

1. Vue d'ensemble : désengagement sur les actifs à risque

Les rendements des obligations d'État ont fortement augmenté jusqu'à mi-mai, sous l'effet tant d'anticipations de croissance soutenue que de préoccupations concernant l'inflation. Dans un premier temps, au vu de la solidité des fondamentaux, la hausse n'a guère eu d'incidence sur les prix des actifs à risque, ni sur le goût du risque. Les marchés des actions et des produits de base ont poursuivi leur essor en mai, et les primes sur les obligations moins bien notées des entreprises et des économies émergentes se sont encore resserrées. Fin avril-début mai, le dollar s'est largement déprécié vis-à-vis des principales monnaies, sans guère d'effet apparent sur les autres devises.

Les préoccupations suscitées par l'importance des gains sur une large gamme de marchés ont débouché sur une chute soudaine et généralisée mi-mai. Si les marchés des actions du monde émergent ont été les plus durement touchés, d'autres ont, eux aussi, enregistré des pertes. La baisse des prix des actifs à haut risque semble avoir traduit, pour l'essentiel, non une réévaluation des fondamentaux, mais plutôt une moindre appétence des investisseurs pour le risque. En conséquence, des ajustements de portefeuille ont eu lieu en faveur d'instruments d'excellente qualité, telles les obligations d'État.

Soutien des fondamentaux

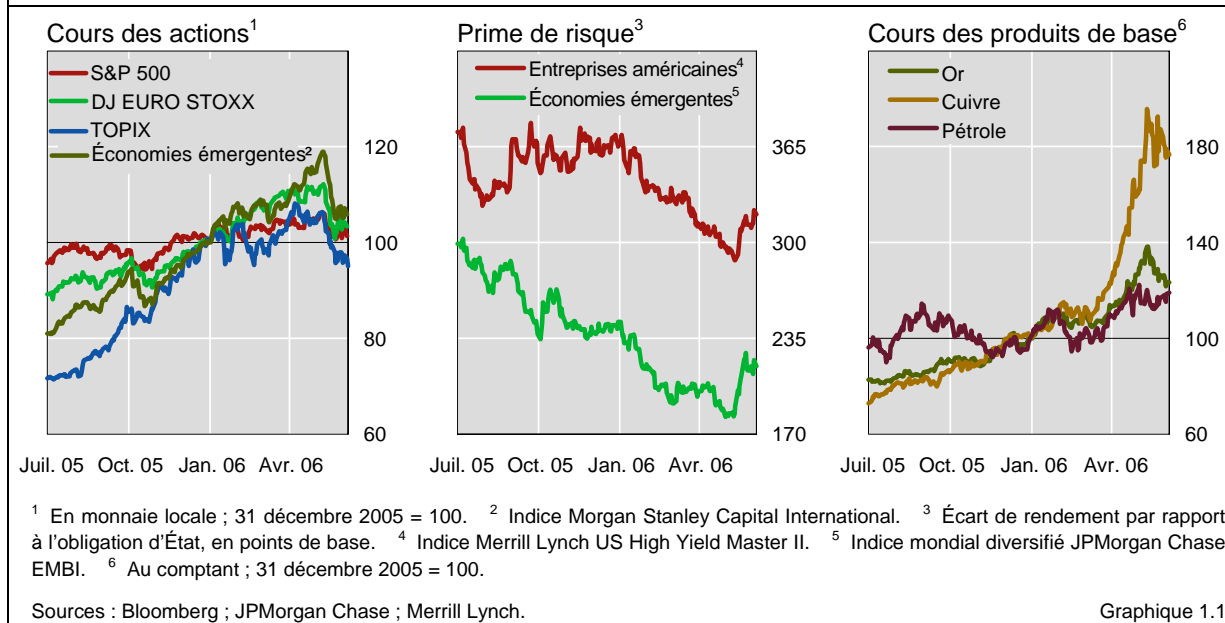
Début 2006, les prix des actifs à haut risque s'envolent...

Les quatre premiers mois de 2006, les investisseurs ont continué de se reporter sur des actifs plus risqués. Les cotations des actions, les cours des produits de base et les taux des titres de dette à haut rendement ont tous grimpé en flèche, amplifiant les gains déjà impressionnants de l'an dernier. Ainsi, entre fin 2005 et mi-mai 2006, les actions ont progressé de 19 % dans le monde émergent et de 12 % dans la zone euro (graphique 1.1). Les cours du cuivre ont presque doublé et ceux de l'or ont gagné près de 40 %. Les primes sur les obligations d'entreprise à haut rendement et sur la dette en dollars des économies émergentes se sont réduites de plus de 60 pb, revenant aux alentours de leurs minimums antérieurs, voire, pour certaines, au-dessous.

...et les rendements d'État augmentent

Durant cette période, le rendement des obligations d'État sur les principaux marchés a fortement augmenté, lui aussi. Celui des valeurs du Trésor américain 10 ans a fini par sortir de la fourchette dans laquelle il se

Marchés des actifs à risque



maintenait depuis mi-2004. Le 12 mai, il a culminé à 5,2 %, dépassant de 80 pb son niveau de fin 2005 et d'environ 30 pb son sommet de 2004 (graphique 1.2, cadre de droite). Sur le marché en euros, le rendement du *Bund* allemand 10 ans a également pris quelque 80 pb, à 4,1 %. Celui de l'obligation de référence japonaise s'est accru de 50 pb, à environ 2 % – niveau qui n'avait pas été observé depuis la fin des années 90.

