

Vue d'ensemble : remontée des marchés jusqu'en février¹

De fin novembre à la troisième semaine de février, les prix des actifs à risque se sont redressés à mesure que les perspectives de croissance s'amélioraient, tandis que la volatilité implicite restait proche de son plancher historique. Dans cet environnement, les rendements ont progressé sur les principaux marchés des obligations d'État et les investisseurs ont jugé de plus en plus probable un resserrement des taux à brève échéance. Aux États-Unis, la publication de statistiques montrant une étonnante vigueur de l'activité, en particulier pendant la première moitié de la période analysée, a fait s'éloigner les espoirs de voir la Réserve fédérale assouplir prochainement son orientation monétaire.

La rentabilité des entreprises et le nombre élevé des fusions-acquisitions ont contribué à des remontées sur les marchés des actions. Parallèlement, les primes sur la dette à haut rendement sont descendues à leur plus bas historique, signe d'un goût prononcé des investisseurs pour le risque, de bonne santé des bilans et de taux de défaut étonnamment faibles, surtout sur la dette à haut rendement. Sur certains titres garantis par des créances (TGC), principalement sur ceux axés sur l'immobilier résidentiel américain, les primes ont nettement augmenté ces deux derniers mois, ce qui annonce peut-être une inflexion plus marquée du cycle dans les mois à venir.

Les primes sur les emprunts des économies émergentes sont également tombées à des planchers historiques au cours des deux premiers mois de 2007, pendant que les actions continuaient, elles, à s'apprécier. Des facteurs locaux ont pesé sur plusieurs pays, mais ne semblent guère avoir affecté la perception des investisseurs jusqu'à la dernière semaine de février. Dans une large mesure, les marchés anticipaient la poursuite de la croissance dans les économies émergentes, ainsi qu'une embellie aux États-Unis. L'évolution des prix des actifs dans ces économies s'explique certainement aussi par un gros appétit pour le risque.

¹ La Vue d'ensemble couvre la période allant de fin novembre 2006 au 23 février 2007.

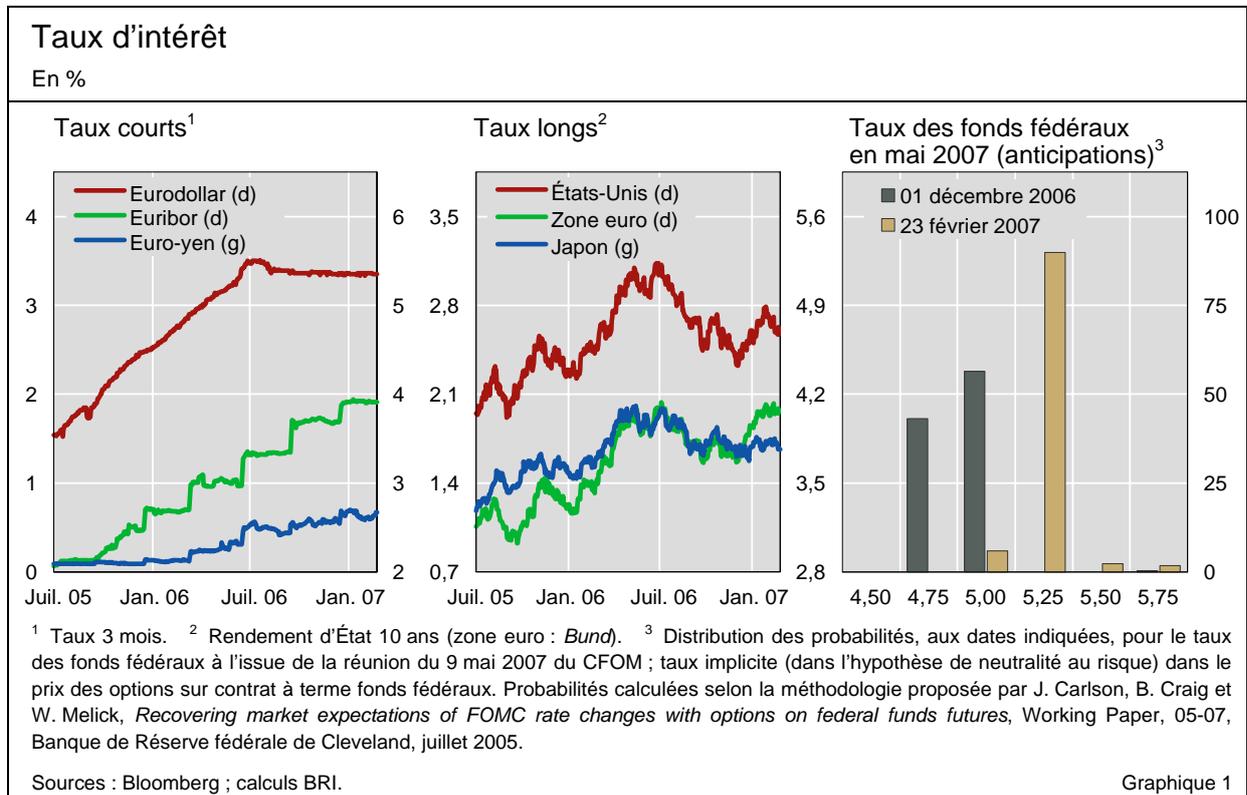
Hausse des rendements obligataires à la faveur des bons chiffres de l'économie

Le rendement des emprunts d'État des grandes économies industrialisées s'est tendu fin 2006 et début 2007. Aux États-Unis, le rendement du Trésor 10 ans, qui avait chuté à son plus bas sur près d'un an début décembre 2006, s'est tendu de presque 50 points de base (pb), à 4,90 %, fin janvier, avant de retomber à 4,70 % environ avant fin février (graphique 1, cadre du milieu) ; la tendance a été la même dans la zone euro (hausse de près de 40 pb du *Bund* allemand 10 ans, à 4,05 %), et au Japon, mais dans une proportion bien moindre : dans la troisième semaine de février, le rendement de l'obligation d'État japonaise (de même durée) se situait légèrement au-dessous de 1,70 %, soit moins de 10 pb de hausse depuis début décembre. En revanche, les taux courts du marché monétaire sont restés inchangés aux États-Unis, où la Réserve fédérale a maintenu sa politique, alors qu'ils ont augmenté dans la zone euro et au Japon, où le taux directeur a été relevé (graphique 1, cadre de gauche).

Hausse du rendement des emprunts d'État...

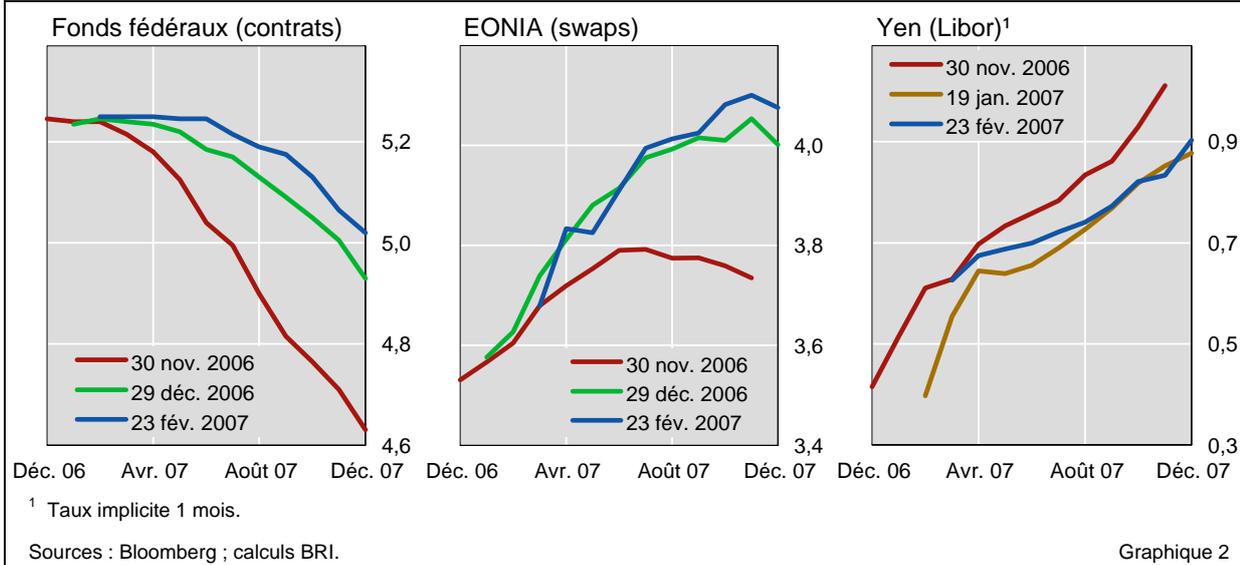
Cette hausse des rendements obligataires résultait aussi, aux États-Unis surtout et, dans une moindre mesure, en Europe, du fait que les investisseurs estimaient de plus en plus probable un resserrement monétaire plus fort qu'initialement prévu. Début décembre, les prix des options sur contrat à terme fonds fédéraux indiquaient que les marchés jugeaient quasiment certaine une réduction de 25 pb des taux de la Réserve fédérale (et très vraisemblables deux baisses de 25 pb) durant les cinq premiers mois de 2007 (graphique 1, cadre de droite). En revanche, fin février, un assouplissement paraissait quasi

