions retrouvent leur sommet de 2001...

...en dépit de la hausse des cours pétroliers

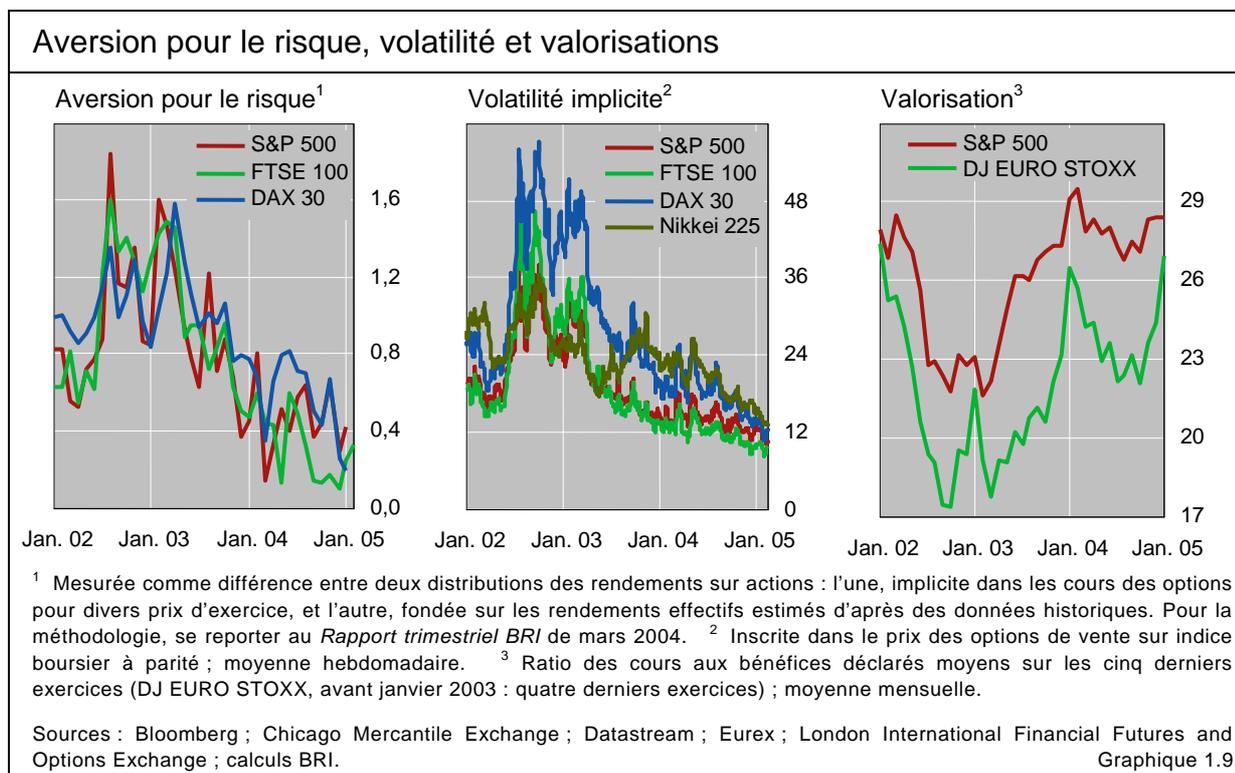


ainsi que par les avertissements des fabricants de microprocesseurs Advanced Micro Devices et STMicroelectronics. Par la suite, les résultats meilleurs que prévu d'Intel, Samsung Electronics, IBM, Nokia et autres grands noms ont apaisé les craintes.

Reprise des  
fusions-acquisitions

L'annonce, fin janvier, de quelques fusions pour des montants chiffrés en milliards de dollars a encore renforcé la confiance des opérateurs sur actions. La plus importante était l'achat de Gillette par Procter & Gamble pour \$55 milliards, financé par échange d'actions et accompagné d'un rachat d'actions équivalant à près de la moitié de la valeur de la transaction. Au nombre des autres grosses opérations, il convient de citer l'acquisition de Travelers Life & Annuity par MetLife pour près de \$12 milliards en numéraire et en actions, et de « Ma Bell », AT&T, par l'une des « baby Bells », SBC Communications, pour \$15 milliards en actions. L'aversion pour le risque a encore diminué après la publication, le 4 février, des chiffres de l'emploi aux États-Unis, qui ont atténué les craintes d'un durcissement monétaire à un rythme accéléré.

En dépit des fluctuations décrites plus haut, la volatilité, effective et implicite (graphique 1.9), est tombée, début 2005, à son plus bas niveau depuis pratiquement une décennie. Les investisseurs semblaient inhabituellement confiants dans les cotations. Le ratio cours/bénéfices prévus pour le S&P 500 se situait, mi-février, à 17, son niveau moyen entre 1961 et 1995. Mais les prévisions de bénéfices se montrent régulièrement très optimistes ; si l'on se réfère à la moyenne des bénéfices constatés sur cinq ans, le ratio était de 29, bien au-dessus de sa moyenne historique. Pour l'indice DJ EURO STOXX, le ratio était également élevé.



Au Japon, les anticipations concernant la solidité de la reprise ont effectivement témoigné d'un excès d'optimisme. Alors même que les autres grands marchés se redressaient au dernier trimestre 2004, la bourse de Tokyo stagnait, freinée par des indicateurs macroéconomiques décevants. C'est ainsi que le TOPIX a perdu 1 % le 9 décembre, après l'annonce de commandes de machines-outils bien inférieures aux anticipations. Les signes d'une forte demande extérieure ont tiré vers le haut les cours des actions japonaises fin 2004, puis en février 2005, mais ceux-ci, même après une série de bons chiffres (production industrielle, ventes de détail et mises en chantier de logements), sont restés bien au-dessous de leur maximum d'avril 2004.

Contrairement au Japon, d'autres places d'Asie se sont redressées en début d'année. Les cours des obligations et des actions n'ont pas souffert des conséquences du tsunami, qui, le 26 décembre, a frappé certains pays bordant l'océan Indien. Alors que son bilan humain est vertigineux (plus de 250 000 tués), les répercussions de cette catastrophe sur les marchés financiers sont relativement faibles. Le Sri Lanka, l'un des pays les plus touchés, a connu, outre d'énormes pertes en vies humaines, des effets dévastateurs dans les secteurs de la pêche et du tourisme. Pourtant, après un repli initial (-4 %), la bourse de Colombo a rapidement rebondi, favorisée par l'arrivée massive de fonds destinés à financer l'aide humanitaire et la reconstruction. Dès fin février, elle dépassait de presque 10 % son niveau d'avant la catastrophe, la roupie s'étant, par ailleurs, appréciée de 5 % par rapport au dollar EU (graphique 1.8).

En Asie, les marchés ne sont pas affectés par le tsunami