Dans un premier temps, cette tendance a, dans une certaine mesure, été portée par la vigueur des fondamentaux. Les annonces macroéconomiques ont stimulé la confiance dans la solidité de l'économie mondiale. Les prévisions consensuelles sur la croissance japonaise ont été fortement revues à la hausse au premier trimestre, et ont continué de progresser ensuite (graphique 1.3, cadre de gauche). Dans la zone euro, les très bons résultats des enquêtes ont conduit les analystes à relever leurs prévisions de croissance, même si les chiffres effectifs se sont révélés bien inférieurs aux valeurs prévisionnelles. L'indice allemand ifo publié en avril, le plus haut depuis le boum de l'après-réunification, au début des années 90, a fait gagner 5 pb au rendement du *Bund*, le 25 avril. Aux États-Unis, les économistes ont pronostiqué un ralentissement modéré de l'économie, mais une croissance toujours proche de son potentiel.

L'annonce, pour le premier trimestre 2006, de bénéfices d'entreprise supérieurs aux anticipations a encore favorisé l'essor des marchés des actions et de la dette. Dans la zone euro, en avril, les corrections à la hausse des prévisions de bénéfice ont été les plus marquées depuis longtemps (graphique 1.3, cadre de droite). Aux États-Unis, elles ont porté sur le plus grand nombre d'entreprises depuis début 2005. Au Japon, cette amélioration des perspectives ayant déjà été anticipée, le TOPIX n'a guère dépassé son niveau de fin 2005.

L'essor initial est favorisé par une croissance soutenue...

...la vigueur des bénéfices...

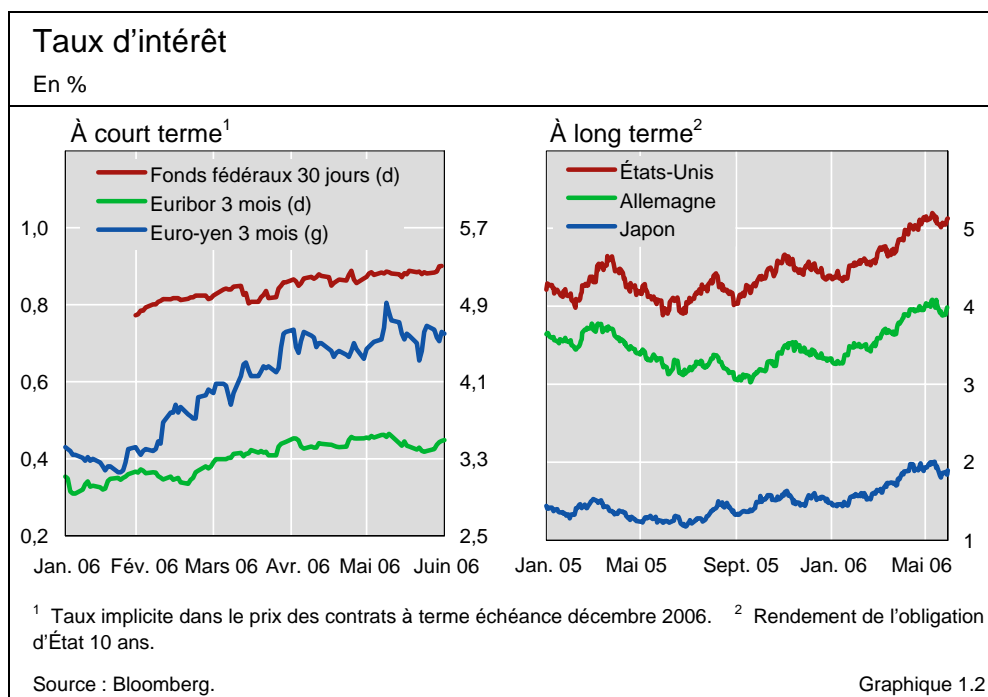
...la faiblesse des taux de défaut...

Attestant encore de la solidité des bilans, les taux de défaut des entreprises ont inscrit leur plus bas niveau depuis plusieurs années, alors qu'on s'attendait à ce qu'ils remontent. Aux États-Unis, le creux de 1997 a été battu : sur la période de douze mois terminée en avril 2006, moins de 1 % des émetteurs notés ont fait défaut, contre 1,1 % un an plus tôt. Ailleurs, aucune signature notée n'a fait défaut. Cela étant, les signes d'une inversion de tendance pour la qualité du crédit avaient déjà commencé à apparaître ; sur la même période, les déclassements ont représenté 57 % des modifications de note décidées par Moody's pour des entreprises américaines et 54 % pour les entreprises européennes, contre 54 % et 43 %, respectivement, pour l'année terminée en avril 2005.

