

VI. Marchés des capitaux

Faits saillants

Alors qu'ils portaient encore les marques des récentes crises, les marchés des capitaux ont concentré leur attention, en 1999, sur les aspects positifs pour l'avenir et recommencé à prendre des risques avec une ardeur accrue. L'enthousiasme suscité par les technologies numériques et les signes de plus en plus manifestes de croissance à l'échelle mondiale ont poussé les cours de nombreuses actions vers de nouveaux sommets. Sur les marchés du crédit, ce même goût du risque a permis de surmonter des épisodes de tensions sur la liquidité et provoqué un resserrement graduel des marges, alors que les émissions de titres de dette privée battaient des records. La hausse des taux d'intérêt à long terme, en Europe et aux États-Unis, a été bien accueillie, puisqu'elle montrait que la politique monétaire était en mesure d'écarter les menaces d'inflation tout en préservant la croissance.

Au premier trimestre 2000, les opérateurs ont toutefois commencé à penser qu'ils avaient fait preuve d'un enthousiasme excessif. Sur les marchés des actions, les investisseurs ont été brusquement pris de vertige, ce qui a entraîné de fortes fluctuations, en particulier sur les valeurs technologiques. De plus, les statistiques engendraient une incertitude sur l'ampleur souhaitable du resserrement monétaire. Parallèlement, les chocs liés à l'offre sur le marché du Trésor EU ont pesé plus que d'habitude sur les cotations. Les activités d'arbitrage et de contrepartie qui, d'ordinaire, auraient absorbé ces chocs, n'étaient apparemment pas encore remises des pertes de l'automne 1998. La volatilité des rendements à long terme qui en a résulté a non seulement déconcerté les emprunteurs et investisseurs, pour lesquels ce marché sert de référence, mais également brouillé les informations normalement fournies par ces rendements sur les perspectives macroéconomiques.

L'évolution des prix relatifs des actifs a eu des conséquences sur l'économie réelle, en modifiant l'allocation du capital entre secteurs. Sur les marchés des actions, le comportement spectaculaire des valeurs technologiques a aidé les «jeunes pousses» à collecter des montants records par introduction en Bourse, tandis que la sous-performance des autres a conduit à d'importants programmes de rachats, permettant aux porteurs de recouvrer leur mise. Sur les marchés de la dette, les excédents budgétaires aux États-Unis et au Royaume-Uni et la réduction des déficits en Europe continentale ont favorisé l'essor des émissions obligataires des entreprises, stimulé par le resserrement des marges de crédit, de sorte que l'épargne s'est réorientée des titres d'État vers ceux des emprunteurs privés.

Les prix des actifs ont également influencé le mode de financement des déséquilibres des paiements courants dans le monde. Les marchés des actions ont

L'optimisme cède
aux préoccupations

Réallocation du
capital due aux
variations des prix
des actifs

soutenu les flux transfrontières, notamment dans le cadre d'échanges de participations. Les grandes banques internationales elles-mêmes ont investi largement sur des marchés des titres en plein essor et délaissé quelque peu leur activité de prêt traditionnelle. De leur côté, les emprunteurs des économies émergentes n'ont guère eu besoin des banques étrangères et ont accéléré leurs remboursements, provoquant une surabondance de fonds sur l'interbancaire international. Pourtant, en dehors des opérations liées aux acquisitions, les banques ont commencé à éprouver des difficultés à trouver de nouveaux emprunteurs.

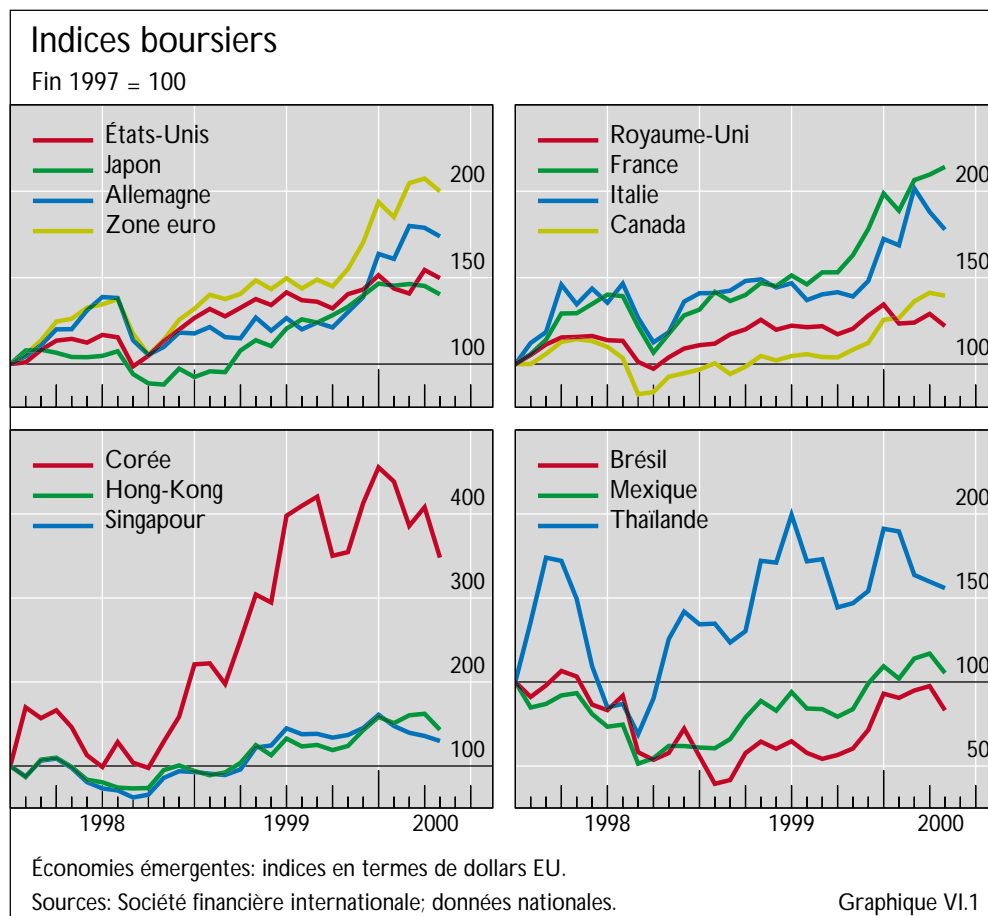
Investissements des grandes banques sur les marchés des titres en plein essor

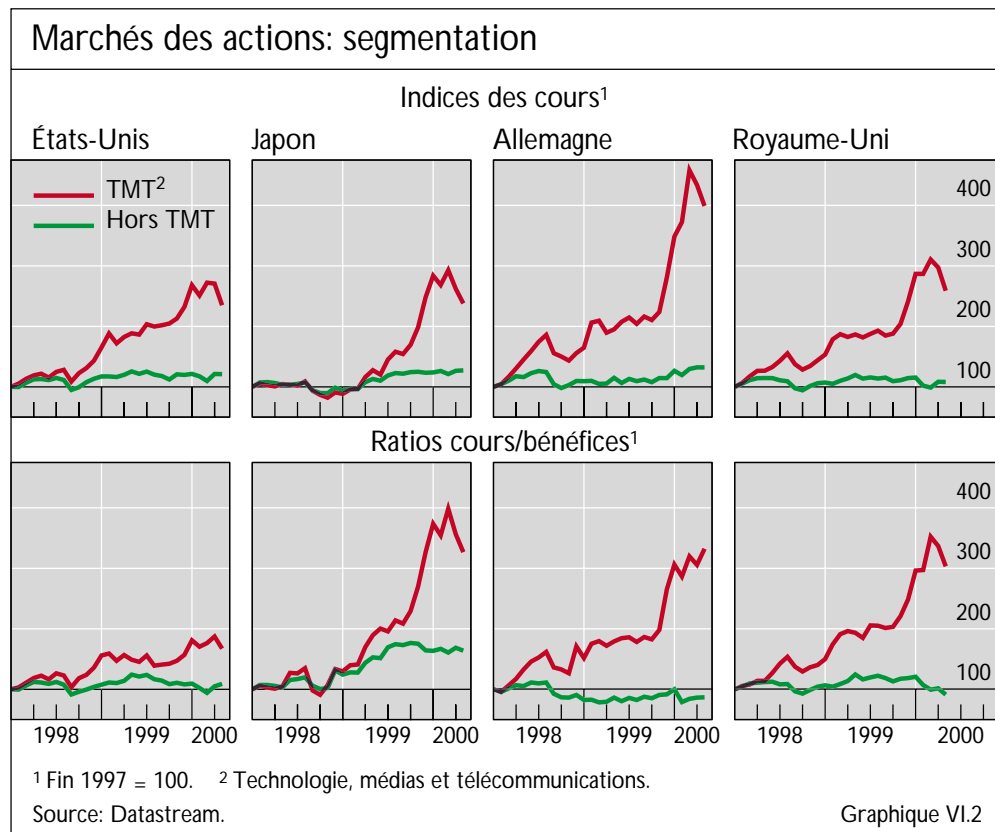
Marchés des actions

Performances contrastées

S'appuyant sur la dynamique des années précédentes, les marchés des actions ont battu partout de nouveaux records en 1999 (graphique VI.1). Ces fortes progressions ont été d'autant plus remarquables que les taux d'intérêt étaient en hausse aux États-Unis et en Europe. Même le marché japonais, atone depuis plusieurs années, s'est joint au mouvement et a effacé les pertes subies depuis le début des dernières crises financières asiatiques. Le Brésil, la Corée, le Mexique et d'autres pays sortant de récession se sont particulièrement distingués. Le rythme mondial de progression a culminé au quatrième trimestre de 1999, avant de commencer à s'essouffler début 2000.