...la perspective d'une réduction « certaine » des taux américains s'éloignant



Taux à terme

En %



exclu avant mai, et la probabilité d'un *statu quo* s'établissait à 90 %. La forte tendance à la hausse sur l'ensemble de la courbe des taux à terme sur fonds fédéraux semblait écartier une détente monétaire au second semestre (graphique 2, cadre de gauche). La déclaration du CFOM, le 31 janvier, et l'audition du Président de la Réserve fédérale devant le Congrès deux semaines plus tard, qui ont confirmé l'affermissement de la croissance économique, mais aussi l'amélioration de l'inflation sous-jacente, ont conforté le marché dans l'idée que le taux directeur américain resterait inchangé pendant un temps. Dans la zone euro, la BCE a relevé son taux directeur de 25 pb le 7 décembre, comme prévu, puis l'a maintenu en janvier et février. La courbe des taux à terme EONIA indiquait que, par rapport à novembre 2006, les opérateurs tablaient, fin février, sur un resserrement plus prononcé en 2007 (graphique 2, cadre du milieu).

Les marchés ont été surpris par la décision de la Banque d'Angleterre...

Deux décisions de politique monétaire ont surpris les marchés. Premièrement, le 11 janvier, la Banque d'Angleterre a opté pour un durcissement, que les investisseurs n'avaient quasiment pas anticipé et qui s'est traduit par une forte hausse des rendements obligataires britanniques, voire par un certain effet de contagion à l'extérieur du Royaume-Uni. Cette décision a été prise en réaction à l'indice des prix à la consommation (parvenu à 3 %, soit 1 point de pourcentage au-dessus de sa cible), dont seule la Banque d'Angleterre avait eu connaissance à ce moment-là.

...et par celle de la Banque du Japon

Deuxièmement, au Japon, dans les jours précédant la réunion des 17–18 janvier du comité monétaire de la banque centrale, les investisseurs s'attendaient à un relèvement, avec une probabilité avoisinant 70–80 % (d'après les taux du marché monétaire et les projections des analystes). Or, la veille de l'annonce de la décision, la rumeur d'un *statu quo* a commencé à courir, provoquant un important repli des rendements obligataires. Le communiqué officiel, par lequel la Banque du Japon a confirmé qu'elle ne

modifiait pas ses taux, a donc eu peu de répercussions sur ces rendements. La volatilité implicite des taux courts japonais s'est ensuite accrue, les taux d'intérêt ont reculé et la courbe des taux à terme implicites s'est aplatie. La partie de cette courbe qui correspond aux anticipations pour le second semestre 2007 n'a guère été affectée par le relèvement de 25 pb (à 0,5 %) du taux directeur, lors de la réunion du 21 février (graphique 2, cadre de droite).

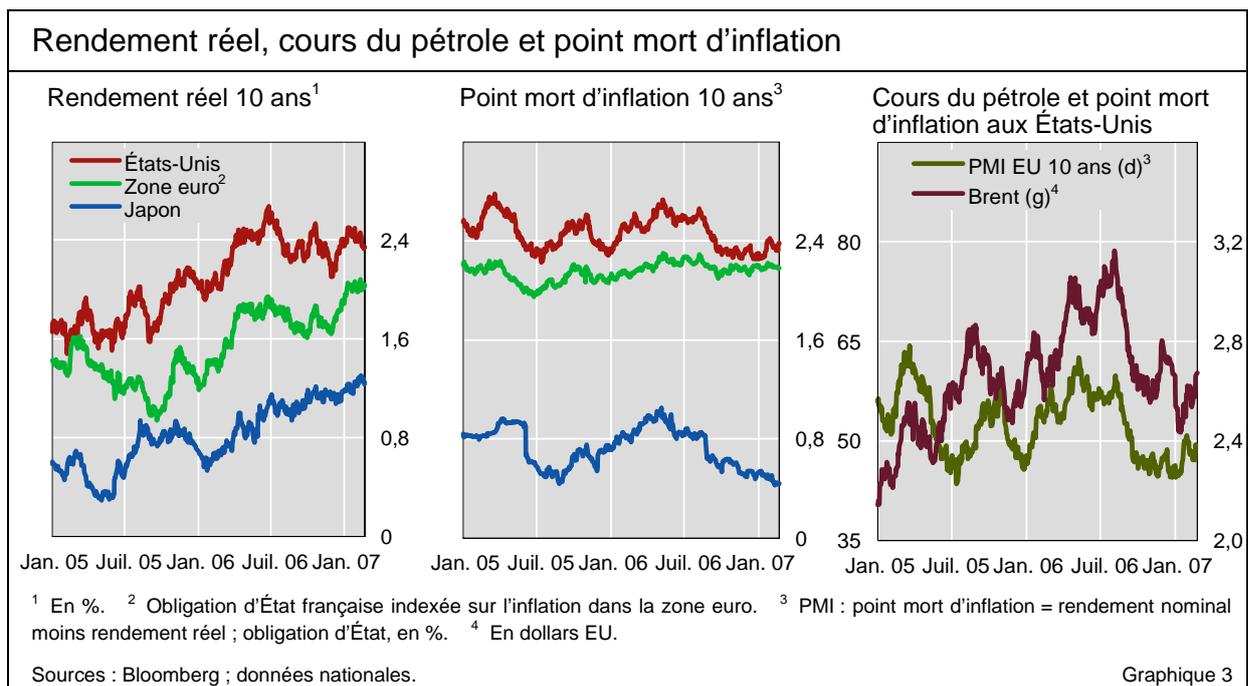
Le lien entre le dynamisme perçu de l'économie et les anticipations monétaires a été manifeste aux États-Unis comme dans la zone euro. Plusieurs indicateurs, particulièrement en décembre et janvier, ont révélé une économie américaine étonnamment résiliente. Conjuguées à la baisse des cours du pétrole, ces annonces ont conduit les marchés à se montrer plus optimistes. Dans la zone euro, les chiffres publiés ont également confirmé l'excellente tenue de l'activité ainsi que l'amélioration des perspectives. Soutenus par cette multiplication de bonnes nouvelles, les rendements obligataires ont augmenté dans les deux régions, pour l'essentiel en raison d'une hausse en termes réels (graphique 3, cadre de gauche). Cependant, fin février, une remontée des cours du pétrole et certains indicateurs moins favorables aux États-Unis ont paru tempérer l'optimisme des investisseurs, provoquant un léger repli des rendements obligataires dans ce pays.