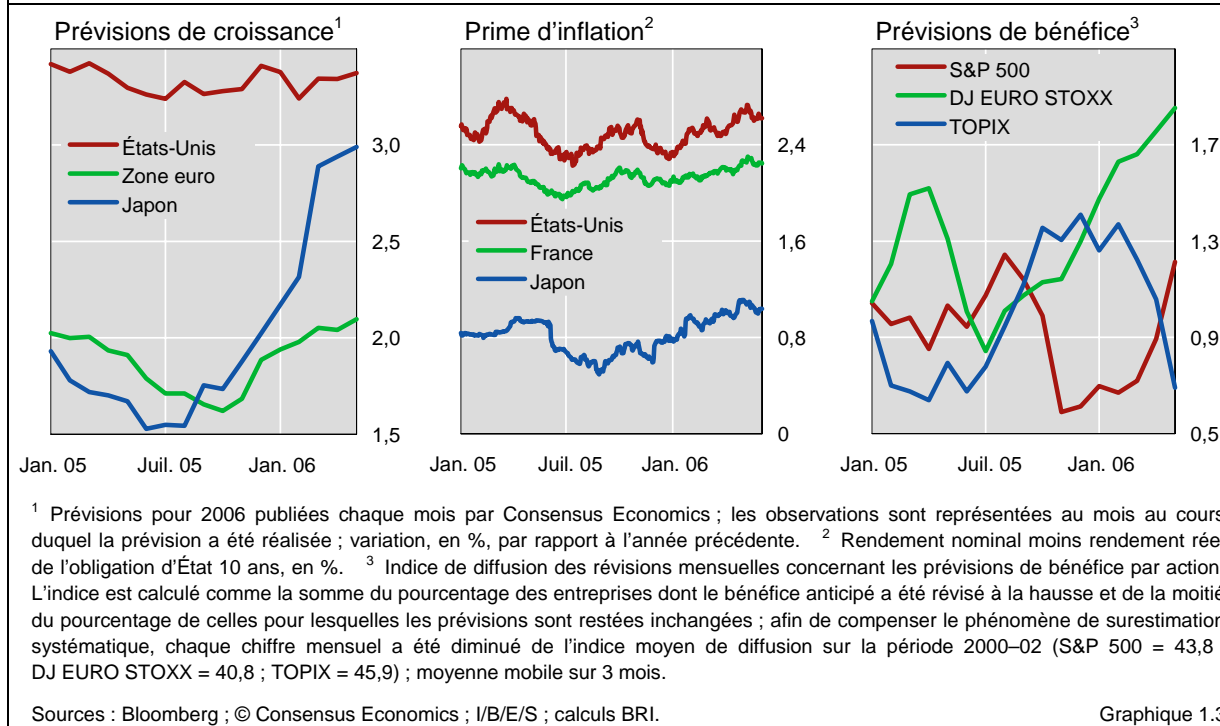
...et des perspectives inchangées pour les taux directeurs

Les marchés des actifs à risque ont, de plus, profité du fait que les fondamentaux, visiblement solides, n'ont eu qu'un effet limité sur les perspectives d'évolution des taux directeurs. Après avoir légèrement augmenté en mars, les taux courts implicites dans les contrats à terme sont restés globalement inchangés en avril-mai, signe que les intervenants n'ont pas notablement révisé leurs anticipations sur le resserrement monétaire (graphique 1.2, cadre de gauche). En mars 2006, la Banque du Japon a annoncé l'abandon de sa politique d'assouplissement quantitatif, au profit d'instruments plus conventionnels. Pourtant, l'annonce n'a guère eu d'incidence immédiate sur le marché, parce qu'elle avait déjà été largement anticipée et que la banque centrale avait souligné son intention de maintenir le taux-objectif à zéro sur une période prolongée.

Aux États-Unis, les contrats à terme sur fonds fédéraux et les cours des actions ont fortement réagi aux statistiques de l'inflation, mais les mouvements ont généralement été éphémères. Par exemple, les chiffres de l'emploi très



Perspectives macroéconomiques



positifs, le 7 avril, ont été perçus comme appelant vraisemblablement de futurs relèvements par la Réserve fédérale américaine, ce qui a contribué à induire une baisse de 1 % du S&P 500. Puis, le procès-verbal de la réunion de mars du comité de politique monétaire, publié le 18 avril, a été interprété comme signifiant que le resserrement approchait peut-être de son terme, de sorte que le S&P 500 a regagné 1,8 %.

Sur l'obligataire, toutefois, des craintes de tensions inflationnistes ont joué un rôle déterminant sur les rendements longs, qu'elles ont tirés vers le haut à partir de début avril, aux États-Unis surtout. Alors qu'entre mi-janvier et fin mars la prime d'inflation exigée par les investisseurs n'avait contribué que pour un quart à l'augmentation des rendements du Trésor EU, sa part est passée à deux tiers entre début avril et mi-mai (graphique 1.3, cadre du milieu). Dans la zone euro (ainsi qu'au Japon, d'ailleurs), le point mort d'inflation (différence entre rendement nominal et rendement indexé des obligations d'État) s'est élevé, quoique dans une proportion bien inférieure : de moins de 10 pb entre mi-avril et mi-mai, contre environ 20 pb aux États-Unis. Malgré cette tendance haussière, la prime d'inflation sur les principaux marchés est restée relativement faible et n'a pas quitté la fourchette de l'an passé.

Les préoccupations concernant l'inflation font monter les rendements à partir d'avril

La quête de rendement se poursuit début 2006

Outre la solidité des fondamentaux, un goût accru du risque a semblé alimenter l'essor des marchés de la dette et des actions sur les quatre premiers mois de l'année. Durant l'essentiel de 2004-05, les investisseurs, en quête de meilleurs rendements, avaient fait monter les prix des actifs à risque ;

ils ont continué de le faire début 2006, malgré la hausse des rendements obligataires nominaux et la poursuite du resserrement des conditions monétaires dans le monde.

La recherche de rendement favorise la diminution des primes...

