

## VI. Marchés des capitaux

### Faits saillants

Les marchés des capitaux ont connu un renversement de tendance l'an dernier. Sur les grands marchés des actions, une extraordinaire période de hausse de cinq ans s'est achevée avec l'éclatement de ce qui s'est avéré, rétrospectivement, être une bulle spéculative des prix des actifs à l'échelle mondiale. En règle générale, c'est sur les places qui avaient le plus progressé que la chute a été la plus forte, les valeurs technologiques passant d'un extrême à l'autre. Sur l'obligataire, au resserrement des primes de risque en 1999 a succédé un élargissement. Ces retournements ont affecté les marchés émergents à travers une augmentation des marges des crédits souverains et un repli des cours des actions, en Amérique latine et en Asie notamment. L'assouplissement de la politique monétaire américaine dans les premiers mois de 2001 s'est traduit par un rétrécissement des primes de risque mais n'a provoqué qu'un timide redressement sur les places boursières. Les incertitudes entourant l'évolution des bénéfices ne permettent pas de savoir si le mouvement de correction est arrivé à son terme.

Les retournements intervenus en 2000 représentent dans une large mesure une correction des excès engendrés par l'optimisme antérieur au sujet des bénéfices des entreprises. Dans le secteur de la technologie, l'écart entre la montée des cours et la progression des bénéfices est allé en s'amplifiant. Lorsque le sentiment des investisseurs s'est modifié, tous les indices nationaux des valeurs technologiques se sont mis à fléchir, en présence pourtant de situations sous-jacentes différentes en termes de profits. Sur les marchés du crédit, les sociétés de télécommunications ont contracté des emprunts considérables au moment où leurs perspectives de croissance paraissaient favorables, mais les bonnes dispositions des investisseurs ont rapidement fait place à des inquiétudes sur les niveaux élevés d'endettement. Si le ralentissement de l'économie mondiale et la détérioration des perspectives de bénéfices des entreprises ont assurément contribué au repli des marchés, bien souvent, cependant, les amples fluctuations des cours ne s'expliquent pas par des informations précises sur les tendances fondamentales.

Les émissions d'actions et d'obligations d'emprunteurs à haut risque, notamment dans le secteur de la technologie, qui s'étaient multipliées au premier semestre 2000, sont revenues à des rythmes modestes au second. Les signatures de moins bonne qualité se sont tournées de plus en plus vers le marché monétaire, où les primes de risque se sont moins accrues. Les entreprises de premier rang sont cependant restées actives sur le marché primaire. Face à la diminution de l'offre d'obligations d'État, les investisseurs, à la recherche de placements sûrs dans les périodes de détérioration des

conditions du crédit, se sont reportés vers des titres très bien notés, comme ceux de Fannie Mae et Freddie Mac.

En dépit de la dégradation générale des conditions de financement, les investisseurs sur les marchés émergents ont cherché à différencier les emprunteurs potentiels en fonction du risque de crédit, mais ne semblent pas avoir trouvé beaucoup de candidats parmi les bonnes signatures. La persistance d'excédents des paiements courants a limité la demande de financement extérieur. En fait, en raison des dépôts records effectués par les pays d'Asie et les exportateurs de pétrole, les apports nets de capitaux du groupe des pays en développement aux banques déclarantes BRI ont dépassé, en 2000, le volume des remboursements effectués pendant les crises financières de 1997-99.

Il convient de noter que, lors de cette détérioration récente des conditions de financement, les marchés ont fonctionné sans heurts en présence de fortes fluctuations des cours. Début 2000, l'ajustement à la diminution de l'offre de titres d'État avait suscité des inquiétudes sur la façon dont certains grands marchés, notamment celui des valeurs américaines à revenu fixe, allaient se comporter; les doutes se sont dissipés au second semestre. Les investisseurs les ont progressivement remplacés par des instruments du secteur privé, tels que les contrats d'échange sur taux d'intérêt, dans leurs rôles traditionnels de couverture, de détermination des prix ou pour d'autres fins.

## Marchés des actions

### *Bulles des prix des actifs ou tendances fondamentales*

D'avril 2000 au premier trimestre 2001, les cours des actions ont en général fortement baissé. Ils avaient enregistré un mouvement d'ampleur comparable en 1990, c'est-à-dire la dernière fois où l'économie mondiale a sombré dans la récession, mais pour des raisons foncièrement différentes. En août et septembre 1990, le MSCI World Index avait perdu 21%. On pourrait dire que ce repli se justifiait par les tendances fondamentales, dans la mesure où il reflétait un choc d'offre provoqué par le doublement des prix du pétrole à la suite de l'invasion du Koweït par l'Irak. Cette fois, le même indice a cédé 23% entre avril 2000 et mars 2001, recul qui semble lié davantage à l'éclatement d'une bulle des cours à l'échelle mondiale qu'à un effondrement résultant surtout de développements macroéconomiques. Néanmoins, les modifications des conditions macroéconomiques ont certainement façonné la configuration de la baisse et son ampleur.