Cette hausse des rendements obligataires nominaux, observée depuis fin novembre dans les grandes économies industrialisées, a été modérée, dans une certaine mesure, par des chiffres de l'inflation qui ont globalement traduit une stabilité, voire un reflux, des tensions sur les prix. Le point mort d'inflation est resté quasiment inchangé des deux côtés de l'Atlantique (graphique 3, cadre du milieu). La dégrue des cours du pétrole pourrait y avoir contribué, du moins jusqu'à la remontée du prix du baril, mi-janvier (graphique 3, cadre de droite). Néanmoins, aux États-Unis, le point mort d'inflation a légèrement

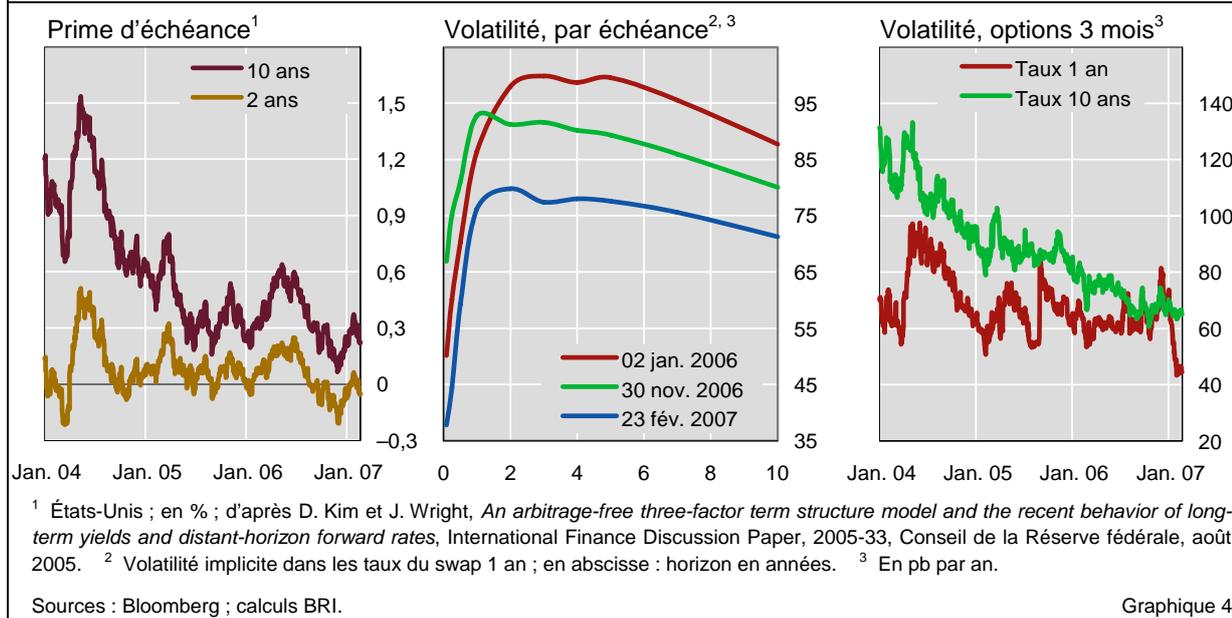
Les bons chiffres de l'économie...

...font monter les rendements réels et nominaux...

...sans guère modifier le point mort d'inflation



Prime d'échéance et volatilité des options sur swap



augmenté après l'annonce d'une inflation plus forte que prévu dans la seconde quinzaine de février.

L'estimation des primes d'échéance nominales aux États-Unis fait penser que la tension des rendements obligataires résulte en partie d'une remontée des primes, qui étaient extrêmement faibles début décembre (graphique 4, cadre de gauche). La prime s'est accrue presque autant à 2 ans qu'à 10 ans, ce qui donne à penser qu'elle a suivi une évolution parallèle pour l'ensemble des échéances. Cette augmentation ne représentant toutefois que la moitié environ de celle des rendements nominaux, on peut considérer qu'elle tient essentiellement à des révisions en hausse de la trajectoire anticipée des taux.

La volatilité implicite à 3 mois des options sur swap 1 an révèle que l'incertitude quant à l'évolution des taux courts est tombée à de nouveaux creux en janvier et février (graphique 4, cadre de droite). En revanche, étant donné que la volatilité implicite a nettement moins décliné à 10 ans qu'à 1 an, on peut supposer que l'incertitude a très fortement diminué sur les échéances courtes. C'est peut-être parce que les investisseurs ont jugé de plus en plus probable que la Réserve fédérale maintiendrait son taux inchangé pendant un temps. En témoigne également la nette contraction de l'éventail des probabilités de resserrement des taux directeurs (graphique 1, cadre de droite).

Néanmoins, le repli de la volatilité implicite ne s'est pas limité aux options sur swap à horizon rapproché. La structure par échéance de la volatilité implicite sur swap 1 an fait apparaître une baisse générale entre fin novembre 2006 et fin février 2007 (graphique 4, cadre du milieu). Pour les horizons supérieurs à 2 ans, il s'est agi de la poursuite d'une tendance observée sur une grande partie de 2006, alors que, pour les horizons de moins de 2 ans, le recul observé depuis fin novembre a succédé à des hausses au second semestre. Cette tendance baissière a été constatée sur l'ensemble de la

La volatilité implicite des taux tombe à un nouveau creux...

...pour toutes les échéances

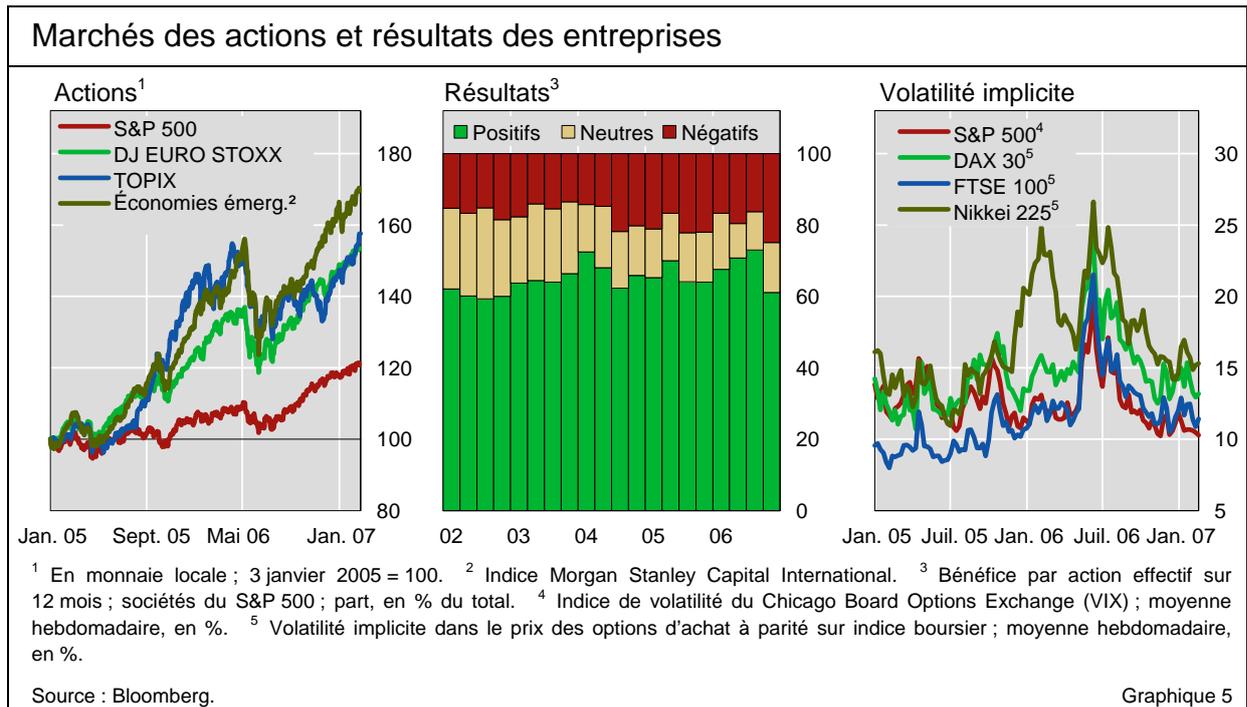
courbe jusqu'à l'horizon 10 ans. On pourrait en conclure que le recul de l'incertitude concernant la trajectoire des taux courts a été interprété comme un phénomène structurel, et donc persistant, ou que la baisse de la volatilité implicite traduit en partie celle de la rémunération demandée par les marchés face au risque de volatilité, pour toutes les échéances.