Nouveaux records sur les Bourses du monde entier



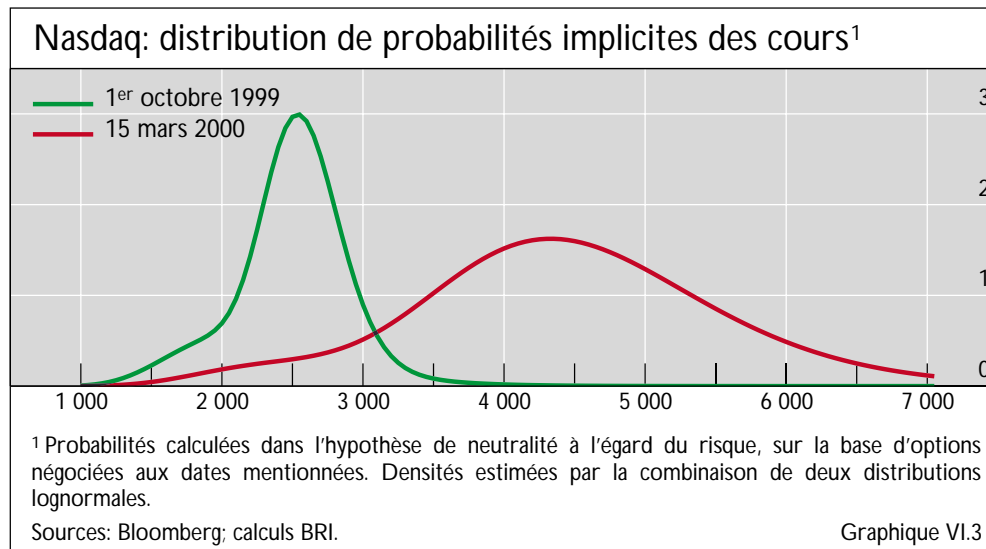


Hausse des cours tirée par les valeurs technologiques

En 1999, le dynamisme des indices boursiers larges a masqué d'importants écarts entre la «nouvelle économie» et l'«ancienne». Ainsi, aux États-Unis, moins de la moitié des entreprises de l'indice S&P 500 ont effectivement enregistré des rendements positifs sur l'année. À l'échelle mondiale, la progression a été tirée par les secteurs des technologies numériques et des télécommunications, dont la valeur a quasiment doublé aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne et presque triplé au Japon (graphique VI.2). C'est en Allemagne que la divergence entre les deux groupes a été la plus perceptible, en raison notamment d'une prime liée aux acquisitions dans les télécommunications. Les actions de l'ancienne économie ont également affiché des performances variables d'un pays à l'autre, baissant aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais progressant en Allemagne et au Japon.

Mouvement de balancier entre les valeurs technologiques et les autres

Ces divergences se sont encore accentuées au premier trimestre 2000, la volatilité augmentant de manière spectaculaire. Après un bref fléchissement en début d'année, les actions ont repris leur ascension en Europe continentale, alors qu'elles continuaient de baisser aux États-Unis. L'annonce, à la mi-mars, que l'économie nipponne était entrée en récession, avec une contraction assez forte de la production au quatrième trimestre de 1999, a temporairement amené les investisseurs à se défaire de leurs actions japonaises. Aux États-Unis, les statistiques ont dépeint une économie réelle insensible au resserrement monétaire, déclenchant souvent d'importantes fluctuations des cours d'un jour sur l'autre. Un mouvement de balancier était fréquemment observé entre les valeurs technologiques et les autres, un secteur progressant pendant que l'autre faiblissait. La volatilité était parfois supérieure en une seule séance à celle enregistrée normalement sur plusieurs jours. Le 4 avril, par exemple, l'indice



Nasdaq des valeurs à dominante technologique cédait 13% en séance, mais, en clôture, il avait quasiment regagné tout le terrain perdu. Une semaine plus tard, il plongeait, à la suite notamment de l'annonce d'une augmentation relativement importante de l'IPC, perdant \$1400 milliards en termes de capitalisation. Cependant, en l'absence de nouvelles données significatives, le marché remontait au début de la semaine suivante.

En avril, l'accroissement de la volatilité a été précédé par une montée apparente de l'incertitude des opérateurs quant à l'évolution des cours. Réflétées dans les cotations des options, ces appréhensions ont semblé s'accroître encore plus que la volatilité effective, tout particulièrement pour les valeurs technologiques. La volatilité anticipée exprimée dans les cours des options négociables sur l'indice Nasdaq était plutôt modérée en octobre 1999, lorsque les valeurs technologiques étaient en hausse, ce qui témoigne d'une certaine confiance dans les cours enregistrés (graphique VI.3). Mais, dès que ces derniers ont commencé à se dégrader au premier trimestre 2000, cette volatilité implicite a atteint des sommets. À la mi-mars, la distribution implicite des cours anticipés indiquait une probabilité de quelque 25%, contre 15% en octobre, d'une chute d'au moins 20%.

Volatilité et variation des cours

L'évolution en dents de scie des marchés des actions amène à s'interroger sur les causes de ces variations. Étant donné qu'une action représente une créance sur la distribution future de fonds aux actionnaires, son cours devrait évoluer en fonction des informations publiées sur les résultats de l'entreprise, et notamment le rythme de progression des bénéfices anticipés. Deux facteurs supplémentaires devraient également jouer un rôle: le rendement attendu d'autres placements, obligations par exemple, et la «prime de risque sur actions», c'est-à-dire la rémunération additionnelle mais non observable exigée par les investisseurs pour le risque spécifique.

Or, il semble que les récentes fluctuations à court terme n'aient pas vraiment été déclenchées par des informations nouvelles. Ce phénomène n'est pas en soi

Les cours en dents de scie posent des problèmes d'évaluation

Fluctuations
provoquées par une
quantité minimale
d'informations
nouvelles

très inhabituel, car, par le passé, les actions ont maintes fois augmenté et baissé plus que ne pouvait l'expliquer l'évolution observée des bénéficiers. Cet «excès de volatilité» peut provenir d'une certaine inconstance irrationnelle des intervenants. Les variations de la prime de risque implicite sur le cours des actions peuvent donner un aperçu de ce comportement, même si l'on peut se demander pourquoi cette prime fluctue autant en si peu de temps. Une autre explication tient à l'existence d'une asymétrie de l'information. En effet, il se peut que certains investisseurs détiennent parfois d'importantes informations à caractère confidentiel, qu'ils ne communiquent au marché que par leurs opérations. Ce sont alors les ordres, et non les informations publiées, qui orientent le marché.

Si les fluctuations à court terme sont difficiles à expliquer, les mouvements à plus long terme revêtent en pratique une régularité qui cadre assez bien avec les données fondamentales de l'économie. Lorsque les indicateurs de prix, tels que ratio de dividende et multiple de capitalisation, sont trop éloignés de la normale par rapport au cycle d'activité, un retour à la moyenne historique finit par se produire. En général, des ratios de dividende faibles ou des multiples de capitalisation élevés retrouvent leurs niveaux sous l'effet d'une baisse des cours plutôt que d'une augmentation des dividendes ou des bénéficiers.

Perspectives peu
favorables pour
les actions ...

Par comparaison avec le passé, les perspectives n'étaient pas favorables pour les actions à fin mars 2000. La hausse générale et constante des cours avait porté les principaux indicateurs à des niveaux extrêmes; dans la plupart des cas, par exemple, les ratios de dividende avaient atteint leur minimum ou en étaient proches (tableau VI.1). Il faut admettre que la propension accrue des entreprises à distribuer leurs bénéfices aux actionnaires en procédant à des rachats d'actions plutôt qu'en versant des dividendes a contribué à déprimer ces derniers, indépendamment de tout changement d'attitude des opérateurs à l'égard du risque. Néanmoins, les marchés apparaissaient également surévalués

Cours des actions: indicateurs d'évaluation ¹									
	Taux de rendement ²				Ratio cours/bénéficiers ³				
	Moyen	Minimum		Mars 2000	Moyen	Sept. 1987	Maximum		Mars 2000
		niveau	date				niveau	date	
États-Unis	3,6	1,1	Déc. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	Juil. 1999	28,3
Japon	1,3	0,4	Janv. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	Fév. 2000	80,6
Allemagne	2,7	1,1	Fév. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	Janv. 2000	22,8
France	4,0	1,6	Mars 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	Mai 1973	26,8
Italie	2,8	1,0	Mai 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	Mars 2000	35,6
Royaume-Uni	4,7	2,1	Mars 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	Janv. 2000	28,1
Canada	3,3	1,1	Mars 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	Nov. 1999	32,8
Pays-Bas	4,6	1,7	Janv. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	Janv. 2000	26,5
Suisse	2,3	0,9	Mars 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	Mars 1998	20,1
Suède	2,5	1,1	Mars 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	Mars 2000	34,2
Belgique	4,0	1,3	Janv. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	Avril 1973	17,1

¹ Depuis 1973. ² Suède: depuis 1982. ³ Italie: depuis juin 1986; Royaume-Uni: depuis 1980; Canada: sauf 1991-94, période de ratio exceptionnellement élevé, en raison de bénéfices très faibles dus à des annulations de créances (maximum en 1994: 504); Suède: depuis 1982.

Source: Datastream.