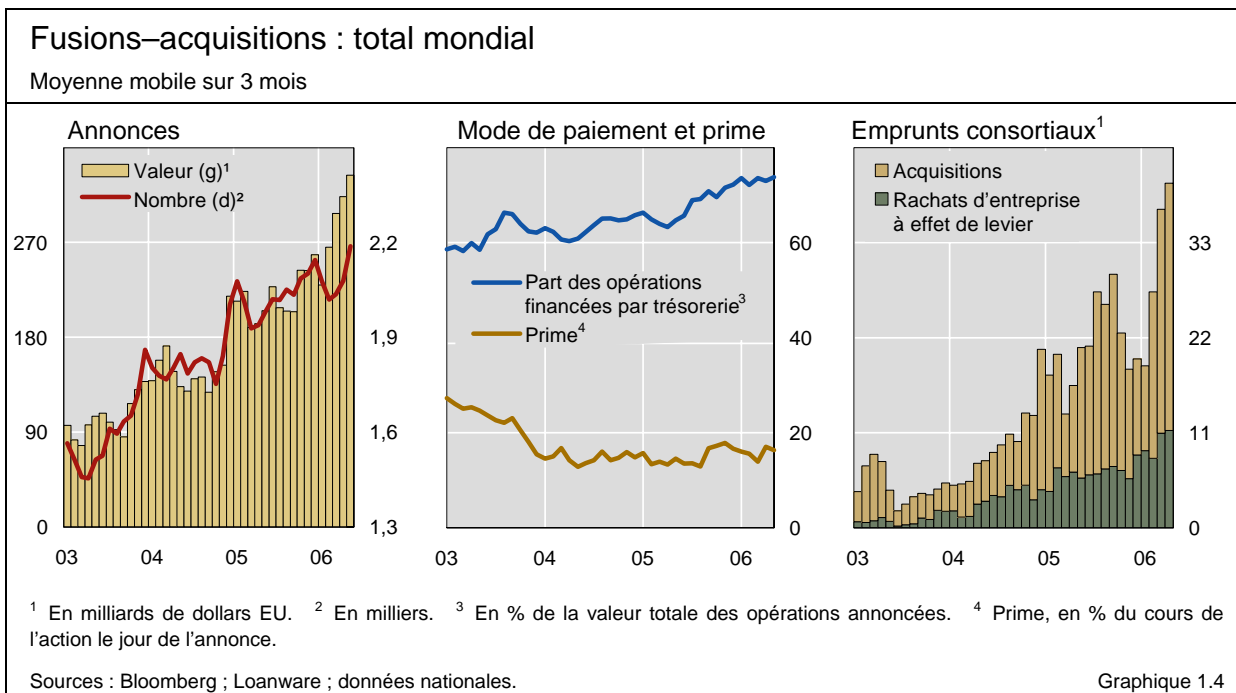
La quête de rendement a surtout été sensible dans les économies émergentes. Début 2006, profitant de conditions très favorables, les émetteurs ont levé des montants records sur le marché obligataire international, dont une part substantielle en monnaie locale (« Marché des titres de dette »). Les primes se sont amenuisées, y compris dans les pays affichant des fondamentaux relativement médiocres. Ainsi, entre fin 2005 et début mai 2006, les primes des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDE) pour les Philippines ont diminué de 100 pb, pour s'inscrire à quelque 150 pb, malgré la lenteur de l'assainissement budgétaire.

...malgré l'intensification des émissions

Sur le marché de la dette des entreprises, les investisseurs ont également accepté des primes plus faibles, y compris lorsque les emprunts se sont intensifiés. Aux États-Unis, sur les cinq premiers mois de l'année, les émissions brutes d'obligations d'entreprise ont inscrit une hausse de quelque 40 % par rapport à la période correspondante de 2005. Le crédit bancaire a, lui aussi, connu une vive expansion, surtout pour assurer le financement de fusions-acquisitions, dont le volume annoncé a gagné approximativement 50 %, sur la même base de comparaison (graphique 1.4, cadre de gauche). Durant la vague de 1999-2000, environ 70 % des opérations avaient été payées sous forme d'actions, contre 30 % seulement depuis 2005. Cette fois, elles ont quasiment toutes été financées en liquidités, souvent collectées sur l'obligataire.

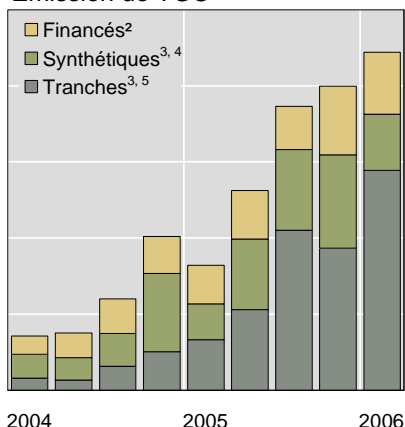
Crédits records pour financer les rachats à effet de levier

La demande d'obligations d'entreprise à rendement élevé a été particulièrement vigoureuse. Si les primes des titres d'entreprise de catégorie investissement n'ont guère varié sur les cinq premiers mois de 2006, celles de