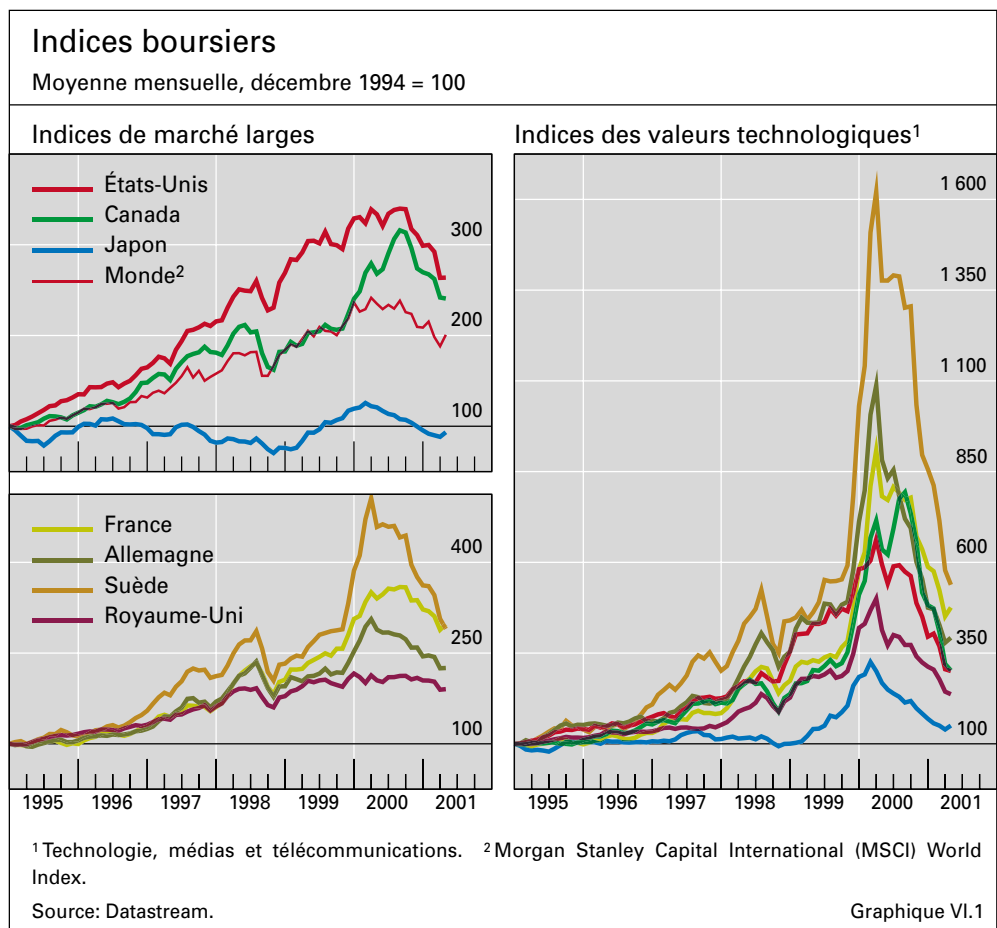
L'hypothèse d'une bulle boursière à l'échelle mondiale est étayée par le fait que plusieurs marchés ont connu une longue période de hausse exceptionnelle des cours, suivie d'un retournement quasi simultané (graphique VI.1). Pourtant, ce synchronisme s'est accompagné d'une certaine divergence des données macroéconomiques fondamentales. Pendant la période de cinq ans allant jusqu'en mars 2000, l'indice S&P 500 a triplé. La Bourse de Stockholm a obtenu les résultats les plus spectaculaires, avec des cours multipliés par cinq, précédant Paris, Amsterdam, Francfort et Toronto, dont les gains sont allés de 150 à 250%. L'envolée des cours paraît avoir été

Comme en 1990, les marchés des actions se sont repliés en 2000 ...

... mais pour des raisons différentes

Hausses spectaculaires ...

... suivies d'un retournement brutal



due dans une large mesure à une dynamique propre, nourrie d'optimisme et d'un comportement grégaire des investisseurs. À son niveau le plus élevé, en mars, la valorisation des actions américaines atteignait 33 fois le ratio cours/bénéfices des douze derniers mois, ce qui constitue un multiple sans précédent. Sur ces grands marchés, les cours ont commencé à baisser au printemps 2000, les corrections les plus marquées affectant généralement les titres qui avaient le plus progressé.

Cette alternance de hausse puis de baisse a été particulièrement nette dans le compartiment des valeurs technologiques. Durant la longue phase de montée des cours, les analystes avaient justifié ces valorisations élevées par des prévisions d'accélération de la croissance des bénéfices. Certains observateurs avaient également affirmé que le secteur technologique était relativement à l'abri d'un ralentissement économique ou d'une augmentation des taux d'intérêt. Or, ces prédictions se sont révélées infondées. En fait, la croissance des bénéfices n'a jamais suivi l'envolée des cours, de sorte que les ratios cours/bénéfices ont continué à s'accroître. Dans le secteur américain de la technologie, en cinq ans les cours ont progressé presque cinq fois plus vite que les bénéfices (tableau VI.1). Cet écart a encore été plus élevé pour les pays européens. Au Royaume-Uni, ces valeurs ont poursuivi leur ascension alors que les bénéfices régressaient. De plus, les cours ont commencé à céder du terrain après une période de tension des taux d'intérêt et, dans le compartiment des valeurs technologiques, la croissance des bénéfices s'est

Pour les valeurs technologiques, les bénéfices n'ont pas suivi l'augmentation des cours

Valeurs technologiques: cours et bénéfices							
	Ratio cours/bénéfices			Variation, en %			
	Mars 1995	Mars 2000	Mars 2001	Mars 1995–mars 2000		Mars 2000–mars 2001	
				Cours	Bénéfices	Cours	Bénéfices
Suède	34,5	120,8	19,1	1 217	276	– 65	124
Allemagne	16,9	63,3	30,4	909	169	– 64	– 24
France	11,3	63,8	21,0	804	60	– 49	55
Italie	12,8	56,0	26,1	732	90	– 44	19
Pays-Bas	14,7	64,6	33,0	654	71	– 58	– 18
Canada	20,4	59,0	14,7	586	137	– 53	88
États-Unis	19,2	53,2	24,7	509	120	– 55	– 2
Royaume-Uni	15,4	72,1	36,0	352	– 3	– 49	2
Japon	57,3	169,3	89,3	254	20	– 55	– 15

Sources: Datastream; calculs BRI.