Tableau VI.1

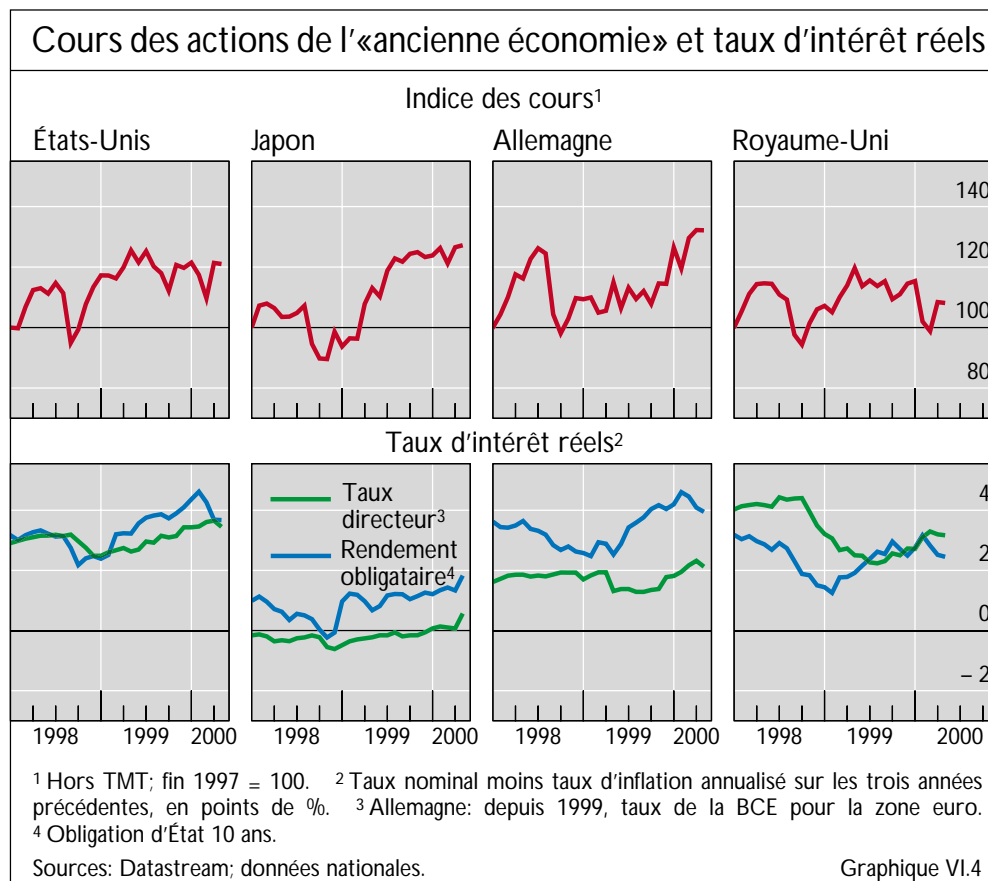
sur la base des multiples de capitalisation. Même si ces indicateurs s'étaient, de manière générale, légèrement écartés de leurs sommets récents, ils restaient historiquement élevés et supérieurs à ceux antérieurs à la crise d'octobre 1987.

D'après la différence de comportement, en 1999, entre les valeurs de l'ancienne et de la nouvelle économie, il semblerait que les perspectives d'évolution des actions dépendent de leur appartenance à l'un ou l'autre secteur. Les titres de l'économie traditionnelle ont certes affiché des multiples de capitalisation inférieurs à ceux de l'ensemble du marché, mais les indicateurs suggèrent qu'ils étaient peut-être, eux aussi, surévalués. Fin mars 2000, ces multiples étaient, respectivement, de 23 et 19 aux États-Unis et au Royaume-Uni, soit nettement supérieurs à leur moyenne historique, alors même que ces deux pays se trouvaient dans une phase du cycle économique (chapitre II) qui, du moins par le passé, augurait d'une moindre croissance des bénéfices. De plus, aux États-Unis, les valeurs de l'ancienne économie ne paraissent pas s'être pleinement ajustées aux hausses des taux d'intérêt (graphique VI.4).

Les indicateurs d'évaluation traditionnels laissent entrevoir des risques encore plus grands pour les valeurs technologiques, dont les multiples de capitalisation atteignent, en effet, des sommets jusqu'alors inconnus. Fin mars 2000, ils s'établissaient à 53 aux États-Unis et à 169 au Japon. De telles évaluations sont en partie subordonnées à la croissance des bénéfices, qui, sur le long terme, doit converger avec celle de l'économie. Par conséquent, les écarts d'évaluation dépendent de plusieurs facteurs: rythme de progression à court terme des résultats anticipé par les investisseurs, durée de la période de

... et peut-être liées au secteur

Les indicateurs dénotent des risques supérieurs pour les valeurs technologiques



forte expansion et prime de risque sur actions. Sur la base des moyennes historiques de ces deux derniers éléments, les investisseurs se sont montrés très optimistes sur les perspectives à court terme des entreprises de haute technologie. Au vu des multiples de capitalisation, ils semblaient estimer que les résultats de l'ensemble de ce secteur progresseraient aux États-Unis de 21% par an en termes réels sur les dix prochaines années, soit un rythme plus de cinq fois supérieur à celui de la croissance de l'économie. Parallèlement, le marché anticipait une progression moyenne de 25% l'an du bénéfice par action (BPA) en termes réels des entreprises de haute technologie au Japon. Même dans l'hypothèse d'une prime de risque sur actions réduite à zéro, le taux de croissance implicite du BPA en termes réels serait alors de 12% pour les États-Unis et de 16% pour le Japon.

Les évaluations élevées ne sont pas fondées sur des bénéfices antérieurs

Alors que ces indicateurs atteignaient des niveaux extraordinaires au regard des bénéficiaires courants, d'autres évaluations élevées semblaient reposer entièrement sur des hypothèses de bénéfices potentiels plutôt que sur des antécédents. D'ailleurs, une bonne partie des entreprises de haute technologie récemment introduites en Bourse n'avaient aucun bénéfice à présenter, et le taux présumé de croissance de leurs résultats était fondé sur des concepts de valorisation nouveaux et non avérés. Certains de ces concepts s'inspiraient, par exemple, de la loi de Metcalfe (du nom de l'inventeur du réseau Ethernet, précurseur d'Internet), selon laquelle la valeur d'un fournisseur de réseau est proportionnelle au carré des abonnés, car cette relation définit le nombre de connexions possibles. Ce concept pourrait corroborer l'hypothèse d'une expansion spectaculaire des rendements, sans lien étroit avec les taux d'intérêt ni le niveau général de l'activité. Les évaluations semblaient ainsi oublier qu'une telle société attirera vraisemblablement en premier les clients les plus lucratifs et qu'elle est donc condamnée à enregistrer des rendements décroissants. En outre, des concepts comme la loi de Metcalfe ne peuvent pas s'appliquer à toutes les entreprises liées à Internet, tels que les .com de la distribution, ni à toutes celles d'un même secteur, puisqu'il y aura forcément des gagnants et des perdants.

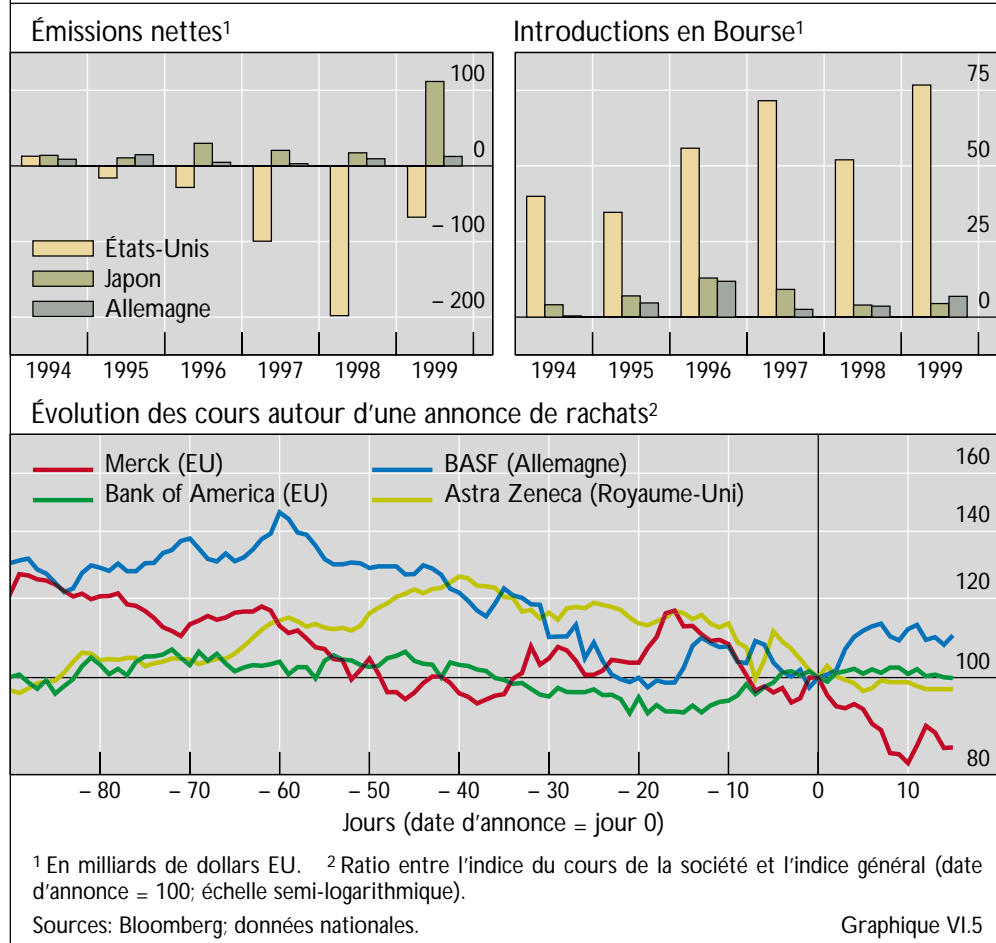
Risques d'évaluation et résultats économiques potentiels

Il suffit de peu pour retourner le marché

Les niveaux records des cours atteints sur les grandes places comportent un risque de forte correction générale. Le secteur de la haute technologie semblerait particulièrement vulnérable. Néanmoins, les autres actions affichent aussi des cotations historiquement élevées. Alors que, sur la majeure partie du premier trimestre 2000, les investisseurs ont favorisé l'un puis l'autre de ces deux secteurs, un changement de sentiment concernant les valeurs technologiques pourrait bien avoir des répercussions sur les valeurs traditionnelles. Il suffit souvent de très peu de choses pour précipiter un tel revirement. De gros ordres inattendus peuvent entraîner des ventes en cascade, car les autres intervenants les pensent fondés sur des informations défavorables, que ce soit le cas ou non. Par le passé, ce phénomène s'est fréquemment traduit par une perte générale de confiance, avec une chute imprévue des cours.

