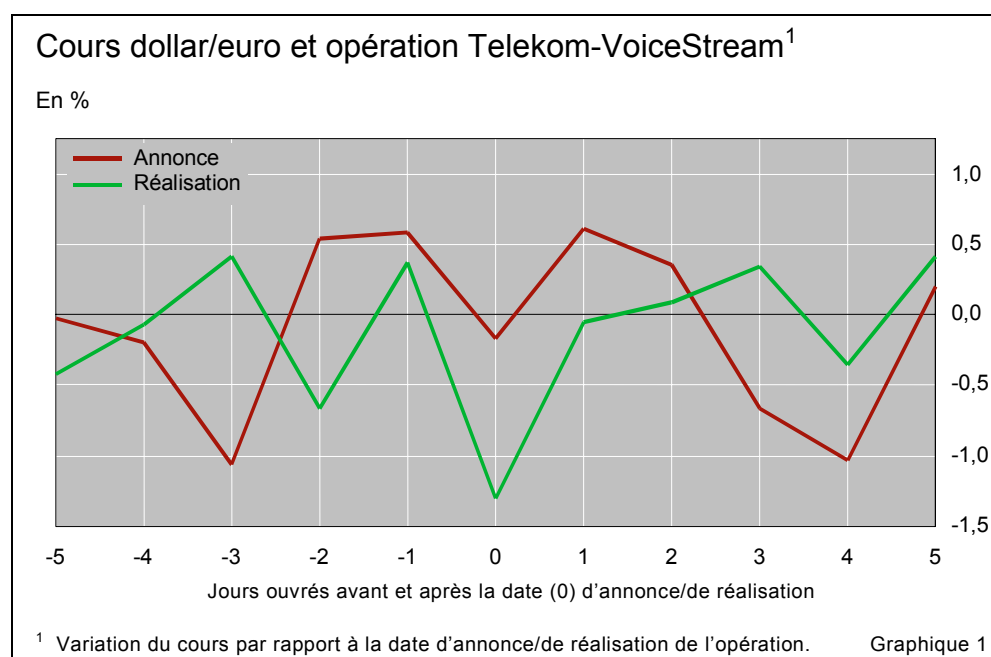


## Incidence des fusions-acquisitions transatlantiques sur le cours dollar/euro<sup>1</sup>

Le 19 juillet 2000, après l'annonce du rachat imminent de l'opérateur américain de téléphonie mobile VoiceStream par l'Allemand Deutsche Telekom, pour \$53 milliards en numéraire et en actions, l'euro s'est replié de 1,06% face au dollar, baisse significative sur une seule journée. Lors du communiqué officiel, le 24 juillet, il a cédé 0,17% et a continué de se déprécier de 2,94% au total sur les dix séances suivantes. À la date de réalisation de la transaction, le 31 mai 2001, il avait perdu environ 1,30% de sa valeur par rapport au dollar (graphique 1).

Des opérations  
retentissantes



<sup>1</sup> Les auteurs remercient Angelika Donaubaier et Marian Micu pour leur aide précieuse dans les recherches. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

Les annonces de fusions-acquisitions (F-A) transfrontières figurent en bonne place dans le débat public, en raison notamment du montant élevé de certaines opérations retentissantes, comme celle citée plus haut, mais aussi de leur impact potentiel sur les changes<sup>2</sup>. Depuis quelques années, les analyses de marché soulignent le poids sur l'euro des flux continus de capitaux liés aux F-A qui vont de la zone euro vers les États-Unis. Il reste toutefois à déterminer l'incidence réelle de ces F-A, étant donné que l'activité journalière sur les marchés des changes se chiffre en milliers de milliards de dollars<sup>3</sup>. De surcroît, bon nombre d'OPA donnent lieu, du moins en partie, à un règlement en actions plutôt qu'en numéraire et n'ont pas de conséquences directes sur les transactions de change au comptant.

Le cours de change peut être affecté de trois manières

Cette étude cherche à définir dans quelle mesure les F-A transatlantiques<sup>4</sup> se sont accompagnées de fluctuations de la parité dollar/euro du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 30 septembre 2001. Trois hypothèses sont généralement avancées pour expliquer la répercussion potentielle des fusions transfrontières sur le change: l'effet de transaction, l'effet de portefeuille et l'effet d'annonce. Nous vérifions ici si ce dernier effet transparaît dans les données relatives aux F-A transatlantiques et présentons également des éléments à l'appui de la première hypothèse.