Tableau VI.1

affaiblie aux premiers signes de ralentissement économique. Les multiples cours/bénéfices ont alors effectivement diminué mais, comme c'est généralement le cas, ce mouvement a davantage reflété la contraction des cours qu'une progression des profits.

La baisse des cours des valeurs technologiques présente des similitudes intéressantes au niveau de son échelonnement et de son ampleur. Le mouvement s'est généralement amorcé en mars ou avril 2000, pour atteindre 50 à 70% en mars 2001, malgré une grande dispersion des taux de croissance des bénéfices d'un pays à l'autre (tableau VI.1). Ce synchronisme ne peut s'expliquer entièrement par des analogies entre les situations fondamentales des secteurs technologiques des divers pays. Il traduirait plutôt un degré d'incertitude élevé dans les évaluations, qui a pu amener les investisseurs à rechercher des références quantitatives sur d'autres marchés boursiers. La principale semble avoir été le Nasdaq, indice phare des valeurs technologiques. Par conséquent, sans guère d'autres raisons qu'un tassement général de la croissance des bénéfices, la plupart des indices des valeurs technologiques ont chuté dans le sillage du Nasdaq.

Ce processus d'arrimage au Nasdaq permet de mieux comprendre pourquoi les marchés européens des actions ont suivi les places américaines dans leur baisse en 2000, en dépit de données macroéconomiques fondamentales différentes. Certes, le nombre important des fusions et acquisitions réalisées outre-Atlantique par des sociétés européennes, ces dernières années, a créé un lien entre les bénéfices des entreprises européennes et la conjoncture américaine. Cependant, les tendances fondamentales ne suffisent pas à expliquer les corrélations apparemment plus étroites en termes de rendements entre marchés des deux continents.

#### *Informations et cours des actions*

La chute récente des marchés des actions n'a pas été instantanée: elle s'est déroulée sur plusieurs mois, avec deux grandes phases de correction. La première période s'étend d'avril à mai 2000, alors que la seconde est allée de septembre, avec un bref intermède en janvier, à la fin du premier trimestre 2001.

L'incertitude ambiante a fait du Nasdaq une référence en matière de cours

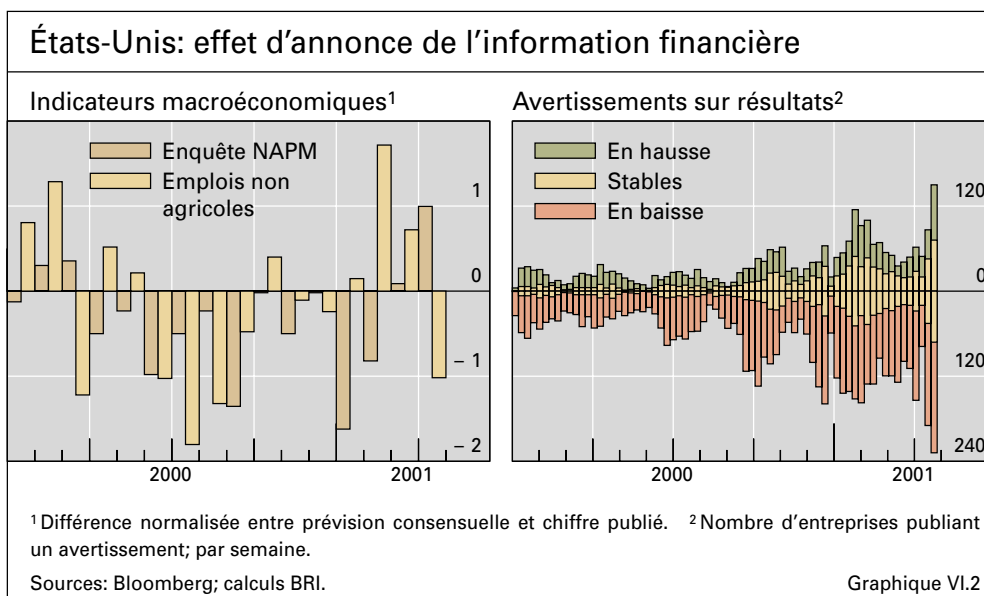
Dans les deux cas, les intervenants se sont tous focalisés sur les informations leur paraissant de nature à influencer la politique monétaire américaine et leurs répercussions sur le Nasdaq, en particulier. Cependant, les deux épisodes ont été fort différents en ce qui concerne la part prise par ces informations publiques dans certaines fluctuations des cours en séance.

Pour le premier épisode de baisse, l'aspect le plus marquant a été l'absence de données identifiables et significatives pouvant expliquer le brusque plongeon des cours; sur ce point, il n'est pas sans rappeler les chutes généralisées d'octobre 1929 et octobre 1987. Durant les premiers mois de 2000, les statistiques macroéconomiques les plus attendues, telles que les chiffres des emplois non agricoles aux États-Unis, faisaient état d'une vigueur persistante de l'économie américaine (graphique VI.2). Ce constat a engendré des incertitudes sur l'ampleur du resserrement anticipé de la politique monétaire et, du fait de la nervosité croissante des marchés au sujet des valorisations, a amplifié la volatilité. C'est seulement au début d'avril 2000 que l'ensemble du secteur de la technologie a amorcé son repli, sous l'effet uniquement, semble-t-il, d'une modification du sentiment des investisseurs. La journée du 14 avril a constitué l'exception, avec un plongeon de 10% du Nasdaq à la suite de la publication des chiffres sur les prix à la consommation. En une semaine, toutefois, le marché s'était ressaisi, malgré l'absence d'annonce macroéconomique. Globalement, le Nasdaq a abandonné près de 20% en avril-mai, visiblement à cause d'un accès de pessimisme des investisseurs dû au manque de bonnes statistiques économiques.