Pour l'économie réelle, les risques de surévaluation ne se limitent pas à la possibilité qu'une forte correction freine la consommation via un effet de richesse négatif ou réduise l'investissement à travers une augmentation du coût du capital

Émissions d'actions et évolution des cours autour d'une annonce de rachats



(chapitre II). Toute mauvaise allocation du capital en période d'expansion suppose un ajustement ultérieur. Les conséquences de la variation des cours relatifs entre les valeurs technologiques et les autres sont déjà apparues dans les transferts massifs de capitaux entre ces secteurs. En 1999, les investisseurs ont, dans le monde entier, placé plus de fonds qu'auparavant dans les «jeunes pousses», principalement technologiques, introduites en Bourse (graphique VI.5). Dans le même temps, les entreprises traditionnelles, dont les actions étaient jugées moins dynamiques, ont continué d'annoncer des programmes de rachats, qui ont apporté des liquidités à leurs actionnaires. Une surévaluation des cours d'introduction des valeurs technologiques a pu attirer un trop grand nombre de nouvelles entreprises dans ce secteur, surinvestissement qui risque de se traduire ultérieurement par une diminution de la productivité. Si une forte correction a lieu, une partie des pertes de capitalisation boursière pourra alors être attribuée, à juste raison, à une révision en baisse de la productivité anticipée.

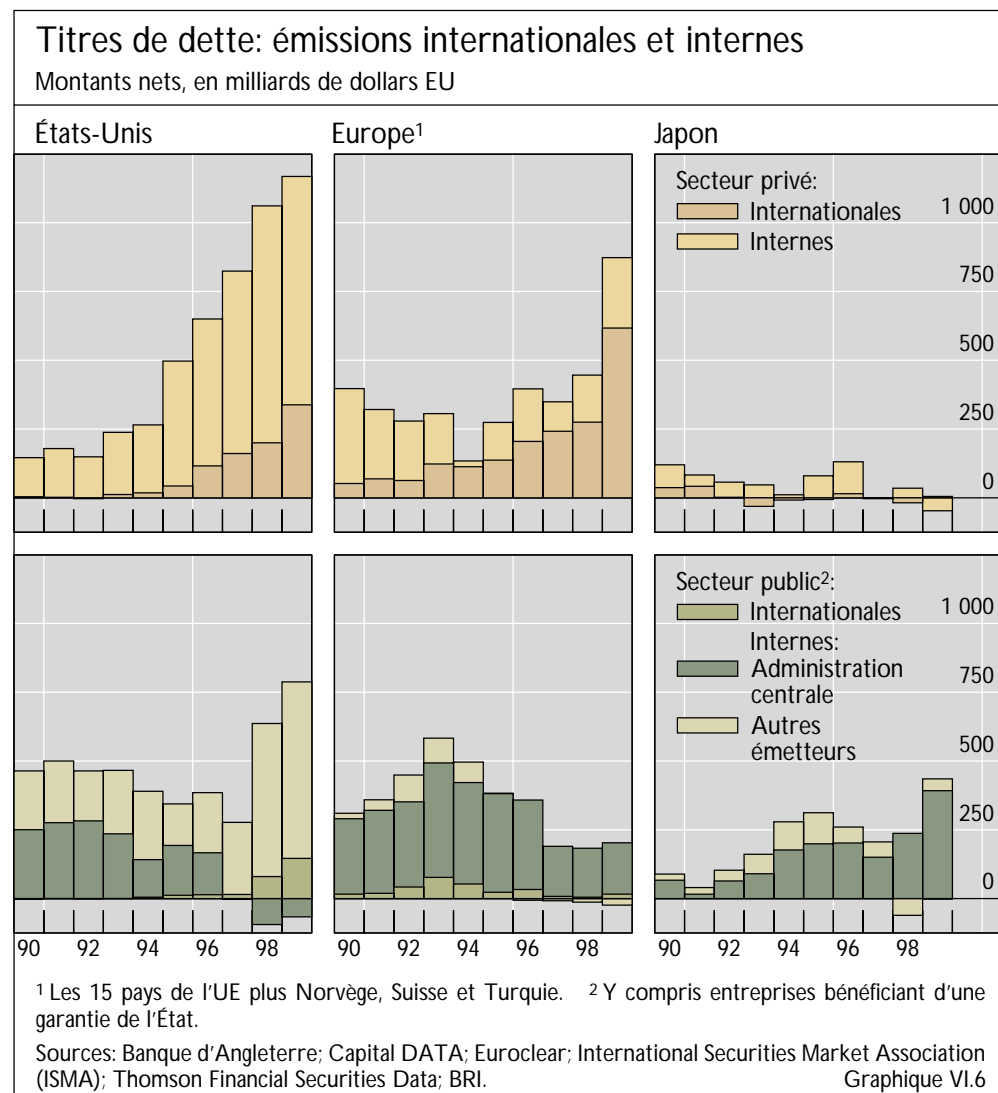
En 1999, le redéploiement du capital a également pris la forme d'acquisitions transfrontières, bien souvent dans les télécommunications. Ces opérations ont contribué à compenser les grands déséquilibres des paiements courants dans le monde. Les États-Unis et l'Amérique latine, en particulier, ont financé leur déficit extérieur principalement par des entrées au titre d'acquisitions de sociétés

Les introductions en Bourse collectent des volumes records pour les «jeunes pousses»

locales par des entités étrangères. La vigueur de la demande étrangère d'actifs américains a renforcé le dollar, même en présence d'un large déficit. En Europe, une vague de fusions et acquisitions a déferlé sur les télécommunications. Contrairement à ce qui s'était passé à la fin des années 80, les récentes acquisitions dans le monde ont souvent été payées avec des actions de l'acheteur plutôt qu'avec des liquidités. Les cours de leurs actions étant élevés, les entreprises technologiques ont pu prendre le contrôle de sociétés de l'ancienne économie, s'ouvrant ainsi la possibilité d'utiliser la trésorerie de celles-ci pour leurs propres investissements. Il reste à savoir si cette nouvelle répartition du capital aura aussi des répercussions sur les gains de productivité.

Marchés obligataires

Tout comme les marchés des actions ont facilité une réallocation des capitaux entre ancienne et nouvelle économie, les marchés obligataires à travers le monde ont permis l'évolution des modes de financement et d'investissement. Du côté des débiteurs, les gouvernements ont progressivement cédé la place aux



signatures privées; cette tendance structurelle particulièrement importante s'est accélérée pendant la période sous revue. Alors même que les marchés absorbaient un montant record de titres de dette privée, la perspective d'une réduction des emprunts d'État en Amérique du Nord et en Europe a entraîné un retrait des fonds consacrés aux activités de contrepartie et une recherche de nouvelles références fiables. Parallèlement, les pertes subies à l'automne 1998 ont pesé lourdement sur l'état d'esprit des arbitragistes. Ces facteurs ont contribué à l'apparition de turbulences périodiques au niveau des marges, brouillant au passage la distinction entre primes de crédit et de liquidité.

Repli des emprunts d'État au profit de ceux du secteur privé ...

Émissions du secteur privé et marges de crédit

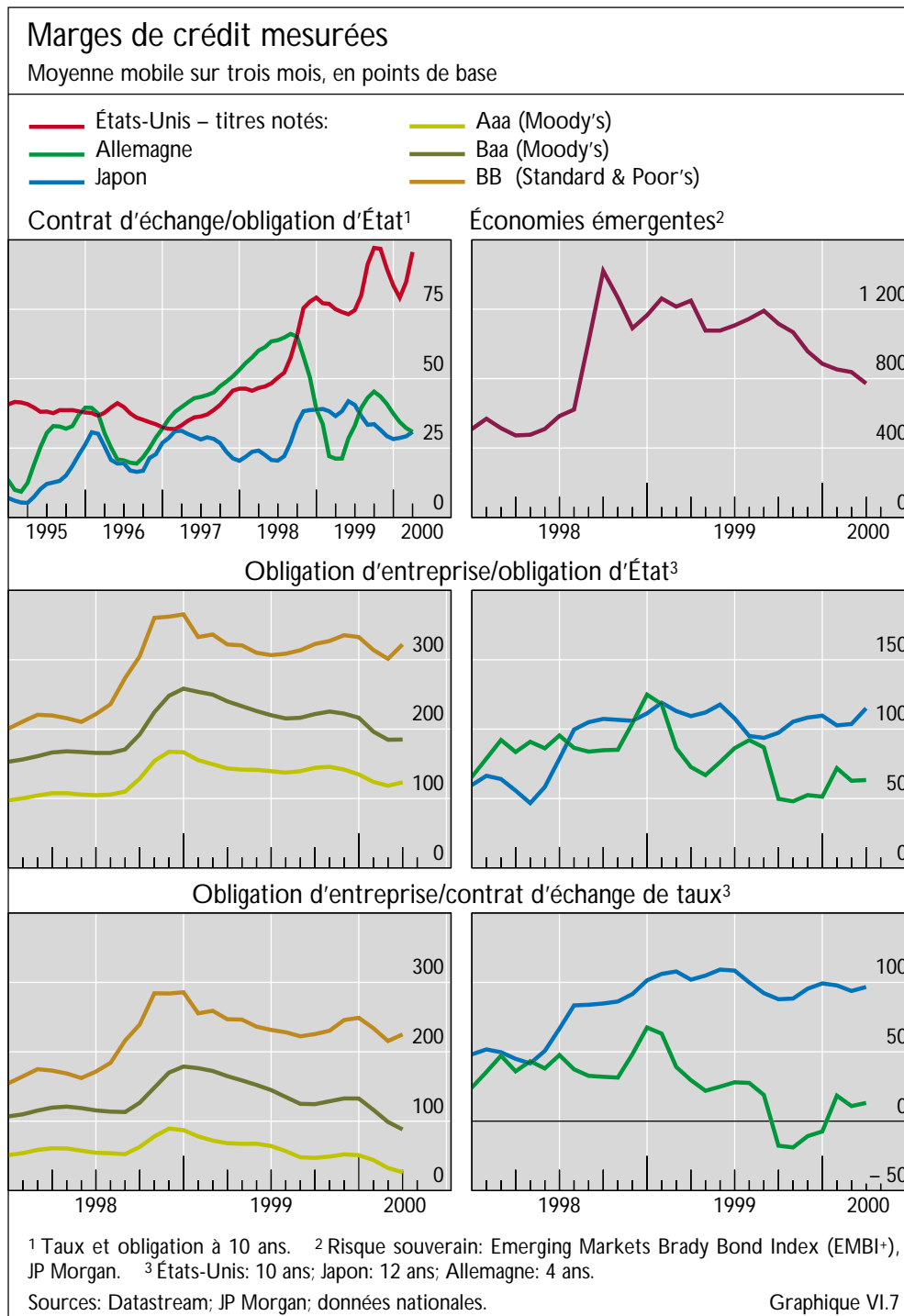
La période sous revue s'est caractérisée par une contraction des marges de crédit selon leur mesure traditionnelle, due à une réévaluation de la qualité du crédit, mais aussi à l'évolution de la liquidité du marché et à des facteurs d'offre pour la dette publique et les contrats d'échange de taux.