Pour le reste, l'étude est ainsi structurée. La première partie retrace les F-A transatlantiques et l'évolution du cours dollar/euro en 1999-2001, la deuxième décrivant les mécanismes de base des F-A transfrontières. La troisième, par l'application de la méthode empirique, met en évidence une incidence statistiquement significative sur la parité dollar/euro et le fait que son ampleur ne dépend pas du mode de financement, résultat qui ne cadre pas avec l'effet de transaction.

La conclusion globale est que la direction et l'ampleur des F-A transatlantiques ont correspondu au renforcement du dollar en 1999 et 2000. Cependant, étant donné que les F-A transfrontières récemment annoncées représentent des volumes mensuels nettement inférieurs, en moyenne, aux niveaux records de l'année dernière, il semble que le ralentissement constaté depuis peu dans ce domaine pourrait être associé à un affaiblissement du dollar.

---

<sup>2</sup> Les grosses F-A, telles que l'opération Telekom-VoiceStream, peuvent avoir des conséquences importantes pour la couverture des paiements courants. Dans ses tableaux financiers pour mai 2001, la BCE fait état de sorties nettes de capitaux assez substantielles (€40,4 milliards) sous forme d'investissements directs. La réalisation de cette opération, pour \$27,1 milliards (€31,9 milliards), a représenté ainsi quelque 78% de ces sorties nettes le mois en question. Voir BCE (2001).

<sup>3</sup> Selon la dernière enquête triennale des banques centrales, les transactions journalières sur les marchés des changes traditionnels auraient atteint, en moyenne, \$1 210 milliards en avril 2001. Voir BRI (2001b).

<sup>4</sup> Notre définition des F-A transatlantiques inclut les opérations transfrontières faisant intervenir des sociétés dont le siège est situé dans la zone euro ou aux États-Unis.

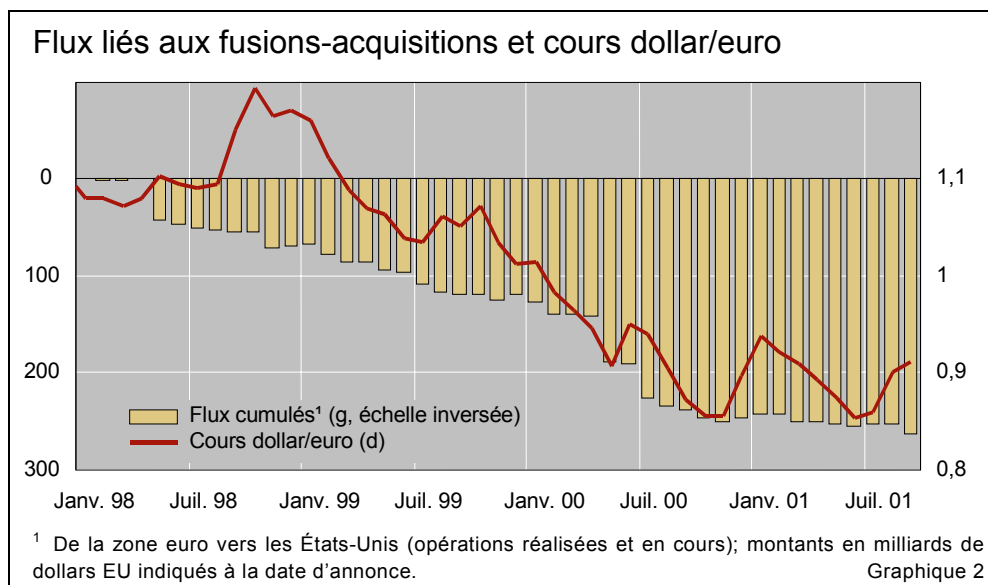
## Rétrospective sur les F-A et le cours dollar/euro

La vigueur du dollar entre le milieu des années 90 et la mi-2001 a été généralement attribuée à la perception de meilleures perspectives de croissance à moyen terme pour les États-Unis que pour les autres économies. Fort logiquement, les révisions des anticipations des différentiels de croissance entre les trois principales zones monétaires, à l'horizon d'un à deux ans, paraissent globalement coïncider avec les variations de change<sup>5</sup>. En 1999, et plus encore en 2000, ces anticipations semblent avoir favorisé des entrées de capitaux régulières aux États-Unis, sous forme d'investissements de portefeuille, qui ont soutenu le dollar.