En ce qui concerne la seconde période de baisse, il est plus facile d'identifier les informations qui ont fait réagir les marchés. Elle a débuté en septembre, lorsque de plus en plus d'entreprises cotées aux États-Unis ont averti que leurs résultats seraient inférieurs aux prévisions des analystes. Les mois suivants ont été marqués par la multiplication de statistiques macroéconomiques américaines médiocres et, surtout, la diffusion d'une enquête de la National Association of Purchasing Management (NAPM), le

Absence de données pouvant expliquer la baisse des cours

Les avertissements sur résultats ont ébranlé les marchés



2 janvier 2001, concluant que le ralentissement de l'activité était plus profond que prévu. Étant donné que les entreprises étaient toujours plus nombreuses à réviser en baisse leurs prévisions de bénéfices, les investisseurs ont commencé à établir une relation entre les résultats des sociétés et ceux de l'économie en général; les indices des valeurs technologiques comme les autres se sont mis à fléchir régulièrement. Entre septembre et la fin de l'année, le Nasdaq a cédé 42% et le MSCI World Index 13%. Le 3 janvier 2001, les marchés se sont redressés lorsque la Réserve fédérale américaine a surpris les opérateurs par un abaissement de 50 points de base de son taux directeur. Le Nasdaq a alors regagné 14%, sa plus forte progression absolue sur une séance. L'embellie a cependant été de courte durée, en dépit de nouvelles réductions de taux aux États-Unis. Sur des marchés ébranlés par les avertissements sur résultats, les cours reprenaient leur glissade en février et mars.

Les investisseurs restent optimistes

En avril 2001, une nouvelle apparemment mineure a déclenché un redressement pendant deux semaines, prouvant l'optimisme sous-jacent sur les perspectives de profits. Au début du mois, l'annonce, par un grand fabricant d'ordinateurs personnels, de résultats conformes aux estimations a provoqué, sur une séance, une envolée de 9% du Nasdaq et de plus de 4% du S&P 500. Plusieurs jours après, une réduction inattendue du taux directeur de la Réserve fédérale est venue conforter ce mouvement. En deux semaines, le Nasdaq a progressé de 33% et le S&P 500 de 14%. Ces hausses ont porté les valorisations des sociétés du S&P 500 à 27 fois leurs bénéfices sur les douze derniers mois, un ratio cours/bénéfices représentant pratiquement le double de sa moyenne historique. L'optimisme a encore été plus marqué à l'égard des valeurs du Nasdaq, avec un ratio six fois supérieur à celui du S&P 500.

#### *La Bourse de Tokyo et les banques japonaises*

Parmi les principaux marchés des actions, celui de Tokyo a constitué l'exception la plus notable à la hausse observée pendant cinq ans. Resté déprimé jusqu'en 1998 (graphique VI.1), il n'a rejoint le mouvement mondial qu'en 1999. Comme d'autres grandes places, la Bourse de Tokyo a été soutenue par l'explosion des valeurs technologiques et a eu, pour stimulant majeur, l'évolution du secteur bancaire. En 1999, les intervenants avaient interprété l'initiative du gouvernement japonais d'injecter ¥7 500 milliards dans quinze grosses banques comme le signe d'un sérieux effort de consolidation d'un système bancaire affaibli. Les investisseurs étrangers ont été, eux aussi, favorablement impressionnés, ainsi qu'en témoignent les afflux substantiels d'investissements de portefeuille. D'importantes fusions entre banques sont venues renforcer cette dynamique.

L'évolution du secteur bancaire ...

Le marché de Tokyo s'est alors remis à baisser en 2000, avant même les autres places boursières. En début d'année, aucune nouvelle facilement identifiable ne peut expliquer ce repli, comme, plus tard, pour le premier épisode de correction aux États-Unis. L'influence du marché américain ne s'est fait sentir qu'en mai, lorsque les cours des valeurs technologiques japonaises ont chuté dans le sillage du Nasdaq et que les investisseurs étrangers ont

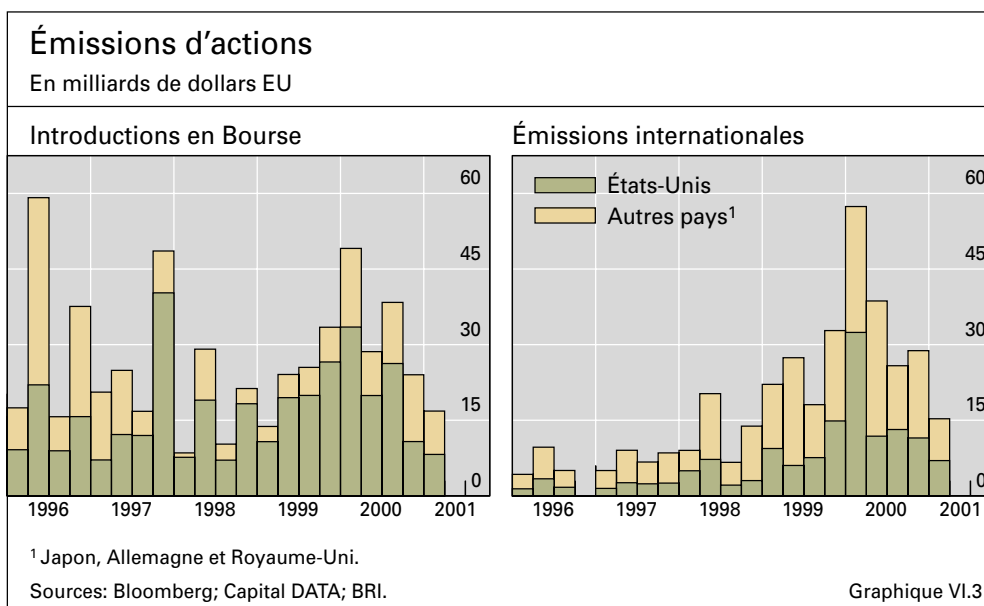
commencé à vendre. Durant l'été, les estimations de la Financial Services Agency concernant les prêts non productifs des banques japonaises ont paru affecter fortement le marché. En octobre, les pressions à la vente se sont intensifiées avec la faillite de Chiyoda Seimei, société d'assurance vie, et la poursuite du recul du Nasdaq. En raison de la faiblesse du marché de Tokyo, les banques nippones ont éprouvé des difficultés à céder leurs participations croisées et à réaliser des bénéfices suffisants en vue d'absorber leurs annulations de créances irrécouvrables. Début 2001, le gouvernement japonais a commencé d'envisager l'achat de ces actions aux banques, pour ne pas retarder la réduction souhaitée des participations croisées. Le retour de fait à la politique de taux zéro, en mars, et l'élection du Premier ministre Koizumi, en avril, ont redonné du tonus au marché.