Les fusions-acquisitions soutiennent les marchés des actions

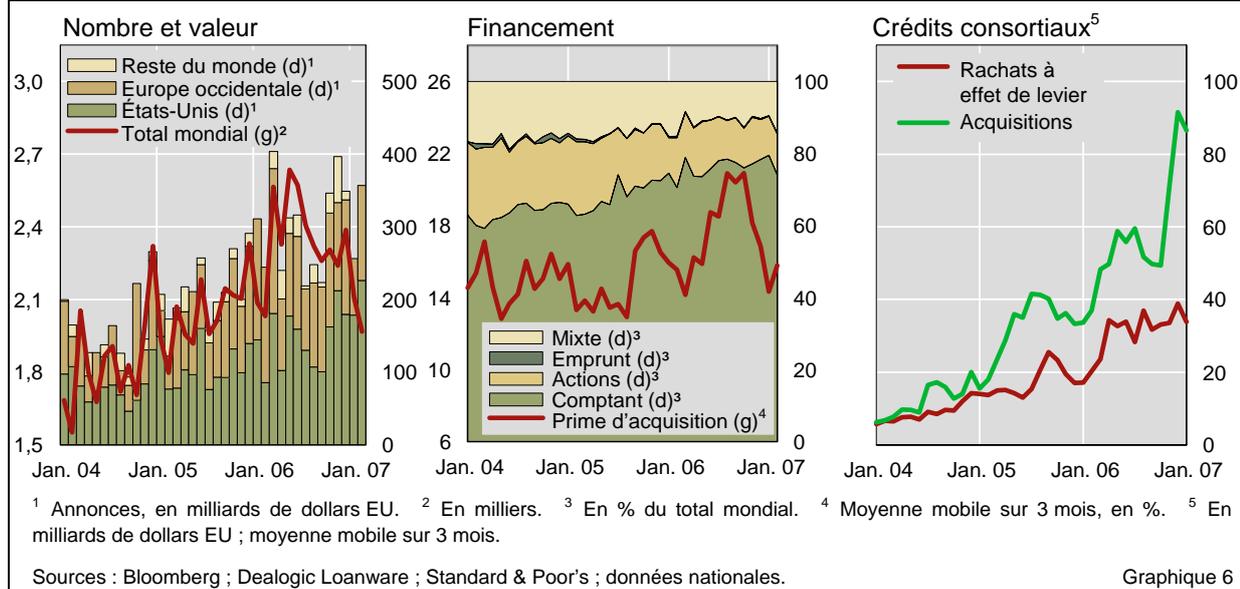
Les marchés des actions ont poursuivi leur rétablissement, plus marqué au Japon et en Europe qu'aux États-Unis (graphique 5, cadre de gauche). De fin novembre à la troisième semaine de février, l'indice TOPIX a gagné 13 %, atteignant son plus haut niveau depuis 15 ans, tandis que le DJ EURO STOXX et le S&P 500 progressaient de 9 % et 4 %, respectivement, pour se situer à leur maximum depuis six ans.

Aux États-Unis, les marchés des actions ont concentré leur attention sur l'évolution des résultats des entreprises au quatrième trimestre, pour voir si elle confirmerait les bons chiffres des trimestres précédents. Néanmoins, les intervenants ont aussi réagi aux signes d'un possible fléchissement du marché du logement. Le S&P 500 a brièvement atteint son plus haut depuis six ans, le 24 janvier, après l'annonce, par Yahoo! et Sun Microsystems, de résultats supérieurs aux anticipations. Il s'est replié le lendemain en raison de ventes de logements existants moins favorables que prévu et de chiffres décevants en provenance d'autres sociétés phares. Se reprenant début février, notamment grâce à la publication de résultats positifs, il a temporairement reperdu du terrain, lorsque HSBC Holdings et New Century Financial Corporation ont fait état, le 8 du mois, d'une dégradation du marché américain des prêts hypothécaires de qualité inférieure (voir ci-après).

Le S&P 500 à son plus haut sur six ans



Fusions-acquisitions



Tassement des résultats aux États-Unis

Dans l'ensemble, au quatrième trimestre 2006, les résultats des entreprises américaines ont dépassé les attentes des analystes, même si leur croissance a semblé se tasser. La période de présentation des résultats était quasiment terminée fin février pour les sociétés du S&P 500, avec à nouveau, mais dans une proportion moindre (graphique 5, cadre du milieu), de bonnes surprises (61 % du total, taux le plus faible depuis le quatrième trimestre 2002) plus nombreuses que les mauvaises (25 %, taux le plus élevé depuis le troisième trimestre 1998). De surcroît, l'expansion globale des résultats du quatrième trimestre (un peu moins de 10 %, en termes pondérés par le nombre d'actions en circulation) s'est nettement contractée par rapport aux trois périodes d'annonce antérieures (15 %, voire plus).

Des résultats globalement solides ont soutenu les marchés des actions en Europe, en plus de statistiques positives pour la zone euro et de l'évolution de la situation macroéconomique aux États-Unis. Ces bons résultats et les rumeurs de certains rachats d'entreprises ont conduit à dix séances consécutives de progression du DJ STOXX dans la première quinzaine de décembre, phase de redressement la plus longue depuis 1997. Cette tendance haussière s'est poursuivie jusqu'à mi-février, et l'indice a battu un record de six ans le 24 janvier, alors même que certaines annonces tempéraient par moments l'enthousiasme des investisseurs.

La dépréciation du yen sert les actions japonaises

Après avoir évolué sans tendance précise au troisième trimestre 2006, les marchés japonais des actions se sont finalement raffermis fin novembre. Si les solides résultats des entreprises y ont contribué de manière déterminante, ce redémarrage s'explique aussi, en partie, par l'érosion du yen, qui, elle-même, serait due aux pressions exercées par les opérations de portage sur les monnaies de financement (encadré). La remontée s'est amorcée après le 22 novembre, lorsque le yen a atteint un creux historique face à l'euro, et a fini

Mise en évidence des opérations de portage

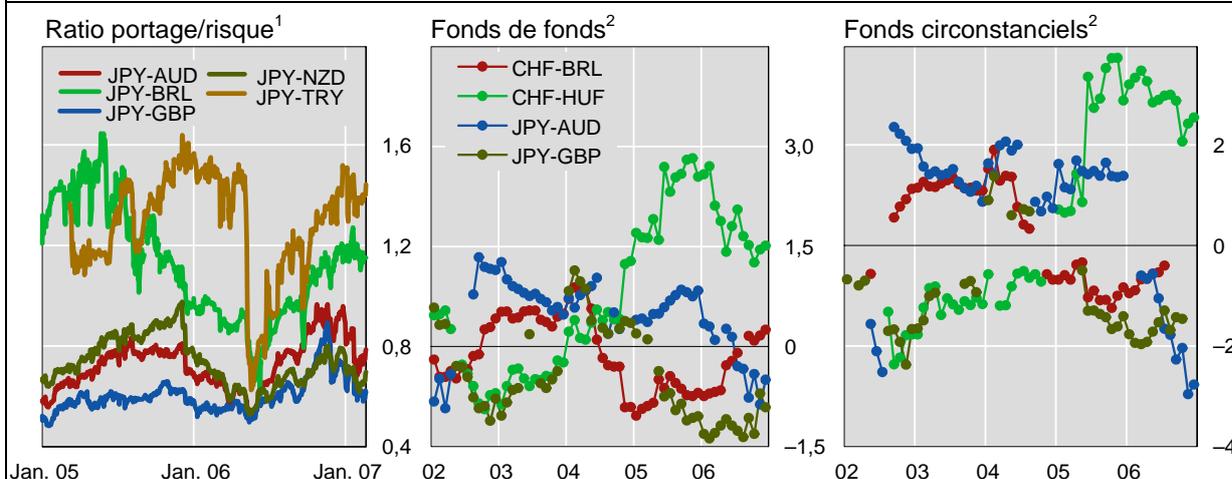
Patrick McGuire et Christian Upper

Nombre d'intervenants ont attribué la récente faiblesse du yen japonais et du franc suisse à une intensification du portage financé dans ces monnaies. Il est toutefois malaisé de mesurer l'ampleur du phénomène, parce que les données sont incomplètes, ce qui permet difficilement d'identifier les positions de portage, mais aussi du fait d'une absence de consensus sur la définition exacte du portage^①. Les auteurs ont analysé diverses sources de données pour tenter de déterminer si le portage s'est accéléré ces derniers mois. Les conclusions sont, dans l'ensemble, contrastées. S'agissant des positions sur dérivés, les données corroborent globalement la croissance du portage, en particulier pour les opérations financées en yens ; pour les créances bancaires transfrontières, les données sont plus difficiles à interpréter. De même, les données sur les rendements des fonds spéculatifs montreraient une sensibilité aux gains de portage, mais les résultats sont loin d'être probants.

Les gains attendus du portage dépendent de l'écart de taux d'intérêt et de la probabilité de mouvements de change défavorables. Le ratio portage/risque^② – mesure *ex ante* de l'attrait de paires de monnaies spécifiques – montre que les portages financés en yens pour des placements dans les monnaies d'économies émergentes (real brésilien ou livre turque, par exemple) sont devenus de plus en plus attrayants depuis mi-2006, alors que ceux qui ciblent les monnaies d'économies plus avancées ont perdu de leur attrait ces derniers mois (graphique A, cadre de gauche). Les portages financés en francs suisses suivent une évolution similaire, avec, cependant, un ratio portage/risque généralement plus bas.