De plus, ces anticipations se sont souvent traduites par des apports substantiels d'IDE aux États-Unis, en raison d'une intense activité de F-A transfrontières; en fait, ces dernières années, elle est devenue une importante source de flux financiers internationaux, avec \$1 100 milliards en 2000, soit près de 50% de plus qu'en 1999. Pour ce pays, les annonces d'entrées nettes à ce titre se sont élevées à \$217 milliards (2,3% du PIB). Sur la même période, dans la zone euro, les F-A annoncées ont entraîné \$278 milliards et \$395 milliards respectivement de sorties nettes et brutes<sup>6</sup>. La faiblesse persistante de l'euro vis-à-vis du dollar en 1999 et 2000 correspond donc, pendant ces deux années, aux flux continus de capitaux F-A de la zone euro vers les États-Unis (graphique 2)<sup>7</sup>.

Les perspectives de croissance aux États-Unis attirent des flux nets d'investissements de portefeuille ...

... et de capitaux liés aux F-A



<sup>5</sup> Voir BRI (2001a).

<sup>6</sup> Voir Montgomery *et al.* (2001).

<sup>7</sup> Voir BRI (2001a) et *The Economist* (2000).

## Mécanismes des F-A transfrontières

Trois hypothèses sont habituellement avancées pour expliquer l'effet potentiel des fusions transfrontières sur les changes: effet de transaction, effet de portefeuille et effet d'annonce. Nous nous proposons de vérifier ci-après si les données disponibles accréditent la troisième hypothèse.

Effet de  
transaction ...

Selon la première hypothèse sur l'effet de transaction, seuls les flux de change effectifs entrent en ligne de compte pour les variations de change. En raison de cet effet de flux, l'acquisition d'une société américaine par une entreprise européenne renforce la demande de dollars par rapport à l'euro et influence donc le cours de change.

Pour que la première hypothèse se vérifie, il faut que les paiements liés à des F-A soient convertis en liquide et acheminés par les marchés des changes (au comptant). Ainsi, toute incidence d'une transaction F-A sur le change dépendra énormément du mode de financement: utilisation de liquidités, émission d'instruments de dette ou obtention de prêts bancaires, émission et/ou transfert d'actions, ou solution mixte<sup>8</sup>. Si toutes ces sources de financement, à l'exception des opérations en actions, font intervenir des espèces, le recours à l'une d'elles n'entraînera pas forcément des transactions de change si le rachat est financé dans la monnaie de l'entreprise cible<sup>9</sup>.

... effet d'équilibre  
du portefeuille ...

La deuxième hypothèse, qui intervient parallèlement à l'influence des flux financiers, invoque un effet d'équilibre du portefeuille (effet de stock): elle fait valoir que les F-A transatlantiques accroissent l'encours net souhaité de l'exposition en dollars par rapport aux positions en euros. Si les actifs libellés en dollars et en euros sont des substituts imparfaits, les investisseurs doivent être dédommagés par un rendement attendu supérieur, ce qui exige d'ajuster le cours de change pour que le rendement concorde à nouveau avec la composition du portefeuille. L'incidence des flux F-A sur les cours de change dépend énormément du degré de couverture des positions en devises. Cependant, par suite du manque d'informations à cet égard, il est très difficile de vérifier empiriquement cette hypothèse.

... et effet  
d'annonce

La troisième hypothèse repose sur l'idée que la simple annonce d'une opération, plutôt que sa réalisation et son règlement, influe sur le change, et ce de deux manières. Tout d'abord, le cours de change pourrait réagir aux annonces, les opérateurs se hâtant de prendre des positions en prévision de tensions sur la monnaie (effet d'anticipation). D'autre part, les annonces de F-A peuvent apparaître comme des signaux révélateurs des anticipations des entreprises sur les perspectives de croissance dans les zones monétaires concernées (effet de signal), indiquant que l'une des économies est plus

---

<sup>8</sup> Dans le cadre des F-A, les échanges d'actions peuvent avoir par ce canal des effets indirects. S'ils ne comportent pas de paiement liquide immédiat, ils sont appelés à affecter le cours de change, ne serait-ce qu'indirectement à travers le retour des titres. Ces flux en retour varient, pour leur part, en fonction des ajustements de portefeuille des investisseurs ainsi que de l'ampleur du rapatriement éventuel du produit des titres vendus.