... un facteur déterminant pour la Bourse de Tokyo

### Implications pour l'économie réelle

L'éclatement de la bulle mondiale des valeurs technologiques a déjà eu des effets tangibles sur l'économie réelle. Son impact sur l'investissement, notamment, s'est fait immédiatement sentir dans le coût du capital. Les «jeunes pousses» technologiques, qui avaient largement compté sur les introductions en Bourse pour se procurer des ressources, ont été particulièrement touchées. Le produit brut de ces introductions aux États-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni est revenu de son niveau quasiment record de \$49 milliards, au premier trimestre 2000, à \$29 milliards au suivant et a encore diminué durant les trois premiers mois de 2001 (graphique VI.3). Les émissions d'actions internationales par des entreprises américaines ont même enregistré, en proportion, une contraction plus marquée en termes d'annonces, alors que celles des sociétés non américaines sont restées abondantes pendant un trimestre. Certaines jeunes pousses ont tiré parti du timide redressement des cours des actions durant l'été, qui a relancé temporairement les introductions.

Impact déjà perceptible sur l'investissement



Le repli des marchés boursiers a également affecté les états financiers publiés des entreprises américaines, par le biais de leurs régimes de retraite à prestations déterminées et des attributions d'options d'achat d'actions. En 1998 et 1999, les bénéficiaires, gonflés par les plus-values boursières, avaient engendré un surcroît de ressources pour ces régimes de retraite, que les entreprises pouvaient déclarer comme revenus. Or, la chute des cours en 2000 en a privé beaucoup de cette manne, sans compter que de nouvelles baisses pourraient se traduire par un déficit de financement des systèmes de retraite venant s'ajouter aux dépenses. Parallèlement, dans le secteur de la technologie, les sociétés ont eu de plus en plus tendance à offrir des options d'achat d'actions à leur personnel comme forme de rémunération. Aux États-Unis, l'exercice de ces options a permis à des entreprises de réduire leurs impôts et de renforcer ainsi leur trésorerie, au prix seulement d'une dilution de la valeur des actions détenues par les actionnaires existants. Pour certaines très grosses sociétés de ce secteur, ces avantages fiscaux ont représenté jusqu'à 60% du produit de leurs opérations. Aux cours actuels, toutefois, une forte proportion des options ne seront pas exercées. Ces sociétés sont aujourd'hui confrontées à un alourdissement de leurs charges fiscales, alors même que leurs ventes diminuent et que les coûts des stocks augmentent.

Les options d'achat d'actions ont permis aux entreprises de réduire leurs impôts

L'une des répercussions potentielles de ces corrections sur la confiance pourrait avoir des implications d'une portée encore plus large sur la consommation. Si l'effet de richesse dû aux plus-values boursières peut dépendre du type d'actions effectivement détenues par les ménages et, partant, des performances des indices larges, les modifications récentes de la confiance des consommateurs américains semblent, pour leur part, avoir été surtout provoquées par l'évolution du Nasdaq, qui est un indice relativement étroit. Le tableau VI.2 montre que, aux États-Unis pendant la majeure partie des années 90 et en France au début de la même décennie, la confiance des consommateurs a généralement fluctué au rythme du chômage plutôt qu'en fonction de la rentabilité des actions. Depuis 1998, cependant, l'évolution du

Le Nasdaq influe sur la confiance des consommateurs américains

Confiance des consommateurs: influences du marché boursier et du chômage			
	Effet estimé <sup>1</sup>		
	1992-94	1995-97	1998-2001
Variation du Nasdaq Taux de chômage aux États-Unis	Confiance des consommateurs aux États-Unis		
	- 0,081	0,181	0,133*
Variation du CAC 40 Taux de chômage en France	Confiance des consommateurs en France <sup>2</sup>		
	- 0,715*	- 0,482	- 0,379
	0,009	- 0,134	0,037
	- 0,184*	0,125*	- 0,191

<sup>1</sup> Somme des coefficients de régression sur la variation de l'indice (avec un décalage de un et deux trimestres) et le taux de chômage (avec un décalage de un et deux mois); l'astérisque indique un coefficient significatif à 1%, sur la base d'un test chi<sup>2</sup> de Wald sur la pertinence conjointe des coefficients. <sup>2</sup> Sur la base de l'indicateur de l'Union européenne pour la France.

Sources: Bloomberg; données nationales; calculs BRI. Tableau VI.2



Nasdaq est devenue un déterminant plus important que le taux de chômage pour la confiance des consommateurs américains. Si les actions qui y sont négociées n'entrent sans doute pas pour beaucoup dans le portefeuille des ménages, leur cours peut être considéré aujourd'hui comme un indicateur avancé de la productivité de l'économie. Il est donc susceptible, à ce titre, de peser de façon disproportionnée sur les décisions de dépenses des consommateurs.