Le secteur privé a émis, en outre, un volume record d'obligations. Conséquence de l'assainissement des finances publiques, les émissions de titres d'État ont régressé ou sont restées stables dans la plupart des grands pays industrialisés, à l'exception notable du Japon (graphique VI.6). Les rares

Titres de dette internationaux: émissions nettes ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Encours à fin déc. 1999
	en milliards de dollars EU						
Total	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Instruments du marché monétaire ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Obligations et effets ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Pays développés	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
États-Unis	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Zone euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Japon	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Places franches	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Autres pays	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Institutions internationales	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dollar EU	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Monnaies de la zone euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Autres monnaies	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Secteur financier ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Secteur public ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Administration centrale	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Entreprises	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

¹ À l'exclusion des titres émis par les résidents en monnaie locale lorsqu'ils ne sont pas explicitement destinés aux investisseurs non résidents. Obligations: flux; instruments du marché monétaire et effets: variation d'encours, hors effets de change.
² Hors effets émis par les non-résidents sur le marché interne. ³ Banques commerciales et autres institutions financières.
⁴ Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau VI.2



... qui atteignent des records

augmentations sont à mettre au compte exclusivement d'organismes publics et paragonnementaux, telles les agences de crédit immobilier aux États-Unis. Le secteur privé a réagi à la nouvelle disponibilité de l'épargne en émettant des volumes sans précédent. Poursuivant une tendance récente, les marchés internationaux de la dette ont pris le pas sur leurs homologues internes. Les émissions internationales du secteur privé, hors remboursements, ont plus que doublé (tableau VI.2). En Europe, elles ont surpassé les émissions internes, l'introduction de l'euro invitant à franchir les frontières pour tirer parti du pool d'investisseurs de l'ensemble de la zone euro (chapitre VII).

L'essor des émissions du secteur privé coïncide avec une augmentation constante des rendements nominaux des titres d'État. Les signes tangibles de croissance ainsi que la hausse des prix de l'énergie ont conduit les autorités monétaires d'Europe et des États-Unis à relever les taux directeurs pour prévenir toute tension inflationniste. Les anticipations de durcissement monétaire ont fait monter les rendements à long terme sur une bonne partie de 1999. Ceux-ci sont devenus volatils début 2000, lorsque les opérateurs ont reconsidéré l'ampleur du resserrement qui serait nécessaire pour faire échec à l'inflation et réagi à différents éléments affectant la liquidité.

L'impact de cette augmentation des rendements des titres d'État a été en partie compensé par une diminution graduelle, bien qu'inégale, des primes de risque (graphique VI.7), qui s'étaient fortement élargies pendant la tourmente financière de l'automne 1998. Les investisseurs s'étaient alors rués sur les titres les plus sûrs et les plus liquides, en raison de doutes sur la solvabilité des emprunteurs des pays émergents et de certains établissements financiers des pays industriels. La contraction ultérieure des écarts a donc marqué un regain de confiance envers la reprise dans les économies émergentes et dans les perspectives des entreprises émettrices du secteur privé, à mesure que la croissance s'accélérait dans le monde industriel. Cependant, même au plus bas, les marges de crédit mesurées aux États-Unis et en Allemagne étaient encore supérieures à leur niveau de la mi-1998. En fait, les marges de contrats d'échange, qui reflètent la qualité généralement élevée de la signature des contreparties à ces opérations, n'ont diminué sensiblement ni sur 1999 ni début 2000. Pourquoi ne se sont-elles pas resserrées davantage face à ce qui apparaissait comme une amélioration constante des conditions et un appétit retrouvé pour le risque?

Pourquoi les primes de risque n'ont-elles pas baissé davantage?

Influences des facteurs de liquidité sur les marges de crédit

Deux facteurs structurels, en pesant sur la liquidité, semblent avoir contribué à l'ampleur et à l'instabilité occasionnelle des marges de crédit. Premièrement, l'anticipation d'une réduction des emprunts d'État a conduit les teneurs de marché à retirer les capitaux qui leur servaient à assurer la liquidité; ce retrait paraît avoir été engagé dès 1997. Deuxièmement, depuis l'automne 1998, les opérateurs restaient fort sensibles au risque de liquidité; de ce fait, les fonds à effet de levier et les salles des marchés des institutions financières rechignaient à s'engager dans des opérations d'arbitrage, qui auraient pu absorber les chocs liés à l'offre ou éliminer les distorsions de rendement entre segments de la courbe. D'ailleurs, certains établissements financiers ont peut-être alors entrepris d'intégrer des considérations de liquidité dans leur gestion des risques. En raison de ces deux facteurs structurels, des primes de liquidité élevées et parfois volatiles sont devenues partie intégrante des marges de crédit mesurées.

Les teneurs de marché réduisent leurs capitaux

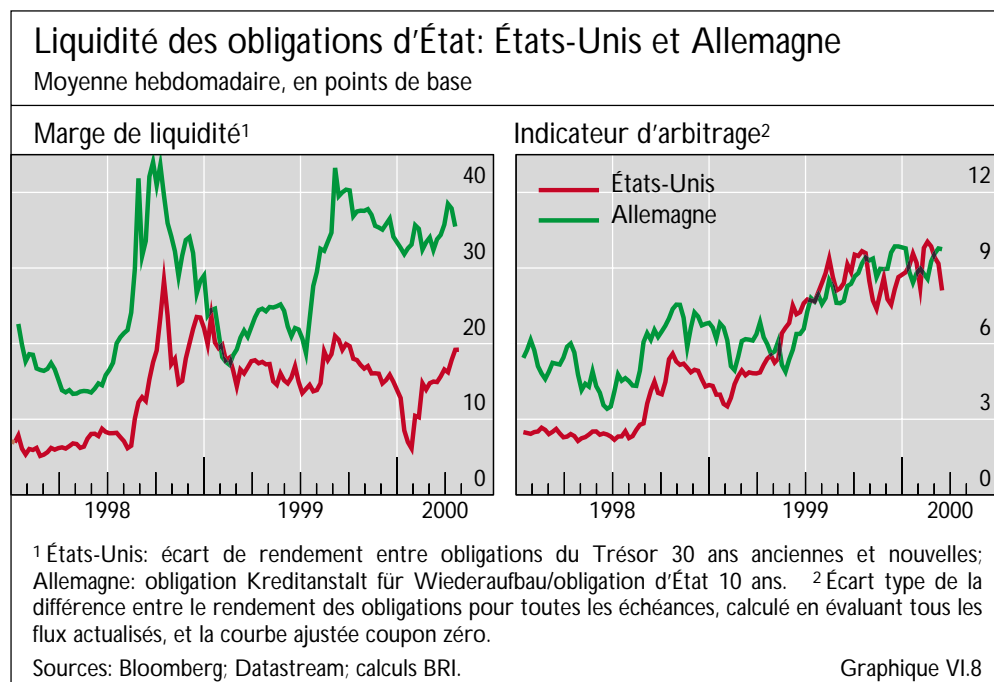
L'accroissement de la fragmentation des marchés des obligations d'État révèle cette insuffisance de la contrepartie et de l'arbitrage. Le graphique VI.8 en fournit l'illustration, en présentant les écarts de rendement entre émissions du Trésor anciennes (*off-the-run*) et nouvelles (*on-the-run*) et les écarts moyens de rendement. Ces deux indicateurs montrent que la liquidité a eu tendance à se réduire en 1999 par rapport au début de 1998 et que ce mouvement s'est

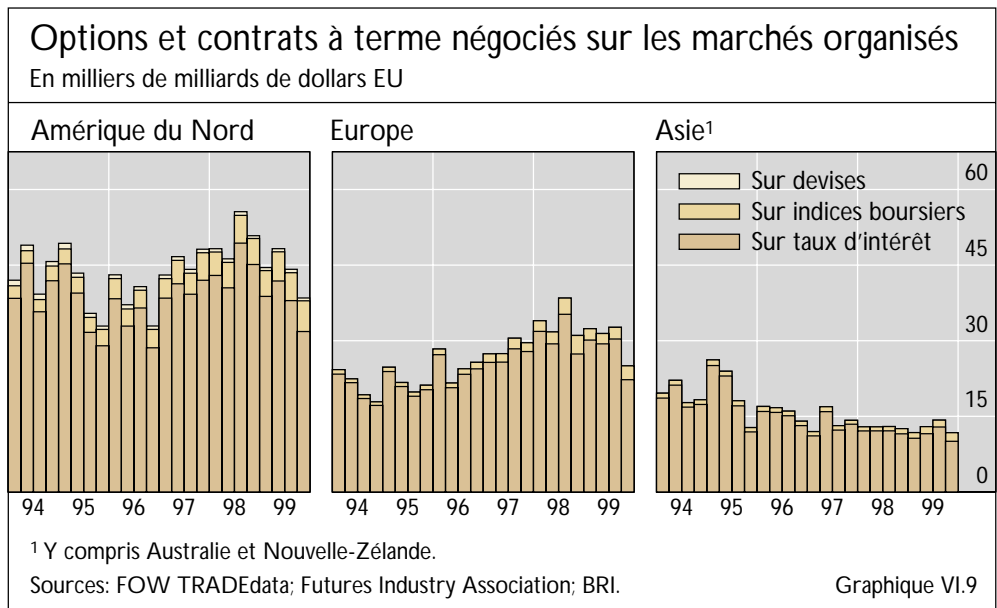
Les écarts moyens de rendement semblent plus durables