<sup>9</sup> Cet aspect est particulièrement important pour les États-Unis et la zone euro, en raison de la liquidité de leurs marchés d'obligations d'entreprises.

dynamique que l'autre - notamment si les nouvelles transactions vont constamment dans la même direction (graphique 2). En raison de ces deux aspects de l'effet d'annonce, les cours de change pourraient être affectés même lorsque la nouvelle d'une F-A n'entraîne pas immédiatement de transactions de change et quelle que soit la stratégie de financement.

En ce qui concerne l'effet d'anticipation, la grande incertitude liée aux F-A rend difficile la prévision des transactions de change, car les montants effectifs peuvent différer nettement de ceux qui sont avancés lors de l'annonce de l'opération. L'acquisition de VoiceStream par Deutsche Telekom, évoquée au début de cette étude, en est de nouveau l'illustration: lorsque les modalités du projet sont apparues, le groupe américain était valorisé à environ \$53 milliards (€57,6 milliards), dont \$7,8 milliards en numéraire. Au moment de la conclusion de l'affaire, il était évalué à \$27,1 milliards (€31,9 milliards), dont \$4,6 milliards en numéraire, soit 49% en deçà du chiffre initial (graphique 3)<sup>10</sup>. Quoi qu'il en soit, même si son ampleur réelle et sa part en numéraire avaient nettement diminué entre l'annonce et le règlement final, l'opération restait importante pour le financement des paiements courants<sup>11</sup>. L'exemple de Deutsche Telekom montre ainsi que les grosses F-A peuvent avoir des répercussions notables, en générant des flux de fonds susceptibles d'affecter le cours de change. Il permet également de voir que les informations sur le montant total et la part en numéraire d'une transaction peuvent varier sensiblement dans le temps. Il en résulte que les opérateurs éprouvent des difficultés pour anticiper correctement les volumes de capitaux liés aux F-A et que les effets d'annonce peuvent s'en trouver affectés.