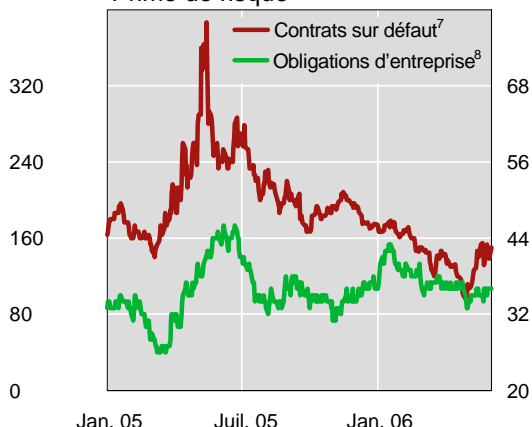


Produits structurés

Émission de TGC¹



Prime de risque⁶



¹ En milliards de dollars EU. ² TGC de flux. ³ Montant notionnel, non corrigé du risque de la tranche. ⁴ Contrats sur défaut se référant à des portefeuilles composés d'obligations d'entreprise, de titres d'État et d'instruments adossés à des actifs. ⁵ Contrats sur défaut se référant à des portefeuilles composés de contrats sur défaut indicels. ⁶ En points de base. ⁷ Signatures de qualité : dernière définition de l'indice DJ.CDX.NA 5 ans. ⁸ Indice Merrill Lynch (entreprises des États-Unis) ; prime des swaps d'actifs.

Sources : Bond Market Association ; Creditflux ; JPMorgan Chase ; Merrill Lynch.

Graphique 1.5

la dette à haut risque se sont fortement amoindries, pour s'approcher de quelques points de base de leur minimum de mars 2005. En outre, les primes sur les prêts octroyés à des emprunteurs de catégorie spéculative pour financer les rachats à effet de levier ont atteint leur plus bas niveau début 2006, malgré un vif accroissement en volume. Le montant mensuel moyen est passé de \$7 milliards en 2005 à \$10 milliards sur les quatre premiers mois de 2006 (graphique 1.4, cadre de droite), soit des chiffres comparables à ceux observés au sommet de la vague de 1989.

Cette demande était, en partie, alimentée par l'engouement des investisseurs pour les instruments structurés. Une forte proportion des nouveaux prêts à effet de levier a été achetée par des gestionnaires de TGC (titres garantis par des créances) et – après restructuration – transformée en titres mieux notés (souvent AAA). Les TGC sont généralement rémunérés par une prime bien plus élevée que les obligations d'entreprise de même note et sont donc prisés des investisseurs souhaitant maximiser le rendement sur une note donnée.

Au premier trimestre 2006, les émissions de TGC ont été exceptionnellement vigoureuses, surtout pour les TGC adossés à des contrats sur défaut (CDE), dits « TGC synthétiques » (graphique 1.5). De fait, la demande de financements structurés a été si forte qu'elle a entraîné le découplage temporaire des primes sur obligations de catégorie investissement d'avec celles sur CDE. Après les turbulences sur les marchés de la dette au deuxième trimestre 2005, les primes sur CDE n'ont guère cessé de s'amenuiser, tandis que celles sur obligations ne montraient aucun signe de retour aux creux antérieurs. Les gestionnaires de TGC ont tendance à délaisser les instruments liquides comme supports des TGC, au profit des

La demande de financements structurés reste soutenue

CDE, car les structures sont alors plus rapides à monter et plus faciles à personnaliser et à couvrir. Toutes ces opérations ont, semble-t-il, davantage comprimé les primes sur CDE que celles sur obligations, début 2006.

Signes annonciateurs de difficultés financières

Début 2006, des préoccupations liées aux valorisations ont été suscitées par...

Entre janvier et début mai 2006, au moment où les marchés des titres de dette et des actions étaient en plein essor, des signes annonciateurs d'éventuelles difficultés ont commencé à se faire jour. Sur certains marchés, l'optimisme qui avait stimulé les prix des actifs à risque s'est estompé. En conséquence, la montée de l'incertitude sur les rendements futurs a eu tendance à exacerber la sensibilité des investisseurs à toute évolution négative.

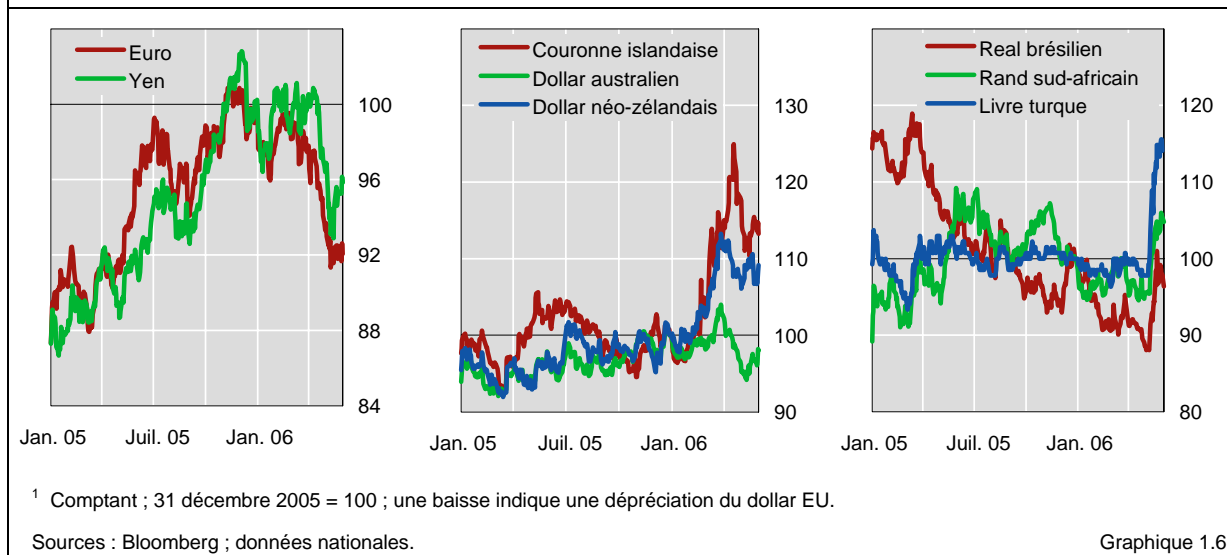
...les monnaies à haut rendement...