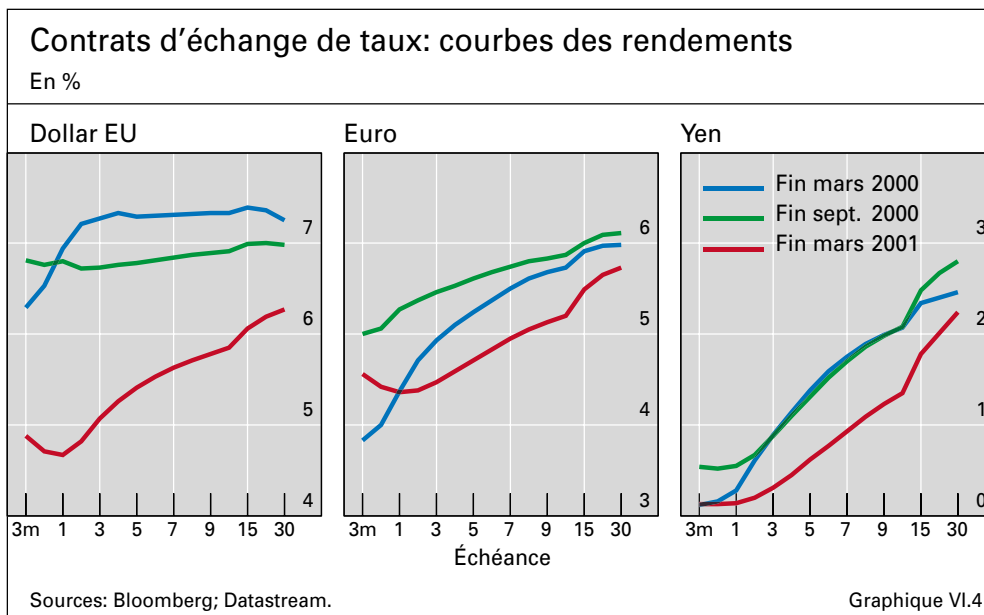
### Marchés des titres à revenu fixe

Comme les actions, les obligations ont souffert en 2000 d'une révision en baisse des prévisions de profits et d'une aversion accrue des investisseurs pour le risque. Les primes de risque ont augmenté sur une large gamme d'instruments et les émissions nettes de titres longs se sont ralenties après leurs records de 1999. Au premier semestre, le niveau élevé des primes de risque et la hausse générale des taux longs n'ont pas eu d'effet dissuasif sur les emprunteurs, notamment dans les télécommunications. Au suivant, toutefois, les moins bien notés, qui éprouvaient des difficultés croissantes pour se financer dans le compartiment long, se sont largement tournés vers les banques. Les meilleures signatures semblent avoir été épargnées; la diminution de l'offre de titres d'État américains en a même incité certaines à proposer leurs émissions en remplacement, à des fins de garantie, couverture ou référence tarifaire. Au premier trimestre 2001, un rétrécissement des primes et le repli généralisé des taux d'intérêt ont ramené les emprunteurs de second rang vers les marchés financiers.

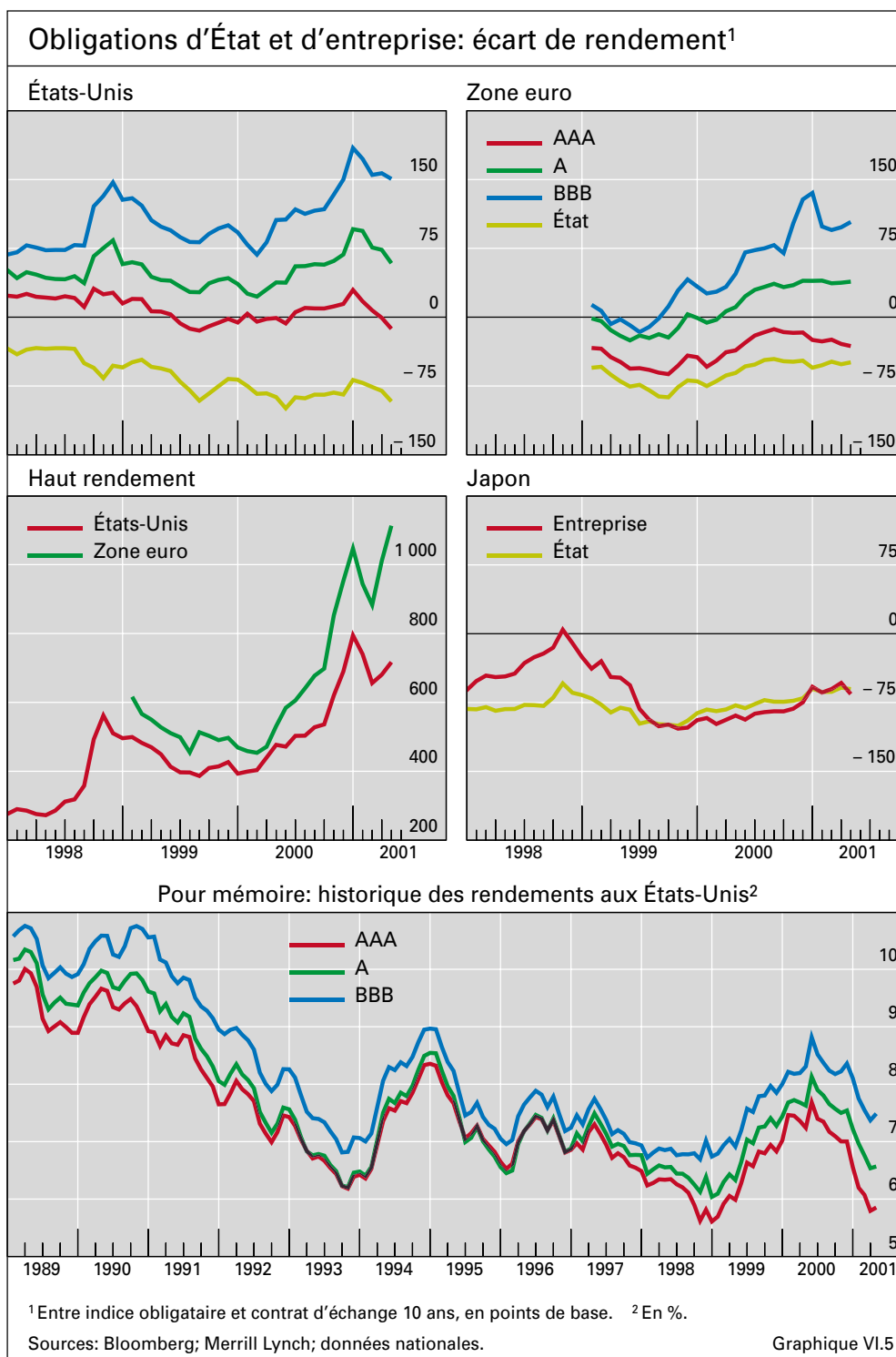
#### Tarifification du risque de crédit et réaction des emprunteurs