La taille et le financement de l'opération peuvent évoluer avec le temps

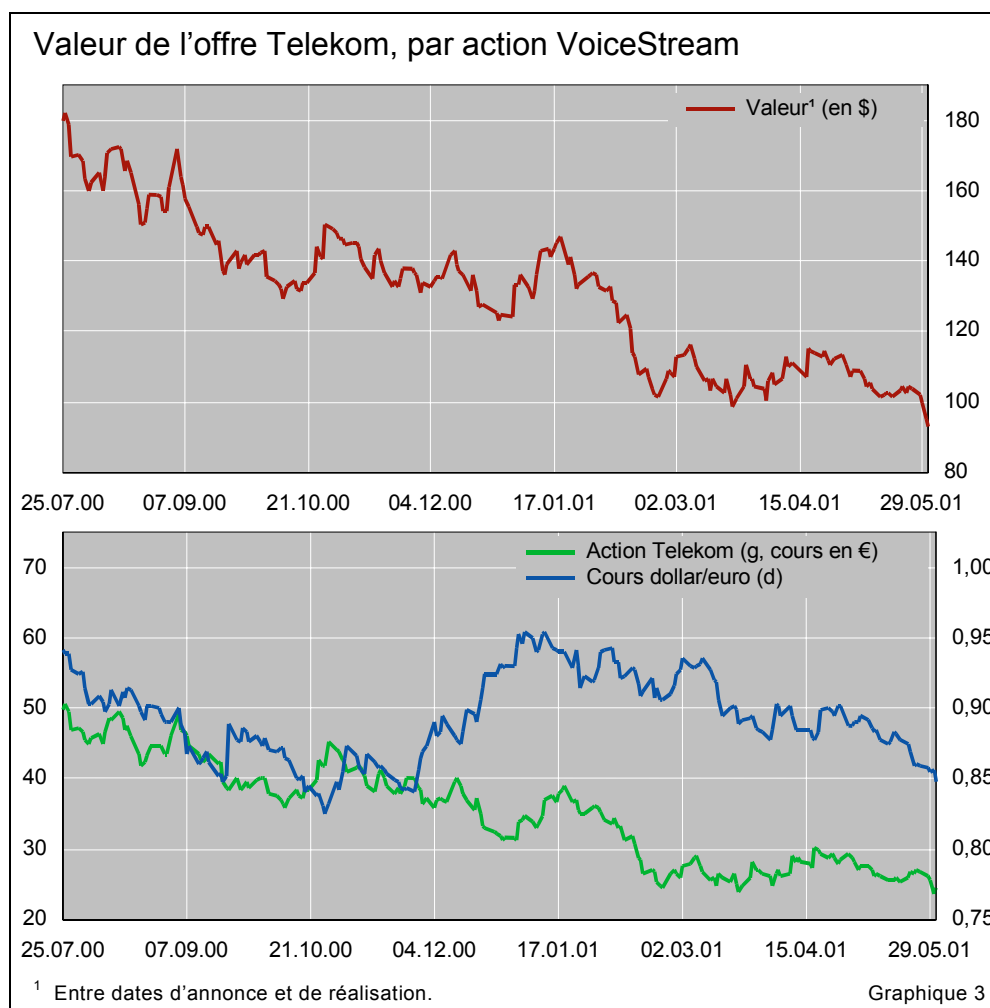
## Calculs et estimations empiriques

L'indisponibilité de certaines données complique la détermination empirique des trois effets exercés par les F-A sur le change, en particulier parce qu'il est parfois impossible d'accéder à des chiffres exacts sur le financement effectif d'une F-A et sur les opérations de couverture correspondantes. Le manque de données détaillées sur les portefeuilles empêche donc de contrôler l'existence d'effets de stocks et d'effets de flux distincts. En revanche, les informations concernant les annonces de F-A transatlantiques permettent de vérifier la troisième hypothèse, c'est-à-dire l'effet d'annonce. En outre, des éléments confirmant indirectement l'hypothèse de l'effet de transaction peuvent aussi

---

<sup>10</sup> Le 20 juillet 2000, lorsque les modalités du projet sont apparues, l'offre de rachat, à savoir 3,2 actions de Deutsche Telekom et \$30 en numéraire pour chaque action de VoiceStream, valorisait le groupe américain à environ \$53 milliards. Le 24 juillet, date du communiqué officiel, le montant global n'était plus que de \$46,5 milliards, car le titre Deutsche Telekom avait perdu autour de 15% par rapport à son cours de clôture, le 19 juillet (€60,4). Peu de temps avant la réalisation, l'offre a été modifiée comme suit: quelque 3,7 actions Deutsche Telekom plus \$15,90 en numéraire pour chaque action VoiceStream, ramenant ainsi la transaction à \$27,1 milliards le 31 mai 2001 (voir *Financial Times* (2000, 2001)).

<sup>11</sup> Voir ci-dessus et BCE (2001).



être obtenus en examinant si l'effet d'annonce varie en fonction du mode de financement des opérations, c'est-à-dire si une transaction donnée comporte ou non un volet en numéraire.

L'examen empirique de la relation entre le cours dollar/euro et les annonces de F-A transatlantiques se fonde sur une série de données extraites des observations quotidiennes de ces transactions entre États-Unis et zone euro. Ces données, empruntées à Bloomberg, portent sur les opérations annoncées entre janvier 1999 et fin septembre 2001. Les montants sont exprimés en dollars EU et la série de données comprend des informations sur l'ampleur et le financement de tous les montages supérieurs à \$100 millions. Le tableau 1 fournit quelques indications sur les transactions considérées. Sur cette période, dans 499 cas, les entreprises américaines ont été les cibles et les européennes les acquéreurs, contre 372 pour l'inverse. Le tableau inclut également des statistiques globalisées sur les F-A transatlantiques.

La méthodologie comporte une régression des différences logarithmiques du couple dollar/euro ( $XR$ ) sur ses variations passées, le logarithme des volumes de F-A courants et décalés ( $M$ ) et une série d'autres variables