Les fonds spéculatifs seraient très présents dans l'activité de portage. De fait, les régressions sous forme d'analyse de style^③ montrent que les rendements des fonds spéculatifs s'expliquent en partie par des gains de portage. Pour nombre de familles de fonds spéculatifs (fonds de fonds et

Rendement des fonds spéculatifs et gains de portage



¹ Écart de taux d'intérêt 3 mois divisé par la volatilité implicite de l'option de change. Le yen japonais est la monnaie de financement.

² Coefficients des régressions séquentielles sur fenêtre mobile de 24 mois des rendements des fonds spéculatifs sur les indices de marché et les variables de substitution pour les gains de portage. La première monnaie est la monnaie de financement et la seconde, la monnaie de placement.

Sources : Datastream ; HFR ; JPMorgan Chase ; calculs BRI.

Graphique A

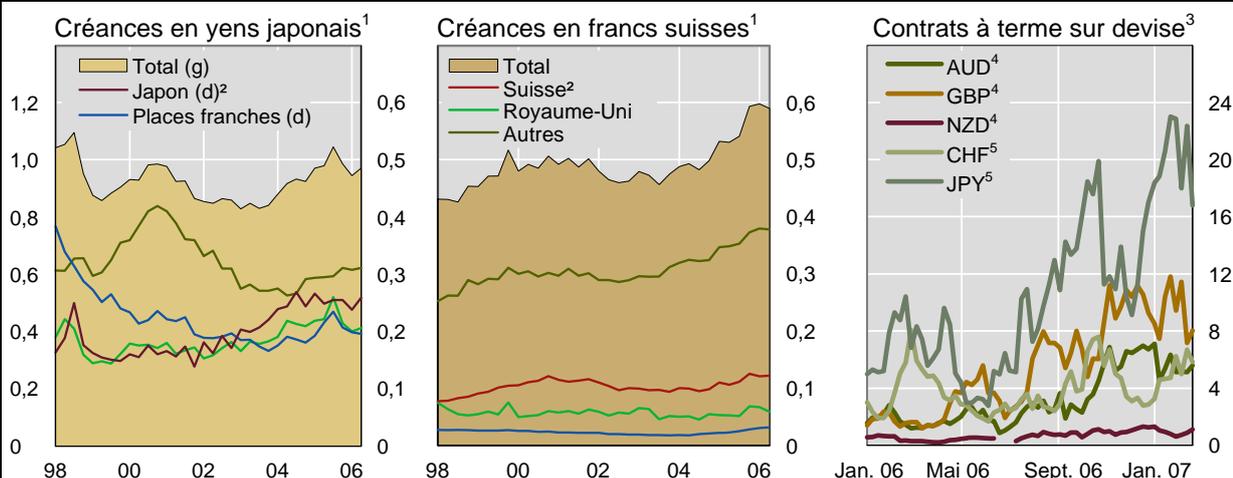
^① Certains observateurs classent dans les opérations de portage tous les prêts en devises, y compris, par exemple les achats d'obligations en devises par les ménages japonais ou les emprunts hypothécaires en francs suisses des résidents des pays d'Europe centrale. La présente étude se limite aux opérations à caractère spéculatif et aux positions longues et courtes leur servant de contrepartie, qui peuvent être rapidement dénouées en cas de perturbation du marché. ^② Défini comme l'écart de taux d'intérêt 3 mois pondéré de la volatilité implicite du change. ^③ Dans ce contexte, l'analyse de style consiste en des régressions de panel des rendements des fonds spéculatifs sur des variables explicatives représentatives du rendement des indices larges et sur des variables de substitution pour les gains de portage. L'analyse utilise les données HFR (Hedge Funds Research) pour le rendement des fonds spéculatifs et effectue des régressions de panel 3 sur fenêtre mobile de 24 mois par famille de fonds. Pour un examen plus approfondi : P. McGuire *et al.*, « Fonds spéculatifs : évolution de l'exposition au risque et de l'effet de levier », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2005.

fonds circonstanciels, notamment), les variables de substitution pour les gains *ex post* de diverses positions de portage sont, effectivement, statistiquement significatives, mais leur effet net global sur les rendements ne semble pas s'être accru ces derniers temps (graphique A, cadres du milieu et de droite). Dans certains cas, les coefficients estimés sont négatifs, ce qui tient peut-être au fait que les positions sont prises en anticipation du dénouement d'une opération de portage, ou au vu des résultats relatifs de différentes paires de monnaies.

Comme le portage peut prendre la forme d'un emprunt obtenu pour consentir un prêt ou d'une prise de position sur dérivés, souvent couverte sur le marché au comptant, les statistiques bancaires internationales BRI peuvent également aider à l'identifier. Il est toutefois difficile de quantifier le portage en se basant sur l'évolution de ces données, car les flux de créances à l'échelle mondiale correspondent à de multiples stratégies. Une intensification des créances sur les résidents des centres financiers, où sont implantés nombre de fonds spéculatifs ou services de négociation pour compte propre, donnerait sans doute une meilleure indication du volume de portage, du moins au sens strict du terme, que le même phénomène en un autre endroit de la zone déclarante. De ce point de vue, les statistiques bancaires internationales BRI ne laissent pas clairement apparaître une récente intensification du portage (graphique B, cadres de gauche et du milieu)[®]. La hausse de l'encours des créances en yens, au second semestre 2005, a bien reflété une augmentation des crédits aux résidents du Royaume-Uni et des places franches ; elle s'est toutefois inversée depuis. Les créances en francs suisses ont progressé, elles, au premier semestre 2006, tout en restant relativement peu élevées sur les emprunteurs des places franches : l'accroissement s'est essentiellement produit vis-à-vis de la zone euro.

Les données sur les positions ouvertes sur contrats de change des marchés organisés, dans les monnaies de financement et de placement, apportent les éléments les plus convaincants à l'appui d'une expansion du portage ces derniers mois. Les positions courtes à caractère non commercial (spéculatif) sur contrats yen négociés aux États-Unis se sont accrues entre mi-2006 et fin février 2007, surtout durant les périodes de dépréciation de la monnaie nippone (graphique B, cadre de droite). Les positions courtes sur contrats franc suisse, en revanche, ne signalent guère une intensification du portage durant cette période. Les positions longues spéculatives sur contrats

Identification des opérations de portage



¹ Créances transfrontières et créances sur les résidents des banques déclarantes BRI (dans les pays qui déclarent une répartition par monnaie), par lieu de résidence de la contrepartie ; en milliers de milliards de dollars EU, à cours de change constants de 2006 T3.

² Hors créances des banques situées dans le pays. ³ En milliards de dollars EU ; chiffres obtenus à partir des cours de change de début 2006. ⁴ Positions courtes à caractère non commercial. ⁵ Positions longues à caractère non commercial.

Sources : CFTC ; BRI.

Graphique B

[®] Il convient de rappeler que ces statistiques ne comprennent pas les créances des banques aux États-Unis sur les résidents.

de change dans les monnaies-cibles des principales économies développées ont fortement augmenté au second semestre 2006, puis ont diminué quelque peu début 2007 (graphique B, cadre de droite), parallèlement aux fluctuations du ratio portage/risque. Cela étant, les variations hebdomadaires de ce ratio ne semblent guère expliquer l'évolution des positions spéculatives, même si la relation est statistiquement significative pour certaines monnaies[©].

Les données relatives au gré à gré sont encore moins probantes que celles des marchés organisés. L'étude semestrielle BRI indique que, jusqu'à fin juin 2006, les positions sur contrats de change dans les principales monnaies de financement et de placement ont progressé plus vite que l'ensemble du marché. Des données plus récentes de CLS Bank concernant le règlement montrent une hausse en volume des swaps cambistes en yens, francs suisses et livres sterling, fin 2006. Toutefois, le négoce a été relativement stable depuis, signe que le portage n'est probablement pas le seul facteur en jeu.

[©] Les données concernant les marchés organisés hors des États-Unis renseignent aussi sur l'activité de portage. La position de place sur contrats à terme négociés au Japon s'est fortement accrue, en particulier pour les contrats dollar australien et dollar néo-zélandais. Les positions sur contrats dollar EU négociés au Brésil ont augmenté également fin 2006. En ce qui concerne les contrats livre turque, négociés au Turkish Derivatives Exchange, les volumes sont faibles par rapport à la plupart des autres monnaies.

par propulser le TOPIX à son plus haut depuis 15 ans, le 21 février. Ce sont les secteurs du fer et de l'acier, ainsi que le transport maritime, qui ont le plus progressé, même si la construction automobile et l'électronique grand public ont également enregistré d'excellentes performances.