Forte hausse des marges des contrats d'échange à l'été 1999

poursuivi, pour trois mesures, au premier trimestre 2000. Pour la prime des émissions nouvelles aux États-Unis, on observe une baisse au commencement de l'année, qui reflète peut-être une prime de risque plus élevée sur l'obligation du Trésor à 30 ans, dont le statut de référence est devenu moins certain après la modification des programmes d'émission du gouvernement américain. Les écarts moyens de rendement (graphique VI.8), qui, auparavant, avaient tendance à disparaître rapidement, ont cette fois semblé plus durables. Il est donc devenu plus difficile de prévoir comment une obligation donnée réagira à une modification générale de la courbe des rendements. Ce risque idiosyncrasique accru réduit l'attrait des titres d'État pour des opérations de couverture.

Durant la période sous revue, deux épisodes démontrent le rôle nouveau de la liquidité dans les primes de risque. Les marges des contrats d'échange se sont brusquement élargies à l'été 1999. À l'époque, ce phénomène avait déconcerté les observateurs, étant donné la bonne tenue d'ensemble des indicateurs macroéconomiques et des prix des actifs financiers. Avec le recul, il apparaît que cet élargissement reflétait des pressions sur la liquidité des instruments de crédit disponibles, sous l'effet d'un déséquilibre entre un volume record d'émissions d'obligations d'entreprises et un manque d'intérêt momentané des investisseurs. Les emprunteurs s'étaient sentis obligés d'accélérer leurs programmes, en prévision des conditions de liquidité défavorables qui risquaient d'accompagner le passage à l'an 2000. Les investisseurs, de leur côté, n'étaient guère disposés à absorber ce volume supplémentaire, en raison de préoccupations identiques concernant la liquidité et peut-être aussi de l'incertitude sur les taux d'intérêt après le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. Ce déséquilibre a poussé les courtiers à se tourner vers le marché des contrats d'échange pour tenter de couvrir des stocks exceptionnellement élevés, évitant ainsi le risque idiosyncrasique noté depuis l'automne 1998 sur les titres du Trésor. Or, ce marché avait une expérience limitée des activités de





couverture et ne paraissait pas disposer de la capacité nécessaire pour répondre sans heurts à une telle demande.

Les craintes de perturbations pour le changement d'année se sont rapidement dissipées, en particulier après que les banques centrales eurent pris des mesures pour convaincre les marchés qu'ils disposeraient, si nécessaire, de liquidités d'urgence: extension de la gamme des titres admis en garantie, élargissement de l'éventail des contreparties agréées et mise en place de nouvelles facilités. Le passage à l'an 2000 a eu lieu, en fait, sans incident notable sur les marchés. Néanmoins, l'importante baisse du volume des dérivés, de taux notamment, négociés sur les marchés organisés, témoigne de l'ampleur du ralentissement des transactions financières au quatrième trimestre de 1999 (graphique VI.9).

Pas d'incident notable pour le passage à l'an 2000

Les marchés ont subi une autre hausse des marges à partir de fin janvier 2000. L'incertitude entourant la stratégie de rachat des titres du Trésor EU et la perspective d'une longue phase de resserrement monétaire ont provoqué une inversion de la courbe des rendements pour le dollar EU et une réorientation de l'activité de spéculation et de couverture vers les contrats d'échange. Cet épisode a conduit les opérateurs à chercher quels titres pourraient servir de référence à la place des émissions du Trésor EU (voir plus loin). Des interrogations sur la qualité de crédit d'une catégorie de candidats possibles – titres des agences fédérales américaines telles que la Federal Home Loan Mortgage Corporation («Freddie Mac») et la Federal National Mortgage Association («Fannie Mae») – ont encore amplifié les marges en mars 2000. Vers cette date, un projet de loi visant à clarifier les obligations du gouvernement à l'égard de cette dette a été présenté au Congrès, pour être examiné l'an prochain.

Des interrogations sur le crédit des agences américaines élargissent les marges

Recherche de nouvelles références

La modification de l'offre relative de titres négociables émis par l'État et le secteur privé constitue un défi pour des marchés qui se sont habitués à une offre régulière et très liquide de valeurs sans risque de défaillance pour déterminer le niveau futur des taux d'intérêt et gérer les risques de marché et de crédit. Le défi est multiple:

parvenir à un consensus sur les catégories de titres aptes à servir de référence; favoriser l'émergence d'une offre suffisamment étalée sur la courbe des rendements; élaborer un mécanisme de détermination des rendements stable et transparent; créer des instruments connexes tels que pensions et contrats à terme; concevoir des techniques de gestion des risques de marché et de crédit adaptées. La recherche d'une référence fiable pour les marchés des titres d'État libellés en euros (point traité en détail au chapitre VII) illustre quelques-uns de ces aspects.

L'acceptation par le marché fait l'instrument de référence

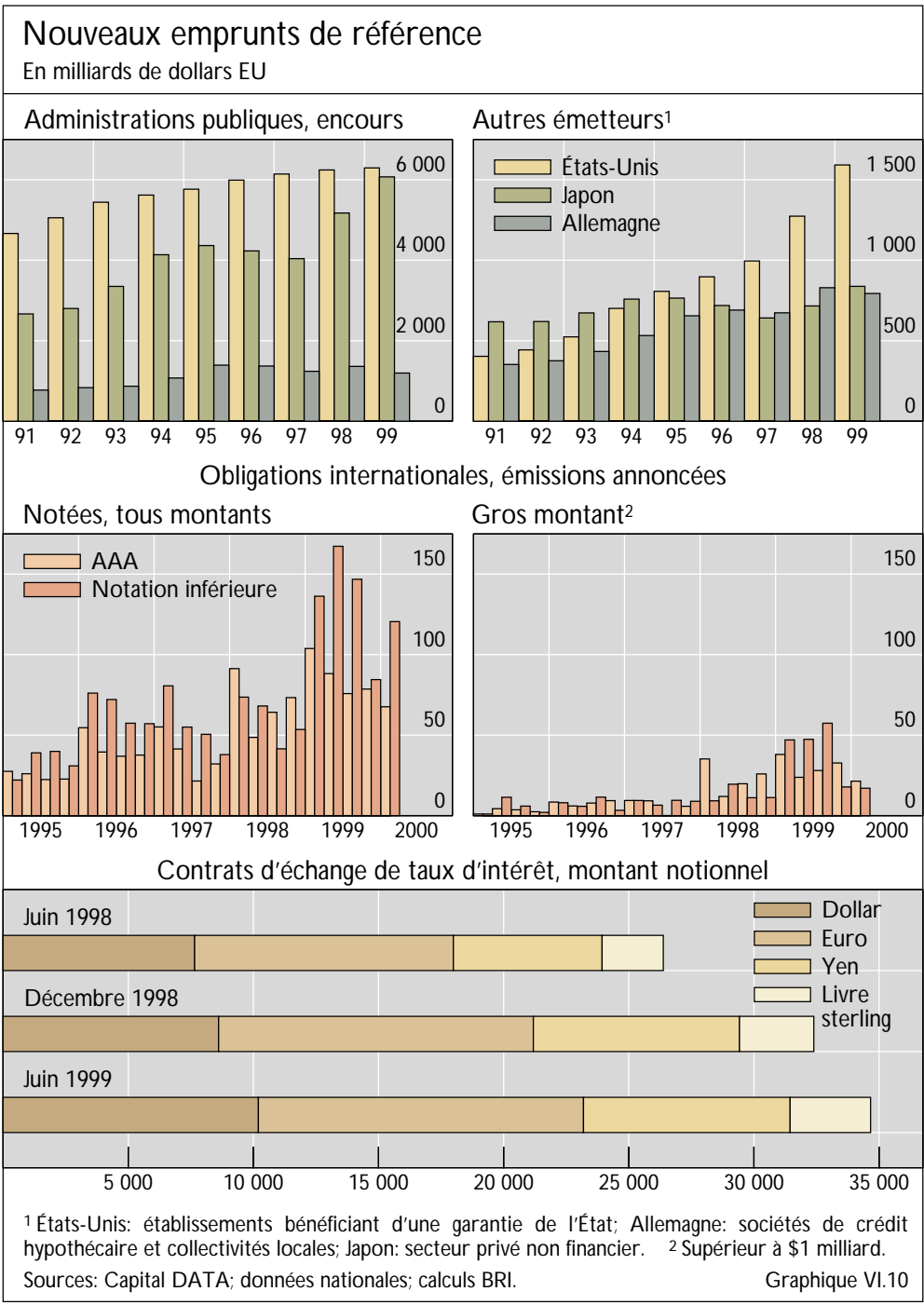
C'est son acceptation par le marché qui fait un instrument de référence. Le processus par lequel un instrument s'impose parmi d'autres est fort difficile à prévoir ou à influencer de l'extérieur, via la réglementation par exemple. Pourtant, la concurrence entre emprunteurs n'en a pas moins commencé, à divers niveaux de qualité du crédit, comme en témoigne le nombre croissant de très grosses émissions l'an dernier (graphique VI.10). Aux États-Unis, les agences fédérales de crédit immobilier ont procédé à plusieurs émissions chiffrées en milliards de dollars, à des échéances clés, pour tenter de s'imposer parmi les signatures de tout premier ordre. Diverses tentatives ont visé d'autres catégories de crédit: en dollars EU, AT&T Corp. (\$8 milliards) et Ford Motor Credit Co. (\$5 milliards); en euros, pour des emprunteurs finançant des acquisitions: l'allemand Mannesmann (€3,0 milliards), l'espagnol Repsol (€3,3 milliards) et l'italien Tecnost (€9,4 milliards).