Les marchés des titres à revenu fixe ont évolué en trois étapes en 2000 et au début de 2001. La première, qui va approximativement de janvier à août 2000, s'est caractérisée par des courbes des rendements ascendantes et un

Modification en trois étapes de la tarification du risque de crédit



élargissement généralisé des primes de risque en Amérique du Nord et en Europe (graphiques VI.4 et VI.5). Cette hausse a influencé le choix des instruments par les emprunteurs mais n'a guère eu d'effet sur l'activité globale. Ensuite, de septembre à décembre 2000, les courbes des rendements ont commencé à s'aplatir et les primes de risque se sont nettement différenciées selon la notation, les investisseurs recherchant les meilleures signatures. Troisièmement, de fin 2000 aux premiers mois de 2001, les courbes ont fortement baissé et les primes de risque légèrement diminué par rapport



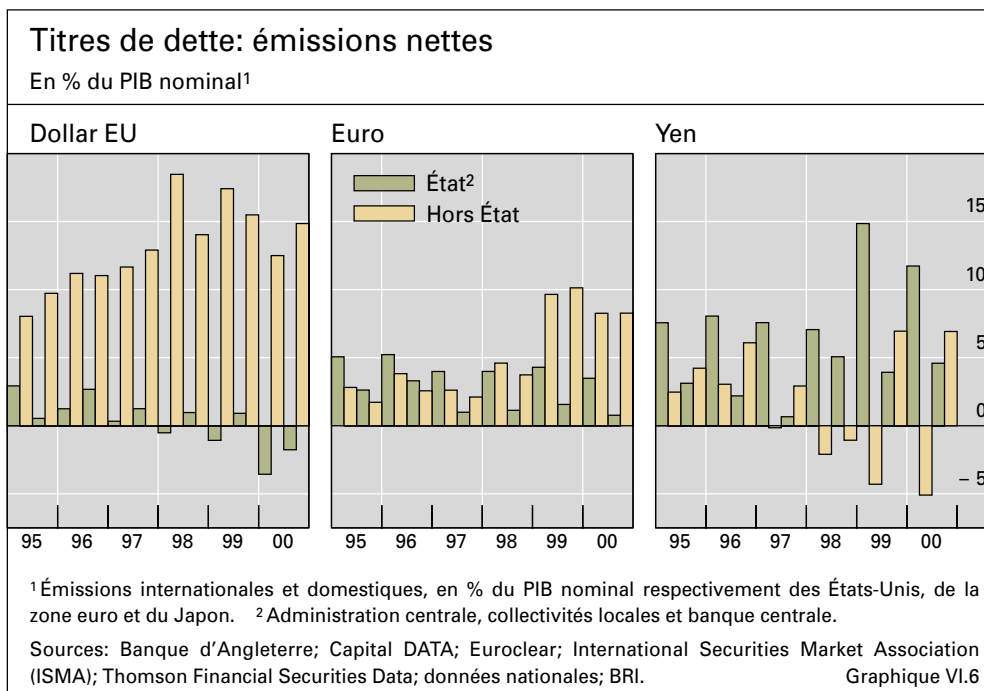
aux sommets atteints fin 2000, favorisant la reprise des émissions de moins bonne qualité.