En outre, les annonces de fusions-acquisitions ont soutenu les marchés des actions en Europe comme aux États-Unis. Ainsi, la nouvelle du rachat de Mellon Financial par la Bank of New York, le 4 décembre, a contribué à la hausse de 1 % du S&P 500. Le 7 février, un fonds de capital-investissement, Blackstone, a gagné la bataille pour la reprise d'Equity Office Properties Trust avec son offre de \$39 milliards, ce qui constitue le plus gros rachat à effet de levier jamais effectué. Plus généralement, les indicateurs du financement par fusions-acquisitions témoignent de la persistance d'un vif accroissement, malgré un léger repli récent du nombre des opérations annoncées (graphique 6, cadre de gauche).

Enfin, un autre facteur semble aussi avoir joué : un goût accru pour le risque. La volatilité implicite est restée faible par rapport à mi-2006, surtout dans le cas du S&P 500 (graphique 5, cadre de droite). Elle dépend des perceptions de la volatilité future, mais aussi de l'aversion des investisseurs à son égard. La comparaison entre la distribution des rendements attendus (implicites dans le prix des options) et celle des rendements historiques permet de dissocier ces deux paramètres. Elle montre une diminution de l'aversion pour le risque : la composante commune aux différents indicateurs n'a jamais été aussi faible depuis juillet 2005 (graphique 7, cadre de gauche).

Les primes sur la dette à haut rendement à des planchers historiques

Le marché de la dette des entreprises a poursuivi son redressement entre fin novembre et la troisième semaine de février. La prime sur la dette à haut rendement, en particulier, est tombée à un creux historique sur certaines places (graphique 8) ; les primes des swaps d'actifs en dollars EU se sont

Les primes très faibles traduisent...

comprimées de 59 pb, se rapprochant de leur plus bas (198 pb), de même que celles sur la dette en euros et en livres sterling. La catégorie investissement a suivi le mouvement : réduction de 9 pb des primes sur les contrats en dollars, et de 5 et 7 pb, respectivement, de celles sur les contrats en euros et en livres.

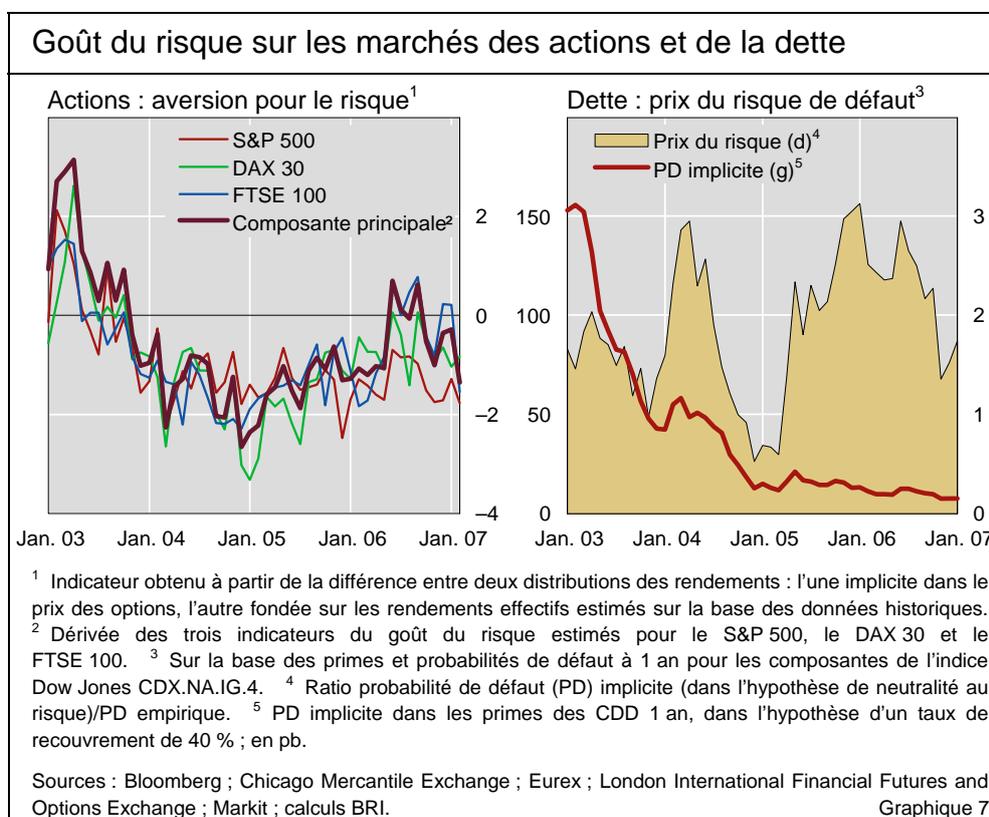
Comme sur le marché des actions, l'appétit plus grand pour le risque semble aussi avoir joué. On peut l'estimer de manière simple par le ratio des probabilités de défaut calculées (dans l'hypothèse de neutralité au risque) à partir des primes par rapport aux probabilités de défaut déduites d'informations de bilan (graphique 7, cadre de droite). Ce ratio, en baisse depuis l'été 2006, a atteint, en novembre, son plus bas depuis mars 2005.

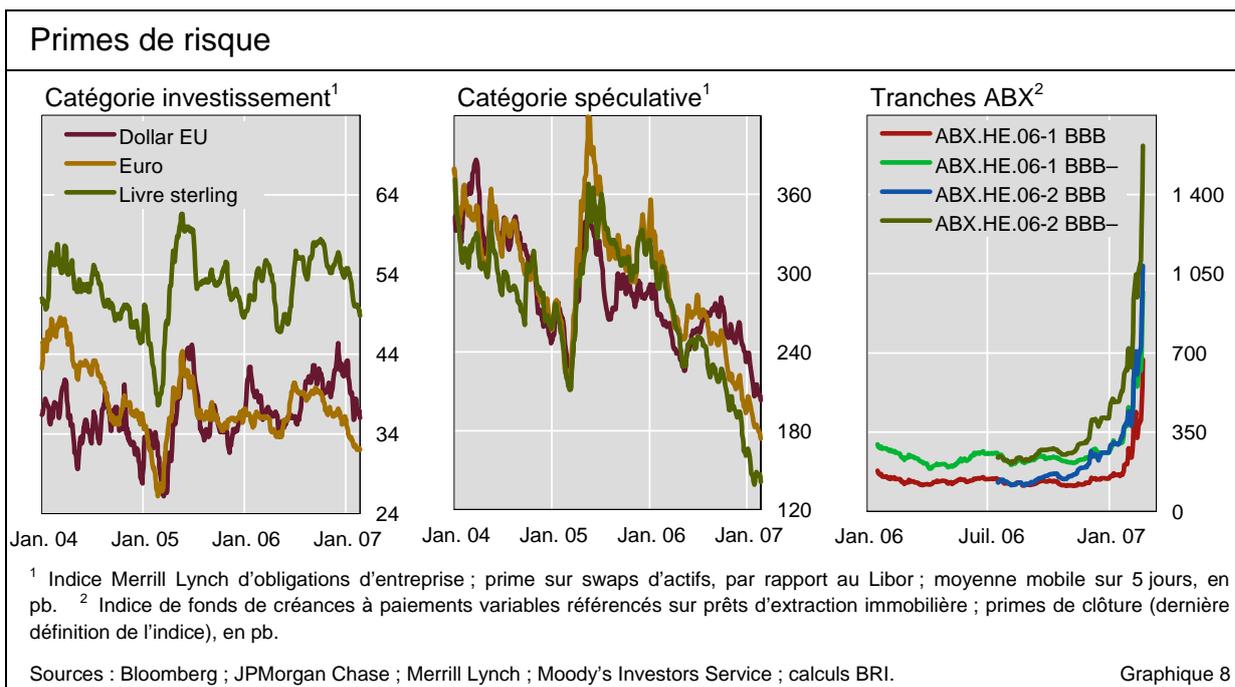
La demande de produits structurés est restée forte au quatrième trimestre, ce qui a continué d'éroder les primes. À \$489 milliards en 2006, l'émission mondiale de TGC sur créances achetées n'avait jamais été aussi abondante, avec une activité particulièrement soutenue sur les trois derniers mois de l'année. Selon les estimations, l'émission de TGC synthétiques (titrisation de CDD sur plusieurs entreprises) a atteint \$450 milliards en 2006, deux fois plus qu'en 2005. Comme les arrangeurs couvrent souvent leurs positions sur les marchés au comptant, les primes peuvent s'en trouver comprimées.