Fort accroissement des grosses émissions, surtout notées moins de AAA

S'agissant de l'offre globale, le ralentissement des émissions de titres d'État et l'accélération concomitante des émissions du secteur privé sont déjà observables, comme le montrent les cadres centraux du graphique VI.10, avec un fort accroissement du nombre des grosses émissions (supérieures à \$1 milliard), émanant surtout d'entreprises présentant une note inférieure à AAA. Il reste pourtant à voir si les différentes émissions du secteur privé parviendront à la masse critique, en termes de volume de transactions. Pour ce faire, deux éléments apparaissent importants: la fongibilité des émissions de même échéance et l'existence d'instruments financiers connexes (contrats à terme et pensions notamment). À cet égard, il est à noter que des contrats à terme et d'options sur titres à 5 et 10 ans des agences fédérales américaines ont commencé à s'échanger en mars 2000 sur le Chicago Board of Trade. Cependant, depuis quelques années, le négoce des dérivés a généralement stagné sur les marchés organisés (graphique VI.9), tandis que la croissance du gré à gré se poursuit (graphique VI.10, cadre du bas). On peut donc penser que l'offre de dérivés de gré à gré constituera une autre condition de l'adoption de tout futur instrument de référence.

Tarifcation globale du crédit à risque plutôt que par rapport à une référence

En ce qui concerne la stabilité des rendements, il faut remarquer que la diminution de ceux des titres du Trésor EU à 10 ans, durant le premier trimestre 2000, correspondait presque exactement à la hausse des marges. En conséquence, le niveau général des rendements des contrats d'échange et des titres des entreprises les mieux notées est resté pratiquement inchangé dans ce compartiment. Cela donne à penser qu'investisseurs et emprunteurs ont peut-être déjà, dans une certaine mesure, commencé à réfléchir à une tarification du crédit à risque en termes globaux, plutôt que par rapport à une référence. Néanmoins, les rendements manqueront de transparence tant que les opérateurs ne seront pas parvenus à définir par un solide consensus les indices qui conviennent aux différentes catégories de dette privée. Les épisodes décrits



précédemment montrent que même les catégories d'actifs importantes et en croissance régulière, telles que contrats d'échange, ne sont pas à l'abri de variations soudaines et inattendues.

La recherche de nouvelles références devrait faire évoluer non seulement les techniques de détermination des rendements sur les marchés des valeurs à revenu fixe, mais également de nombreux autres aspects du système financier. En particulier, si des obligations privées parviennent à jouer le rôle encore dévolu aux obligations d'État, la gestion des risques de marché et de crédit deviendra d'autant plus complexe. Les intervenants devront améliorer les techniques permettant d'intégrer les considérations de risque de crédit dans leurs activités

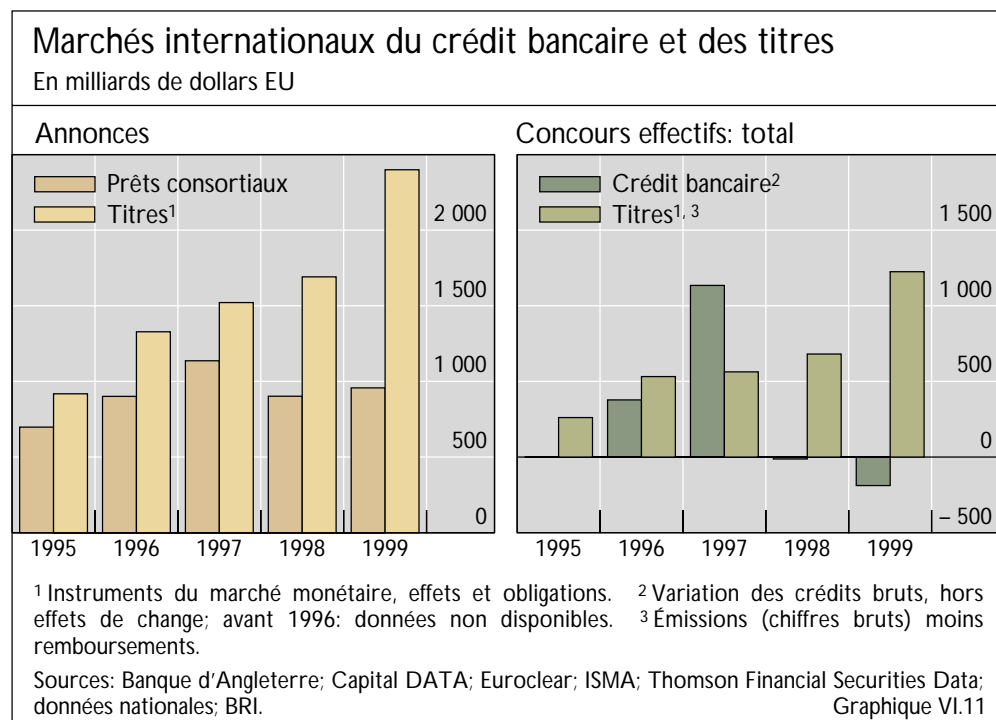
de couverture et de garantie. Le développement rapide des dérivés de crédit facilite d'ailleurs la tarification et la couverture du risque de crédit. S'il ne fait pas de doute que les opérateurs continueront à mettre au point des techniques répondant à ces défis, le processus pourrait s'accompagner de nouvelles turbulences financières jusqu'à ce que les différents titres de référence envisageables aient fait la preuve de leur liquidité, que les risques soient mieux compris et que les nouvelles normes soient totalement acceptées.

Pour les autorités aussi, cette transition vers des références privées présente certains défis. Face à des excédents budgétaires ou à des déficits en baisse, les États mènent une action défensive pour préserver la liquidité, essentiellement en maintenant le volume brut de leurs émissions sur certaines échéances spécifiques, alors même que leur montant net est en régression. Pour les gestionnaires de dette, le problème est de sélectionner les titres qui non seulement constituent d'importantes références mais qui ont aussi une utilité difficile à assumer par le privé. Les banques centrales, quant à elles, sont confrontées à des signaux de plus en plus brouillés sur les courbes de rendements et les marges mesurées. Ce parasitage obscurcit les informations relatives aux perspectives d'activité macroéconomique et du crédit, tout en rendant imprévisible le mécanisme de transmission. En outre, les autorités doivent se préparer à l'apparition de pressions soudaines sur la liquidité, de nature à perturber le système financier.

Le parasitage des courbes de rendements et des marges affecte le mécanisme de transmission

Marché bancaire international

Si les financements par titres internationaux ont fortement progressé en 1999, l'intermédiation bancaire est restée à la traîne (graphique VI.11). Les grandes banques elles-mêmes n'ont eu d'autre choix que d'investir massivement dans les



titres, en délaissant leurs activités traditionnelles de crédit. Néanmoins, les prêts à la clientèle des pays développés ont commencé à se redresser après leur creux de 1998, grâce surtout à quelques grosses opérations liées à des fusions et acquisitions. Tandis que les emprunteurs d'Amérique latine ont marqué une nette préférence pour l'émission de titres, ceux des économies émergentes d'Asie ont accéléré leurs remboursements d'emprunts au second semestre. Après une phase de contraction au premier, l'interbancaire dans les pays développés a donc été soudainement inondé de capitaux, et les banques ont eu manifestement du mal à trouver de nouveaux emprunteurs.

Les grandes banques voient leur activité traditionnelle de prêt reléguée au second plan

Prêts aux pays industrialisés

Les grandes banques ont jugé plus commode de participer au dynamisme des titres que de rechercher des possibilités de gains sur leur métier traditionnel, les prêts internationaux. En 1999, leurs acquisitions nettes de titres ont dépassé \$300 milliards, soit plus de trois fois leurs prêts nets à la clientèle des pays développés (tableau VI.3). C'est au premier trimestre qu'elles ont été les plus actives, en effectuant environ un tiers de leurs achats de l'année. Au Japon, comme elles avaient encaissé d'importants remboursements de prêts à l'étranger, elles ont placé ainsi près de \$130 milliards en 1999. En Allemagne et en France, elles ont également investi largement, principalement sur titres des États-Unis, d'Allemagne et d'Italie.