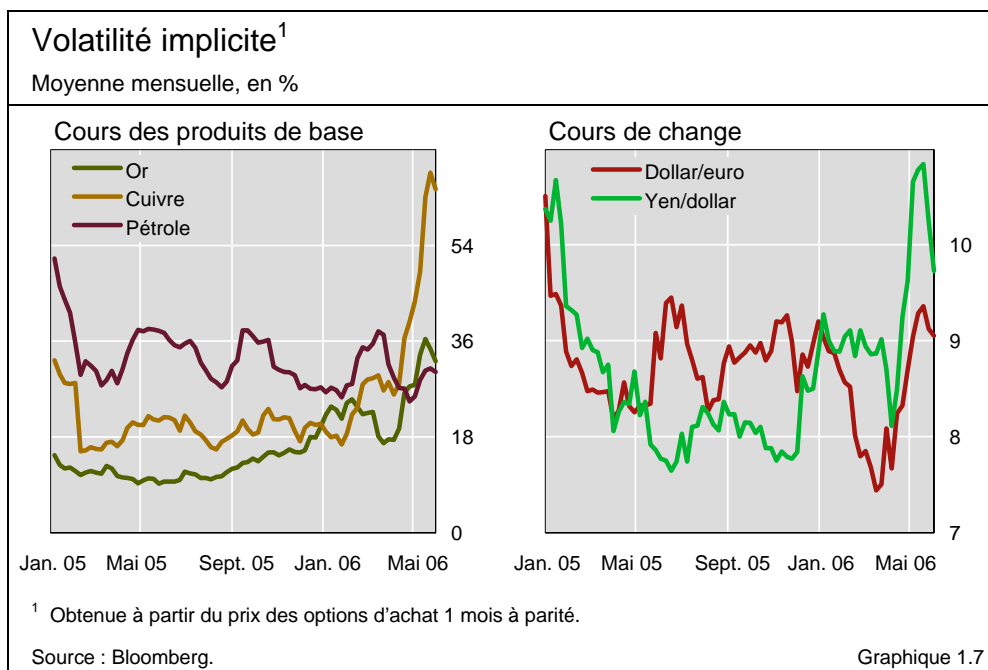
Le potentiel de contagion des turbulences a été clairement illustré fin février 2006, lors de dénouements massifs de positions de *carry trade* sur la couronne islandaise. Dans les deux jours qui ont suivi l'annonce par Fitch d'une perspective négative pour la note de la dette souveraine de l'Islande, la couronne s'est dépréciée de 7 % (graphique 1.6). Pareil événement – qui n'aurait, en temps normal, guère eu d'incidence sur les changes – a, en l'espace de quelques heures, induit une chute, brève toutefois, d'autres monnaies à haut rendement (celles d'Afrique du Sud, d'Australie, du Brésil, de Hongrie et de Nouvelle-Zélande).

...les actions du Moyen-Orient...

Si cette annonce a clairement servi de catalyseur, cela n'a pas toujours été vrai pour d'autres épisodes semblables. Le marché des actions a entamé un repli fin février en Arabie Saoudite, puis, peu après, presque partout au Moyen-Orient. Mi-mai, les actions saoudiennes s'inscrivaient en retrait de 50 % par rapport à leur pic. Malgré l'ampleur de la correction, il est difficile, dans ce cas, d'isoler l'événement déclencheur. Le phénomène semblait sans rapport avec une quelconque évolution des fondamentaux. Il coïncidait même avec un nouveau renchérissement du pétrole, élément qui, normalement, dynamise les

Cours de change du dollar EU contre diverses monnaies¹





perspectives des pays exportateurs de pétrole. Simplement, le processus, conjuguant optimisme des investisseurs et comportement grégaire, qui avait multiplié par deux les cours des actions du Moyen-Orient en 2005, a joué en sens inverse début 2006. Malgré la solidité des fondamentaux, les bénéfices ne se sont pas accrus autant que les cours des actions ; l'importance de leurs revenus pétroliers a permis aux investisseurs de la région de porter le ratio cours/bénéfice bien au-delà des niveaux justifiés par les fondamentaux. Des valorisations aussi élevées ont fini par saper l'optimisme qui avait favorisé l'essor.

Les valorisations ont causé quelques doutes également sur les marchés des produits de base. Mi-avril, la volatilité implicite dans les cours du cuivre et de l'or a commencé à augmenter fortement (graphique 1.7), ce qui est surprenant car, dans le même temps, les cours prenaient rapidement de la hauteur : une telle hausse est généralement associée à un recul de la volatilité. Cette relation positive suggère un accroissement de l'incertitude sur les valorisations à mesure du renchérissement des produits de base. Il est à noter que la volatilité implicite est restée inchangée sur le marché du pétrole, ce qui pourrait indiquer que les conditions fondamentales d'offre et de demande justifiaient davantage la hausse des cours sur ce marché.