Examen des  
données F-A de  
janvier 1999 à fin  
septembre 2001

| Flux liés aux fusions-acquisitions entre États-Unis et zone euro <sup>1</sup> |                     |                                 |                             |                            |                     |                                 |                             |                            |
|---|---------------------|---------------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
|   | Vers les États-Unis |                                 |                             |                            | Vers la zone euro   |                                 |                             |                            |
|   | Nombre d'opérations |                                 | Taille                      |                            | Nombre d'opérations |                                 | Taille                      |                            |
|   | Total               | Avec règlement en numéraire (%) | Moyenne (en millions de \$) | Total (en milliards de \$) | Total               | Avec règlement en numéraire (%) | Moyenne (en millions de \$) | Total (en milliards de \$) |
| 1999  | 154                 | 51,3                            | 715                         | 89,2                       | 147                 | 42,9                            | 240                         | 40,0                       |
| 2000  | 234                 | 44,0                            | 778                         | 176,4                      | 133                 | 31,6                            | 330                         | 50,1                       |
| 2001  | 111                 | 49,5                            | 360                         | 35,2                       | 92                  | 50,0                            | 195                         | 18,9                       |

<sup>1</sup> Opérations réalisées et en cours; 2001: jusqu'à fin septembre.

Source: Bloomberg.

Tableau 1

explicatives ( $X$ )<sup>12</sup>. Une différenciation entre les flux de F-A est opérée selon leur direction. Pour distinguer effet d'annonce et effet d'actualité (informations macroéconomiques publiées le jour de l'annonce), une variable figurant l'actualité macroéconomique a été ajoutée pour chacune des deux zones économiques. Pour les États-Unis, le choix s'est porté sur la composante non anticipée du NAPM et, pour la zone euro, de l'indice Ifo, deux indicateurs étroitement surveillés par les intervenants<sup>13</sup>. Enfin, des variables fictives représentant chaque jour ont été incorporées aux variables explicatives, afin de neutraliser les effets liés au jour de la semaine.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=0}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

L'équation a été établie à l'aide de données sur les cours journaliers au comptant de New York, à midi heure locale (tableau 2). Les signes attribués aux différents coefficients des flux de F-A en direction et en provenance des États-Unis se sont révélés corrects. Ainsi, l'annonce du rachat d'une entreprise américaine par une société européenne favorisait le dollar par rapport à l'euro, tandis que l'acquisition d'une firme européenne avait généralement tendance à soutenir l'euro. En revanche, si l'impact instantané, sur le couple dollar/euro, des F-A transatlantiques ciblant une entreprise américaine s'est avéré statistiquement significatif au niveau de 6%, les flux de F-A en direction de la zone euro n'ont eu aucun effet statistique notable sur le change. En outre, les coefficients cumulés pour les volumes courants de F-A et cinq décalages étaient extrêmement significatifs pour les flux vers les États-Unis. L'effet correspondant des acquisitions d'entreprises européennes par des acheteurs américains, bien qu'assorti du même signe, n'apparaît pas non plus significatif.

Effets d'annonce  
statistiquement  
significatifs

<sup>12</sup> Pour les besoins de cette étude, le cours dollar/euro est exprimé en termes de dollar pour un euro.

<sup>13</sup> Le nombre des variables macroéconomiques a été limité pour éviter les problèmes de quasi-colinéarité liés à la présence de nombreuses variables explicatives. L'utilisation d'autres variables n'a pas modifié les principales conclusions. Voir Galati et Ho (2001).

## Flux liés aux fusions-acquisitions: incidence sur le cours dollar/euro (estimations)

Janvier 1999-septembre 2001

|                     | Décalage | Coefficient | Test de Student | Niveau de signification | Décalage | Coefficient | Test de Student | Niveau de signification |
|---------------------|----------|-------------|-----------------|-------------------------|----------|-------------|-----------------|-------------------------|
| Vers la zone euro   | 0        | 0,118       | 1,23            | 0,22                    | 0 à 5    | 0,346       | 1,55            | 0,12                    |
| Vers les États-Unis | 0        | - 0,157     | - 1,89          | 0,06                    | 0 à 5    | - 0,481     | - 2,52          | 0,01                    |
| NAPM industrie      | 0        | - 0,972     | - 1,36          | 0,17                    | 0 à 5    | 0,377       | 0,22            | 0,82                    |
| Ifo (Allemagne)     | 0        | 4,551       | 5,04            | 0,00                    | 0 à 5    | 7,857       | 3,28            | 0,00                    |

Variable dépendante: différence logarithmique; données F-A: niveau logarithmique; indicateurs conjoncturels: sous leur forme originale  $X_k$ . Coefficient =  $\beta \cdot 10^3$ .  $R^2$  ajusté = 0,09. Tableau 2

Les résultats de la régression suggèrent que l'importance économique de l'impact des annonces de F-A est en moyenne faible. Toutefois, l'effet estimé des très grosses transactions sur le cours dollar/euro peut être assez substantiel<sup>14</sup>.