La croissance des résultats et la solidité financière globale des entreprises ont favorisé le redressement des marchés de la dette. Les bénéfiques, exprimés en pourcentage du PIB, ont affiché une hausse dans toutes les grandes économies depuis mi-2001, et le ratio actifs liquides/endettement est resté

...une forte demande de produits structurés...

...de bons fondamentaux...





élevé. De plus, en proportion des flux de trésorerie, l'endettement des entreprises s'est réduit en 2006, pour la cinquième année consécutive, du moins aux États-Unis. Cette bonne santé explique le taux de défaut effectif étonnamment bas pour les titres spéculatifs, autour de 2 % depuis 2005, systématiquement en dessous des prévisions (graphique 9, cadre de gauche).

...et des
taux de défaut
inhabituellement
bas

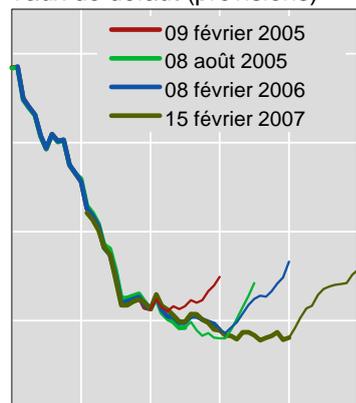
Les opérateurs s'attendent, dans l'ensemble, à une remontée des taux de défaut en 2007, même s'ils ne semblent guère redouter une dégradation brusque et générale de la qualité du crédit. Cependant, l'écart de prime sur indices de CDD à haut rendement entre échéances longue et courte augmente depuis au moins mai 2006, aux États-Unis comme en Europe (graphique 9, cadre de droite). Le resserrement des primes concerne toutes les échéances, mais surtout les segments court et intermédiaire. Bien que la forte demande d'instruments à court terme ait pu contribuer à ce phénomène, il se pourrait, au vu de l'élargissement de l'écart de prime, que l'optimisme caractérisant les anticipations du risque de défaut à brève échéance ne se soit pas entièrement propagé aux anticipations à long terme.

Les investisseurs n'ont pas davantage paru s'inquiéter de la vague de fusions-acquisitions dans le monde et de ses conséquences potentielles pour la qualité des signatures. Le financement par emprunt (crédits consortiaux pour acquisitions et rachats à effet de levier) progresse fortement depuis quelques mois, indiquant, peut-être, un endettement accru des entreprises. Le financement par actions est devenu moins fréquent : 12 % environ des annonces en 2006, contre 17 % en 2005 et 19 % en 2004 (graphique 6, cadres du milieu et de droite). En moyenne, lors d'opérations récentes, la prime d'acquisition n'a pas été particulièrement élevée.

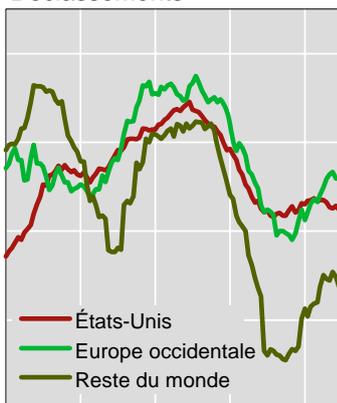
Sur le segment des prêts immobiliers à risque aux États-Unis, les signes d'avertissement se précisent depuis peu, même si l'on ne sait pas encore

Taux de défaut et qualité du crédit

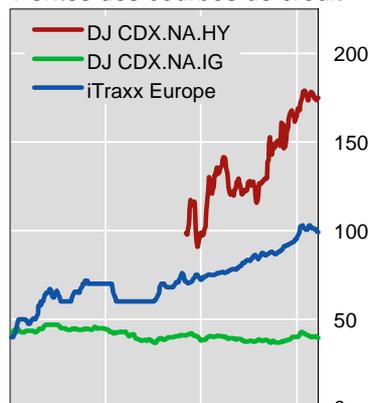
Taux de défaut (prévisions)¹



Déclassements²



Pentes des courbes de crédit³



¹ Catégorie spéculative ; lignes épaisses : taux de défaut historique ; lignes fines : prévisions à 1 an aux dates indiquées (Moody's) ; en %. ² Sociétés non financières, en % du total des révisions de note par Moody's ; moyenne effective sur 12 mois. ³ Écart 10 ans moins 3 ans (iTraxx Europe : 10 ans moins 5 ans) de primes sur indice CDD (dernière définition) ; moyenne mobile sur 5 jours.

Sources : JPMorgan Chase ; Moody's Investors Service ; calculs BRI.

Graphique 9

Les primes des TGC garantis par un bien immobilier s'étoffent nettement

quelles en seront les répercussions sur l'ensemble des marchés du crédit². En décembre, les primes sur les tranches de catégorie spéculative des TGC adossés à un bien immobilier s'étaient creusées nettement, à la suite de la progression du taux de défaut et de la faillite de plusieurs établissements accordant des prêts aux emprunteurs à risque (graphique 8, cadre de droite). Cependant, le 8 février, HSBC a déclaré devoir renforcer ses réserves pour couvrir les créances irrécouvrables de ses portefeuilles de prêts de qualité inférieure, et New Century Financial a revu en baisse son programme de prêts pour 2007. Les primes ont alors augmenté de plus de 200 pb en deux jours. Elles ont continué de s'étoffer après l'annonce, le 20 février, d'importantes pertes nettes subies au dernier trimestre 2006 par Novastar, autre grand acteur sur le marché des prêts à risque.

Les primes continuent de baisser pour les économies émergentes

Sur les marchés émergents, les primes ont poursuivi leur repli tandis que le cours des actions continuait de remonter. Entre fin novembre et fin février, l'indice EMBI Global est tombé de 200 à 170 pb, touchant des creux historiques successifs (graphique 10, cadre de droite). Les primes des CDD ont également maintenu leur trajectoire baissière, mais sans revenir aux points bas observés avant le désengagement de mai-juin. L'indice boursier MSCI Emerging Markets a gagné 7 %, qui sont venus s'ajouter aux 21 % de hausse des onze premiers mois de 2006.

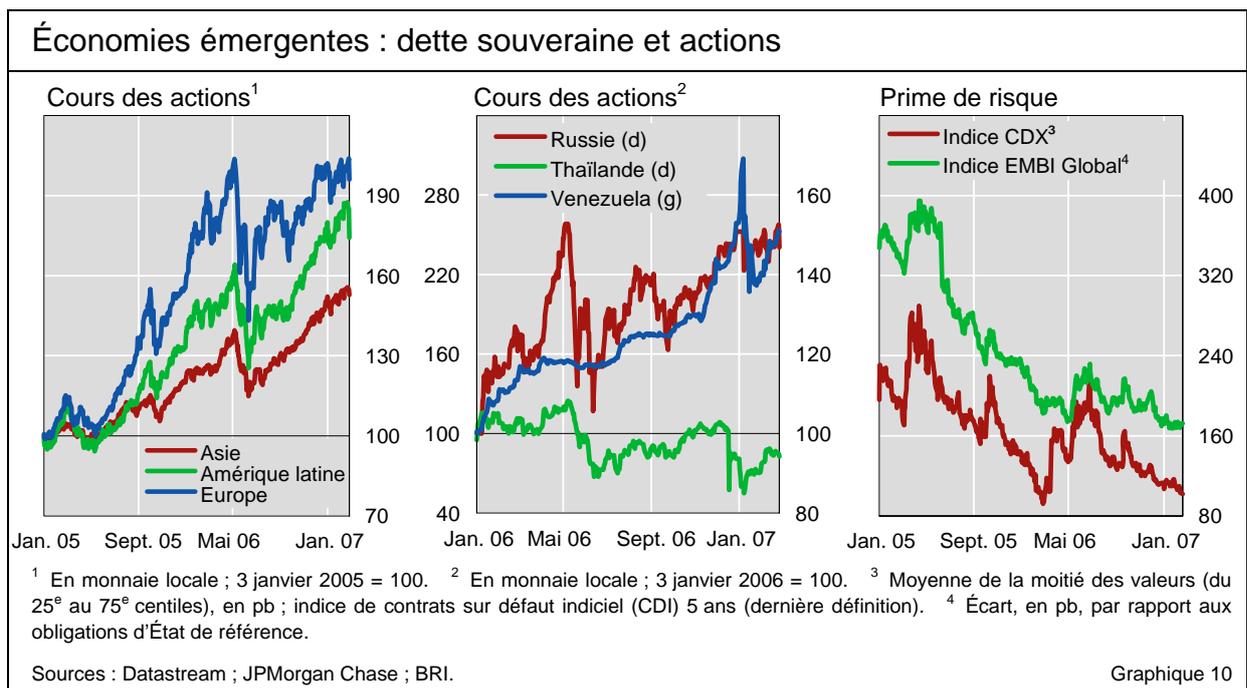
² Pour une analyse des risques liés aux prêts de qualité inférieure, voir A. Frankel, « Évolution récente du financement du logement aux États-Unis : la qualité en question », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2006.