Sur les changes aussi, l'incertitude a augmenté fin avril. Entre mi-avril et mi-mai, le dollar EU s'est déprécié de quelque 6 % vis-à-vis de l'euro et du yen, au moment où l'inflation commençait à susciter des préoccupations sur les marchés des obligations en dollars (graphique 1.6). Avec le repli de la monnaie américaine, la volatilité implicite sur les changes s'est accrue, pour atteindre son plus haut niveau depuis début 2005 (graphique 1.7).

...les produits de base...

...et le dollar EU

Réévaluation du risque sur les marchés

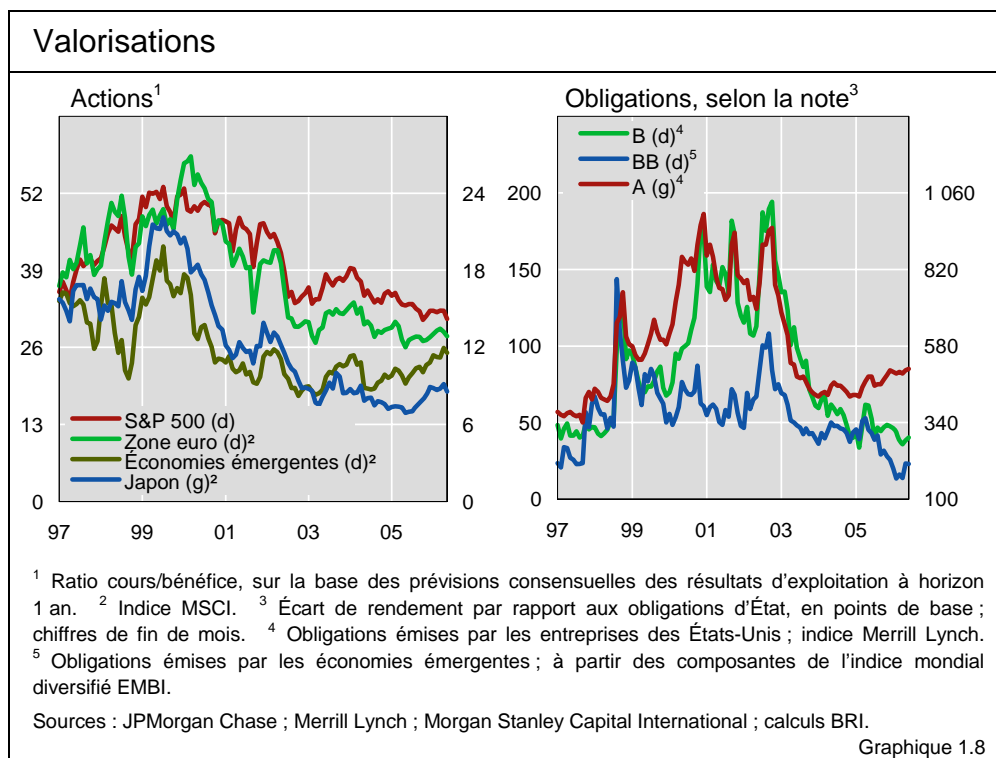
Les actions sont les plus durement touchées...

Dans ce contexte d'incertitude croissante sur les valorisations de certains segments, nombre de marchés ont changé de cap. Autour du 10 mai, la cotation des obligations d'État bien notées a commencé d'augmenter, tandis que celle d'instruments plus risqués baissait. Le revirement du sentiment a surpris par son ampleur : quasiment tous les marchés ont été touchés par le repli, même ceux où les investisseurs avaient semblé satisfaits des valorisations. Ainsi, dans les pays industrialisés, la surévaluation des actions n'était pas manifeste ; début 2006, les ratios cours/bénéfice avaient même généralement diminué sur les principaux marchés (graphique 1.8). Les actions ont pourtant été les plus durement touchées. Entre le 10 et le 22 mai, le DJ EURO STOXX a perdu 10 %, le TOPIX, 6 %, et le S&P 500, 5 % (graphique 1.1).

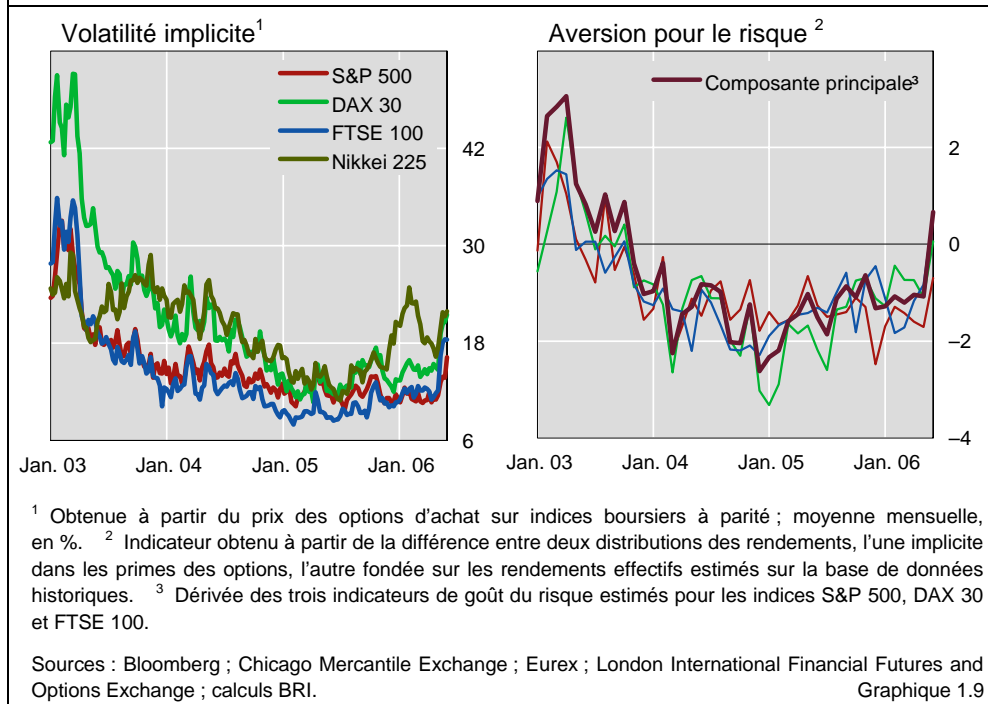
Les obligations d'entreprise apparaissaient plus vulnérables que les actions, vu que les primes restaient proches de leurs minimums cycliques, malgré la multiplication des rachats à effet de levier. Or, l'augmentation des primes a été modérée : 25 pb seulement pour les entreprises américaines à haut rendement – bien moins que durant les turbulences d'avril-mai 2005. De même, les cours des produits de base ont abandonné leurs sommets, mais ils sont restés bien supérieurs à leurs niveaux de fin 2005.