Globalement, ces résultats révèlent une certaine asymétrie dans la façon dont les annonces ont affecté le marché dollar/euro et, pour les F-A ciblant des entreprises américaines, une persistance de leur incidence sur le cours de change.

L'étape suivante a consisté à analyser plus en détail les annonces de F-A. Il est bon de rappeler que les mécanismes de ces transactions donnent à penser que l'ampleur d'un effet d'annonce dépend de plusieurs caractéristiques, dont la taille de l'opération et son mode de financement. Au moyen des informations sur la composition en numéraire/actions de chacune des transactions considérées, la première chose a été de déterminer si la réaction du change aux annonces dépendait du type de règlement (à travers d'éventuels transferts de liquidités). À cette fin, l'équation de régression a été enrichie de deux variables fictives (une pour chaque direction des flux de F-A) égales à un, en cas de règlement en numéraire, et à zéro autrement. Une seconde spécification incluait, le cas échéant, des variables d'interaction égales au montant de la transaction, dans le premier cas, et à zéro autrement. Les résultats empiriques obtenus par chacune des deux méthodes indiquent que le choix du mode de paiement ne modifie pas de manière statistiquement significative, en moyenne, l'incidence des F-A sur le couple dollar/euro<sup>15</sup>.

De surcroît, il a été vérifié si la taille des opérations des F-A transatlantiques en affectait l'incidence, c'est-à-dire si les mégafusions produisaient des effets supplémentaires. À cette fin, une autre équation de

<sup>14</sup> Le tableau 2 semble indiquer que \$1 milliard de F-A ayant pour cibles des entreprises américaines se traduit par une appréciation de 0,11% du dollar à l'égard de l'euro. L'annonce par Deutsche Telekom du rachat de VoiceStream pour un montant de \$46,5 milliards implique donc une appréciation de 0,169%, correspondant à la variation de 0,17% du cours dollar/euro le 24 juillet 2000.

<sup>15</sup> Le manque de place ne permet pas de présenter ces résultats, qui corroborent cependant ceux de Breedon et Fornasari (2000) et montrent que les opérations sans versement en numéraire affectent, elles aussi, le change, mais leur effet n'est pas significatif.

Le mode de  
financement ne  
semble guère  
importer ...

... et les  
mégafusions n'ont  
pas d'incidence  
supplémentaire

| Flux liés aux fusions-acquisitions: incidence sur le cours dollar/euro (estimations)   |          |             |                 |                         |          |             |                 |                         |
|--|----------|-------------|-----------------|-------------------------|----------|-------------|-----------------|-------------------------|
| Septembre 2000-septembre 2001  |          |             |                 |                         |          |             |                 |                         |
|  | Décalage | Coefficient | Test de Student | Niveau de signification | Décalage | Coefficient | Test de Student | Niveau de signification |
| Vers la zone euro  | 0        | 0,494       | 2,85            | 0,00                    | 0 à 5    | 1,089       | 2,63            | 0,01                    |
| Vers les États-Unis  | 0        | - 0,483     | - 3,23          | 0,00                    | 0 à 5    | - 0,616     | - 1,45          | 0,15                    |
| NAPM industrie   | 0        | - 2,159     | - 1,94          | 0,05                    | 0 à 5    | 3,699       | 1,08            | 0,28                    |
| Ifo (Allemagne)  | 0        | 1,595       | 0,93            | 0,35                    | 0 à 5    | 9,007       | 2,25            | 0,02                    |
| Variable dépendante: différence logarithmique; données F-A: niveau logarithmique; indicateurs conjoncturels: sous leur forme originale $X_k$ . Coefficient = $\beta \cdot 10^3$ . $R^2$ ajusté = 0,18. |          |             |                 |                         |          |             |                 |                         |
| Tableau 3  |          |             |                 |                         |          |             |                 |                         |

régression a été utilisée, avec deux variables fictives, pour chaque direction de flux, égales à un, quand le montant de l'opération dépassait \$1 milliard, et à zéro dans les autres cas<sup>16</sup>. Une seconde formule a fait intervenir des variables d'interaction. Aucune de ces deux méthodes n'a toutefois confirmé l'existence d'effets de taille significatifs.