Dans cet environnement globalement positif, certains marchés des actions ont subi un recul temporaire et un accès de volatilité au tout début 2007, lorsque les cours ont brusquement chuté. Le marché russe, qui a perdu près de 7 % entre fin 2006 et le 9 janvier (graphique 10, cadre du milieu), compte parmi les plus touchés. Peu de causes immédiates sont décelables, mais le repli prolongé des cours du pétrole et de plusieurs produits de base a dû contribuer à ce mouvement. De plus, certains investisseurs estimaient peut-être qu'il était temps qu'une correction intervienne, en particulier sur le marché russe, qui avait progressé de 51 % en 2006. Cet épisode a conduit à se demander si le goût des investisseurs pour le risque sur les marchés émergents avait diminué, mais le terrain perdu en janvier a été en grande partie regagné en deux semaines.

La volatilité temporaire des actifs des économies émergentes...

Dans certaines économies, des événements intérieurs ont provoqué une flambée de la volatilité, qui est toutefois restée localisée. Le 18 décembre, la Banque de Thaïlande a annoncé la mise en place immédiate de contrôles destinés à endiguer l'entrée de capitaux spéculatifs sous forme d'achat d'obligations et à freiner la brusque appréciation de la monnaie, qui était montée de 4 % face au dollar EU en un mois, et de 16 % depuis début 2006. Ce renchérissement, qui s'était accentué après le coup d'État de septembre, pesait de plus en plus sur les exportations du pays. La Banque de Thaïlande imposait aux établissements financiers de déposer sur des comptes non rémunérés 30 % des devises échangées contre des bahts et de les y laisser pendant un an, sous peine de confiscation d'un tiers du dépôt. Dans les jours qui ont suivi l'annonce, le baht a perdu jusqu'à 4 %, mais c'est la bourse thaïlandaise qui a le plus souffert : elle a cédé quelque 15 % dès le 19 décembre (graphique 10, cadre du milieu). Ce jour-là, les ventes nettes d'actions par des non-résidents ont battu un record, à \$700 millions. Cela montrait que c'est en grande partie la bourse qui attirait les entrées de fonds.

...déclenchée par des facteurs locaux...

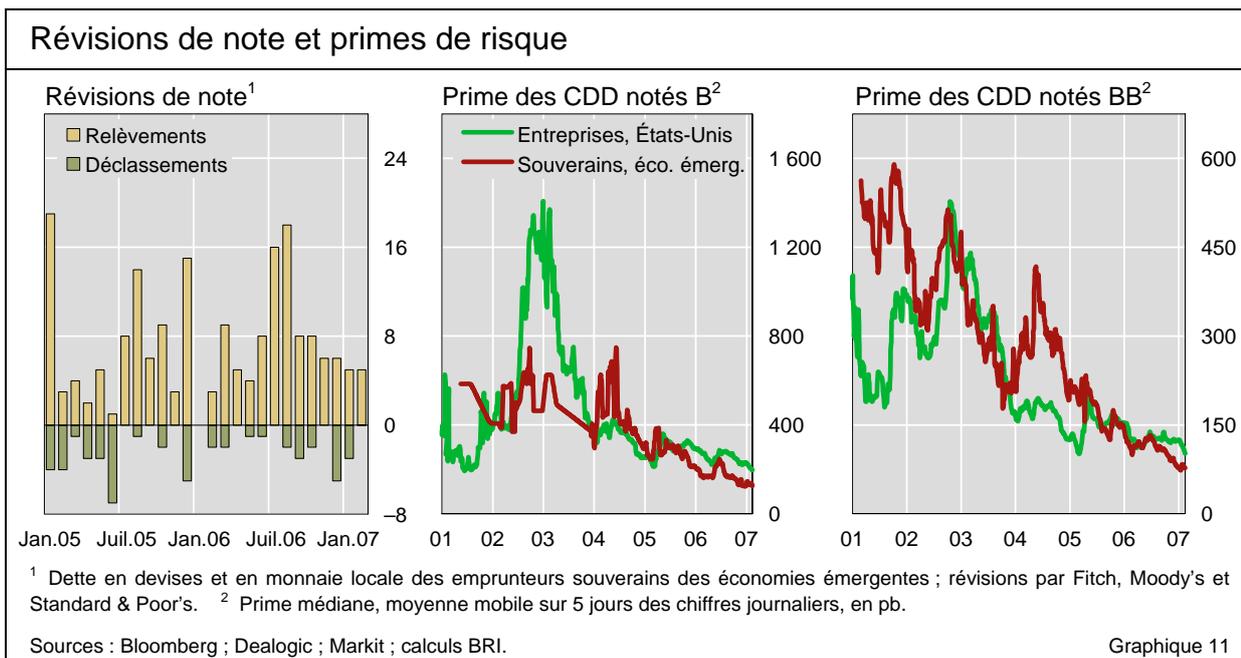


La Thaïlande a donc décidé d'assouplir sa position en accordant des exemptions, notamment pour les placements boursiers. Avant fin février, deux tiers environ des pertes avaient été effacées, et le baht avait renoué avec sa trajectoire haussière, progressant de 5 % par rapport à son niveau antérieur à l'annonce des contrôles. Globalement, l'effet de ces variations sur les autres marchés asiatiques, et ailleurs, a été limité et éphémère.

Deux pays d'Amérique latine ont également traversé des turbulences d'origine politique. Les primes sur la dette extérieure de l'Équateur ont dépassé 1 000 pb, les marchés ayant anticipé une probabilité de défaut accrue après l'élection présidentielle : pendant la campagne, le candidat élu avait évoqué publiquement l'éventualité d'un défaut analogue à celui de l'Argentine. Pour le Venezuela, les primes de risque ont aussi augmenté et le cours des actions a baissé de près de 20 % après l'annonce de la nationalisation de plusieurs entreprises. L'érosion des prix du pétrole a également pesé, par moments, sur les actifs vénézuéliens.

Hormis ces accès de volatilité, la situation macroéconomique dans l'ensemble favorable (anticipation d'une forte croissance et position budgétaire globalement avantageuse) et l'amélioration des perspectives des États-Unis ont aussi continué de soutenir les prix des actifs dans les économies émergentes jusqu'à la troisième semaine de février. La vive appétence des investisseurs pour le risque semble néanmoins avoir joué également un grand rôle. Si les relèvements de notation sont restés plus nombreux que les déclassements ces derniers mois (ainsi, Standard & Poor's a remonté la dette de l'Inde dans la catégorie investissement en janvier), de décembre à février, le ratio relèvements/déclassements a été le plus bas depuis mi-2005 (graphique 11, cadre de gauche), sans toutefois freiner la contraction des primes de risque.

...a globalement peu d'effet sur les primes



L'attrait de la dette des économies émergentes transparaît également dans le découplage de ses primes par rapport à celles des titres d'entreprises américaines équivalentes (graphique 11, cadres du milieu et de droite). Sur la durée, les primes des CDD notés B et BB des marchés émergents ont eu tendance à dépasser celles des CDD d'entreprises américaines de même note, à l'exception notable de la période 2002–03, marquée par l'effondrement d'Enron et la révélation d'une série de malversations aux États-Unis. Cependant, vers la mi-2005, une inversion substantielle semble s'être installée durablement, les primes sur la dette des économies émergentes tendant alors à être inférieures. Cette tendance a persisté ces derniers mois. Ainsi, depuis le désengagement de mai–juin 2006, la valeur médiane des primes des CDD à 5 ans sur la dette notée BB des économies émergentes a reculé de 35 pb, tandis que la prime correspondante sur les titres des entreprises américaines ne cédait que 10 pb. Cette évolution pourrait indiquer une réévaluation significative du risque relatif, à note égale, et/ou un repli substantiel de la tarification du risque associé aux économies émergentes.