...surtout dans les économies émergentes

La correction de mi-mai a été particulièrement marquée dans le monde émergent, même si, là encore, les titres de dette ont mieux résisté que les actions. Entre le 10 et le 22 mai, l'indice MSCI des actions des économies émergentes a perdu 11 % en termes de monnaie locale (graphique 1.1). Individuellement, certains marchés ont reculé bien davantage : -24 % en



Marchés des actions : volatilité et goût du risque



Russie et -17 % en Inde. Nombre de monnaies se sont fortement dépréciées vis-à-vis du dollar EU : la livre turque a cédé 14 % et le real brésilien 12 % (graphique 1.6). Parallèlement, dans plusieurs cas, les rendements des obligations d'État ont sensiblement augmenté. Les primes sur la dette extérieure en dollars ont progressé de quelque 30 pb, sans toutefois dépasser leur niveau de fin 2005 (graphique 1.8).

Il est difficile de dire quel événement précis a pu précipiter cette vive correction. Le repli n'a été ni synchrone ni soudain : certains marchés sont tombés à leur plus bas le 9 mai, d'autres quelques jours plus tard ; certains ont enregistré des chutes journalières d'une ampleur exceptionnelle, d'autres de modestes replis. Les indicateurs n'ont donc pas été la cause première. De fait, les fondamentaux n'ont enregistré aucun changement significatif. Certes, l'inflation suscitait des préoccupations. Ainsi, l'annonce, le 15 mai, d'une hausse plus forte qu'attendue des prix à la consommation aux États-Unis a induit un recul de 1,7 % du S&P 500 et des replis encore plus sensibles des indices boursiers en Amérique latine et en Europe, mais ces préoccupations avaient commencé à se faire sentir bien avant. En outre, elles étaient les plus vives sur le marché américain, qui a pourtant moins baissé que la plupart des autres.

Si ce ne sont pas les fondamentaux, c'est donc que le goût du risque pourrait avoir joué un rôle majeur. La caractéristique dominante du repli était que les marchés les plus touchés étaient également ceux qui avaient le plus progressé dans les mois précédant le repli. Il semble y avoir eu un effet de contagion, la chute de certains segments exacerbant l'incertitude quant à la

Des fondamentaux inchangés...

...suggèrent un recul du goût du risque comme principale motivation...

durabilité des gains récemment engrangés sur d'autres et incitant les investisseurs à se désengager rapidement, pour essayer de préserver leur acquis.

...ce que corrobore la hausse de la volatilité implicite

La hausse marquée de la volatilité implicite qui a accompagné le repli corrobore la thèse d'une réévaluation générale du risque. Sur la plupart des principaux marchés des actions, la volatilité implicite est montée à son plus haut depuis le repli mondial de l'obligataire, mi-2004 (graphique 1.9). Au Japon, elle est demeurée en deçà des niveaux de janvier – mois durant lequel le TOPIX avait culminé – mais s'est néanmoins accrue. Après avoir fluctué autour de 11 % les quatre premiers mois de 2006, la volatilité implicite de l'indice S&P 500 a atteint un pic de 20 % dans la séance du 24 mai. Elle a ensuite diminué, mais, le 2 juin, elle dépassait encore notablement son niveau de début d'année.

La volatilité implicite est influencée par les perceptions de la volatilité future mais aussi par l'aversion des investisseurs à son égard. On peut dissocier ces deux facteurs d'influence en comparant la distribution des rendements anticipés implicites dans les prix des options à celle des rendements historiques. On obtient ainsi des mesures de l'aversion pour le risque. Les calculs réalisés sur les données de fin mai font apparaître une forte élévation d'ensemble (graphique 1.9). La composante commune a d'ailleurs touché son maximum depuis mi-2003, ce qui donne à penser que, même si les craintes d'inflation ont pu inciter à revoir quelque peu à la hausse la volatilité future des rendements, c'est bien l'intensification de l'aversion pour le risque qui a fait monter la volatilité implicite. Si elle devait durer, cette tendance pourrait être le signe que la quête de rendement qui caractérise les marchés financiers depuis 2004 est en perte de vitesse, à un degré variable toutefois selon les segments.