Enfin, l'analyse a cherché à déterminer si l'incidence des flux de F-A annoncés avait changé fin 2000, quand les flux nets vers les États-Unis ont sensiblement diminué<sup>17</sup>. Les tests de Chow indiquant une rupture structurelle à la fin du mois d'août 2000, les principales équations de régression ont été recalculées pour la période septembre 2000-fin septembre 2001. Contrairement aux observations pour l'ensemble de janvier 1999-septembre 2001, les résultats (tableau 3) semblent montrer que les annonces de rachats d'entreprises de la zone euro par des firmes américaines ont eu en moyenne, pendant ce laps de temps, une incidence positive statistiquement significative sur le cours de l'euro vis-à-vis du dollar.

## Conclusion

Cette étude a examiné le degré de corrélation entre les annonces de F-A transatlantiques et les variations du cours dollar/euro au comptant sur la période janvier 1999-septembre 2001. Il est apparu que les annonces de rachats d'entreprises américaines par des acquéreurs européens avaient un impact statistiquement significatif sur le change, dont l'ampleur n'était pas liée au mode de financement des transactions; en revanche, les opérations ciblant des entreprises européennes n'avaient aucune incidence significative. Par ailleurs, les mégafusions ne paraissaient pas exercer d'effets supplémentaires. Les apports nets massifs de F-A de la zone euro aux États-Unis concordent donc avec la baisse tendancielle de l'euro par rapport au dollar.

Ces résultats impliquent que les effets d'annonce ne paraissent pas refléter entièrement les caractéristiques d'une transaction donnée (mode de

<sup>16</sup> Les résultats restent valables avec des seuils de \$2 milliards ou \$5 milliards. Faute de place, ils ne sont pas présentés ici mais peuvent être obtenus auprès des auteurs.

<sup>17</sup> Voir *The Economist* (2001).

financement, par exemple), c'est-à-dire qu'ils ne traduisent pas nécessairement la réaction des opérateurs aux flux de change anticipés résultant de la transaction. L'absence d'incidence statistiquement significative de la taille et du mode de financement semble plutôt indiquer que la réaction des cours de change aux annonces de F-A dépendrait du niveau cumulé des flux, autrement dit de la perception, par le marché, de la tendance générale des flux de F-A. On pourrait en déduire l'existence d'effets de signal: l'annonce d'une transaction de F-A est considérée comme un indicateur de la vigueur relative des perspectives de croissance de chacune des deux économies concernées et, donc, de la future activité de F-A. Cette interprétation de l'effet d'annonce est également accréditée par le fait que les annonces d'acquisitions d'entreprises européennes par des acheteurs américains ont commencé à soutenir l'euro vers la fin de 2000, mettant ainsi un terme effectif à l'asymétrie antérieure des réactions du change selon que la cible annoncée était européenne ou américaine.

En conclusion, il apparaît que les F-A transfrontières ont globalement contribué à l'appréciation du dollar entre 1999 et 2000. Toutefois, il est à noter que le rythme de ces opérations s'est nettement ralenti à partir du quatrième trimestre 2000. D'après la série de données, les volumes mensuels moyens d'annonces d'opérations transatlantiques sont tombés, en termes nets, d'environ \$10,5 milliards en 2000 à \$1,8 milliard sur les trois premiers trimestres 2001. Il faut y voir le signe d'une évolution de la vigueur relative des perspectives de croissance de part et d'autre de l'Atlantique, qui pourrait avoir pesé négativement sur le dollar.

## Références

Banque centrale européenne (2001): «Euro area balance of payments», *ECB Statistical Press Release*, 30 juillet.

Banque des Règlements Internationaux (2001a): *71<sup>e</sup> Rapport annuel*, Bâle, juin, pp. 87-107.

Banque des Règlements Internationaux (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Bâle, octobre.

Breedon, F. et F. Fornasari (2000): «FX impact of cross-border M&A», Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, avril.

*Financial Times* (2000): «Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$50bn deal», 24 juillet.

*Financial Times* (2001): «Deutsche Telekom deals give big US presence», 1<sup>er</sup> juin.

Galati, G. et C. Ho (2001): «The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate», *BIS Working Papers*.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch et R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, juillet.

*The Economist* (2000): «Bouncing back», 2 novembre.

*The Economist* (2001): «The great merger wave breaks», 25 janvier.