Les banques du Japon, d'Allemagne et de France ont acquis de gros montants de titres

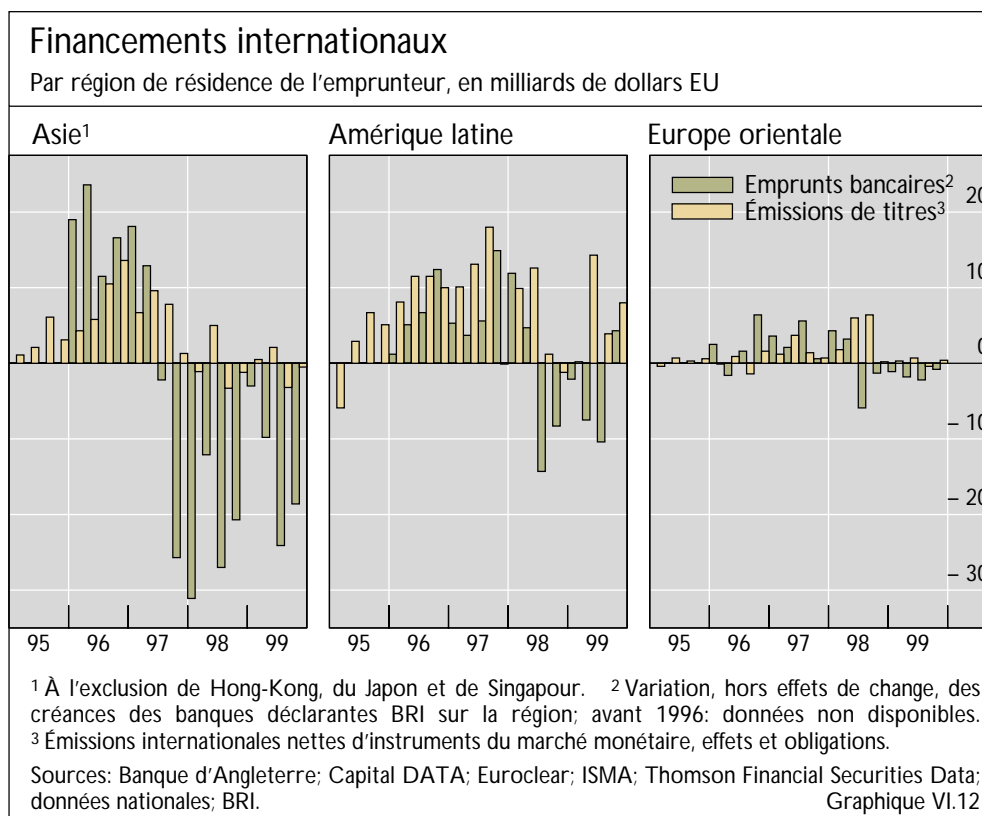
Créances transfrontières des banques ¹								
	1998	1999	1998	1999				Encours à fin déc. 1999
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
en milliards de dollars EU								
Sur les pays développés	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7 562,9
Prêts interbancaires	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4 416,7
Prêts à la clientèle	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1 319,0
Titres ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1 827,3
Sur les places franches	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1 207,9
Prêts interbancaires	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Prêts à la clientèle	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Titres ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Sur les pays en développement ³	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Prêts interbancaires	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Prêts à la clientèle	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Titres ²	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Non attribué	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Total	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9 823,5
Prêts interbancaires	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5 684,0
Prêts à la clientèle	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1 966,8
Titres ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2 172,7
<i>Pour mémoire:</i>								
Crédits consortiaux ⁴	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs (pour un montant inférieur à 5% de l'encours). ³ Y compris pays d'Europe orientale. ⁴ Facilités annoncées. Tableau VI.3

L'augmentation des prêts nets à la clientèle des pays développés en 1999 a uniquement effacé le repli et le quasi-tarissement de 1998. Ces prêts ont été principalement concentrés sur le deuxième trimestre, pendant lequel les banques ont octroyé \$67 milliards, soit l'équivalent de plus de 90% de leurs achats de titres sur ce trimestre. Les établissements situés au Japon et au Royaume-Uni viennent aux premiers rangs, et les crédits les plus importants ont généralement servi à financer des fusions et acquisitions. Les prêts se sont ralentis au troisième trimestre, la clientèle des États-Unis remboursant \$25 milliards, avant de remonter en fin d'année.

Prêts aux marchés émergents

Après avoir été délaissés par les banques internationales pendant la crise asiatique de 1997 et suite au moratoire russe de 1998, les emprunteurs des économies émergentes ont été recherchés en 1999. Au deuxième trimestre, en dépit de la crise monétaire de janvier au Brésil, les banques paraissent de nouveau disposées à leur prêter des sommes importantes. Deux sociétés brésiliennes d'électricité ont d'ailleurs obtenu des crédits consortiaux, quoique avec des marges supérieures à 800 points de base. Rares, cependant, ont été les autres emprunteurs des économies émergentes. Les remboursements se sont même accélérés, alors que, pendant des années, les débiteurs se contentaient d'assurer le service de leur dette. Par conséquent, les trois mois suivants ont été marqués par la plus forte diminution des créances sur les pays en développement depuis la chute du trimestre correspondant de 1998: \$35 milliards, soit près de quatre fois la baisse du premier trimestre. L'accélération des remboursements, si tard



après le resserrement du crédit de 1998, dénote une désaffection des emprunteurs à l'égard des banques.

Si ce sont les économies émergentes d'Asie qui ont procédé à l'essentiel des remboursements, le report vers les financements par titres a été plus manifeste en Amérique latine (graphique VI.12). En Asie, les excédents des paiements courants et les entrées correspondant à des acquisitions d'actions ont rendu superflu l'endettement externe. Sur l'ensemble de 1999, les pays de la région, surtout Chine, Thaïlande et Indonésie, ont remboursé \$56 milliards d'emprunts, dont \$24 milliards au troisième trimestre et \$19 milliards au quatrième. En Amérique latine, les déficits courants exigeaient des financements extérieurs, mais ceux-ci ont pris davantage la forme d'émissions de titres. Les emprunteurs de cette région, notamment Brésil et Mexique, ont remboursé \$16 milliards sur l'année, en termes nets, dont \$10 milliards au troisième trimestre, qui ont largement compensé les emprunts nets de la fin de l'année.

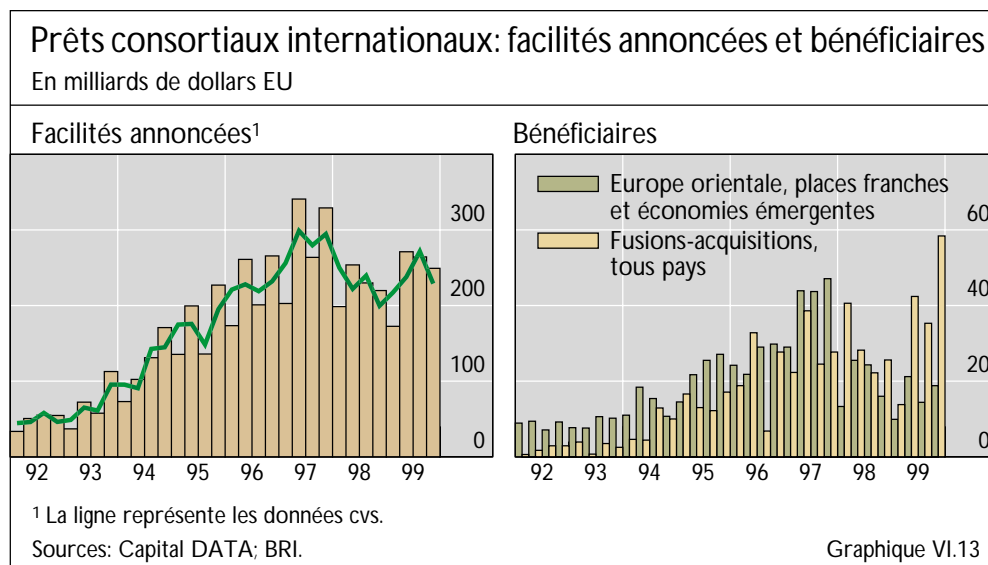
Les remboursements proviennent surtout d'Asie

Marché interbancaire et places franches

En même temps qu'elles achetaient un important volume de titres, les grandes banques se sont retirées des places franches; leurs créances sur ces places ont ainsi diminué de \$106 milliards en 1999. Le repli, qui a concerné surtout Hong-Kong et Singapour, est intervenu au premier semestre, marquant la fin des opérations des banques de l'archipel vers celles de Hong-Kong (et, dans une moindre mesure, de Singapour), puis de ces centres vers le Japon, sous forme de prêts à la clientèle nipponne. Ces allers et retours, pratiqués depuis la mi-1997, ont continué jusqu'au troisième trimestre de l'an dernier. Sur les neuf premiers mois de 1999, les emprunteurs non bancaires du Japon ont remboursé \$40 milliards aux banques de Hong-Kong et de Singapour, qui, à leur tour, ont utilisé ces fonds pour alimenter les retraits de dépôts des banques sises au Japon, bouclant ainsi la boucle. Dans ce pays, il semble qu'une partie des disponibilités ait servi à acheter des titres étrangers.

Retrait de Hong-Kong et Singapour, avec inversion des opérations de carrousel avec le Japon

L'interbancaire entre pays développés s'est nettement redressé au second semestre. Tant que les banques ont pu trouver facilement de nouveaux



emprunteurs ou d'autres formes d'emploi pour les fonds de la clientèle, elles n'ont pas eu besoin de se prêter des sommes importantes. Cela paraît avoir été le cas au premier semestre de 1999, lorsque les créances interbancaires ont diminué de \$98 milliards. Au troisième trimestre, en revanche, elles ont reçu des remboursements bien plus substantiels que d'habitude: \$35 milliards provenant des économies émergentes et \$25 milliards de la clientèle américaine. Pour absorber ces flux, l'interbancaire les a fait transiter d'établissement en établissement, via des ajustements de bilan, alors temporairement gonflés. Par voie de conséquence, les prêts entre banques des pays développés ont fait un bond à \$124 milliards durant cette période, après plusieurs trimestres de repli.

Crédits consortiaux

Les acquisitions
renforcent les
crédits consortiaux

Le marché des crédits consortiaux a fourni la majeure partie des prêts octroyés en 1999 aux emprunteurs non bancaires. Sur l'année, et pour l'ensemble du marché, les facilités annoncées ont représenté \$957 milliards, montant en léger progrès par rapport à 1998 mais toujours en deçà du record de 1997 (graphique VI.13). Ce sont essentiellement les fusions et acquisitions, en particulier quelques grosses opérations en Europe, qui ont été à l'origine de cette hausse. Les plus importantes ont été notamment, au troisième trimestre, une facilité de \$12 milliards, en trois tranches, pour financer le rachat de l'américain Airtouch Communications par le britannique Vodafone Plc. et, au quatrième trimestre, un montage de £8 milliards, en deux tranches, pour appuyer celui du britannique Orange Plc. par l'allemand Mannesmann AG. L'année 1999 a ainsi marqué un record pour les transactions liées aux fusions, les facilités annoncées atteignant \$150 milliards dans ce compartiment. À l'opposé de ce dynamisme, les crédits consortiaux aux économies émergentes ont été réduits, avec \$64 milliards sur l'année, soit un recul de 23% vis-à-vis de 1998.