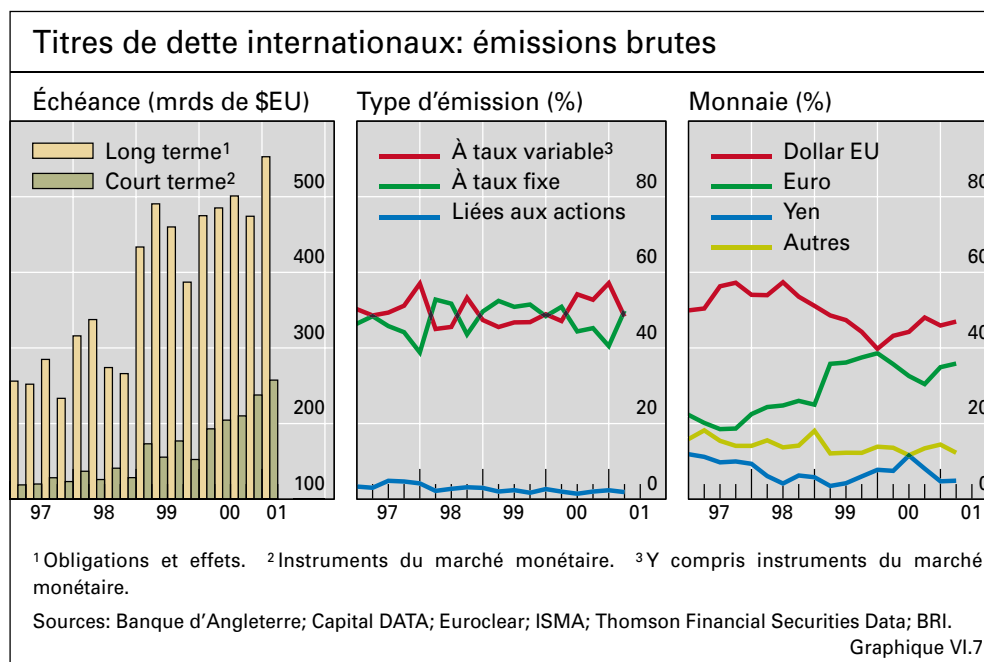
La première étape, marquée par l'augmentation des rendements et des primes de risque, n'a pas semblé freiner le rythme des financements. Sur les marchés des actions, elle a recouvert la dernière phase de hausse des cours et le début de la chute. L'incertitude accrue sur les perspectives de résultats des entreprises – dénotée par la forte volatilité des cours – a entraîné un élargissement des primes pour la plupart des notations; parmi les obligations de qualité, il a été spécialement prononcé dans le compartiment de l'euro, où la prime par rapport aux contrats d'échange s'est creusée, même pour les meilleures signatures. Dans le segment du dollar EU, les primes sont restées à peu près stables pour les titres AAA, mais, pour les autres, elles sont remontées aux niveaux atteints après la crise financière de l'automne 1998. Malgré cela, le marché primaire a bien résisté au premier semestre 2000. Les émissions nettes (hors État) n'ont que légèrement diminué (graphique VI.6). L'augmentation des primes sur instruments en euros et en dollars EU a conduit une partie des emprunteurs à se tourner vers le yen, dont les taux étaient relativement bas. Les émissions brutes dans cette monnaie se sont chiffrées à un record de \$221 milliards (graphique VI.7). L'anticipation d'un nouveau resserrement monétaire – que traduit la pente ascendante des courbes des rendements – a sans doute poussé certains à avancer leurs emprunts.

Première étape: élargissement des primes de risque en raison des incertitudes sur les résultats ...

... sans ralentissement des émissions

Les sociétés de télécommunications européennes ont profité d'une perception favorable de leurs perspectives pour collecter massivement des fonds durant cette première étape. Globalement, les télécoms ont levé \$71 milliards d'obligations internationales au premier semestre 2000 (graphique VI.8), surtout dans le cadre d'acquisitions et d'adjudications publiques des licences de téléphonie UMTS en Europe. L'offre de fonds et les





prix élevés payés pour ces licences, notamment au Royaume-Uni, en avril, et en Allemagne, en août, reflétaient un optimisme semblable à celui qui avait porté les cours des autres valeurs technologiques.

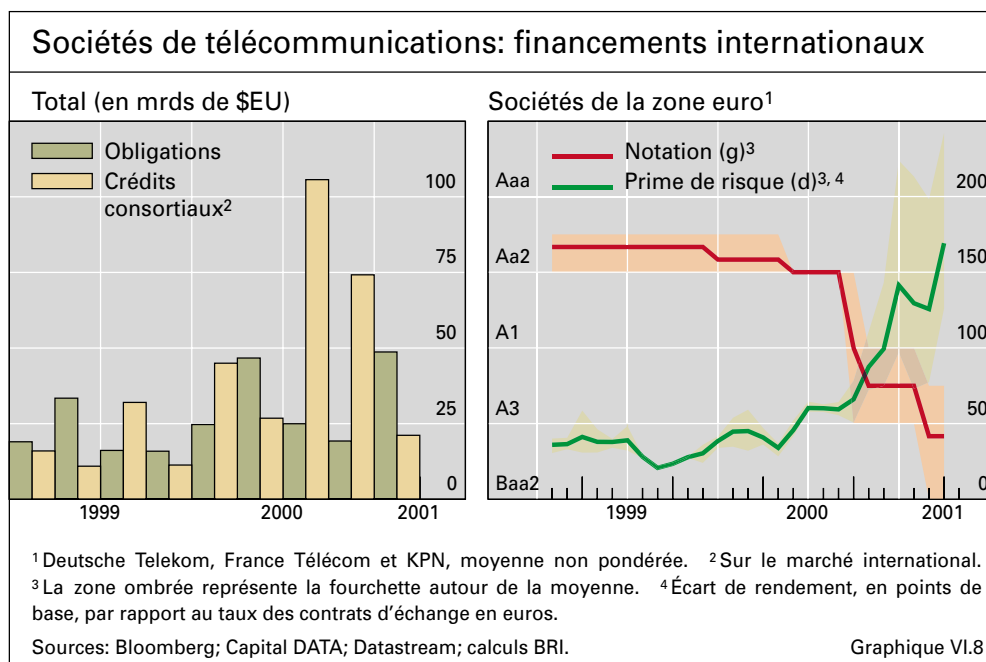
Deuxième étape:  
baisse des  
émissions de  
qualité inférieure

Durant la deuxième étape, l'élargissement des primes de risque a eu davantage d'impact. Les opérateurs croyant de moins en moins à un atterrissage en douceur de l'économie, les courbes des rendements se sont aplaties au troisième trimestre, signe qu'une nouvelle hausse du niveau général des taux paraissait improbable. Les primes, demeurées à peu près stables pour les meilleures notations, ont considérablement augmenté pour les obligations BBB ou inférieures, atteignant des maxima en fin d'année. De ce fait, les emprunteurs les moins bien notés ont fortement ralenti leurs émissions fin 2000, tandis que les banques européennes et les agences paragouvernementales des États-Unis, signatures de première qualité, sont restées actives.

La diminution des  
emprunts d'État  
a favorisé les  
agences para-  
gouvernementales ...

La demande soutenue de titres AAA s'explique en partie par le tarissement des emprunts publics. Les investisseurs, auparavant attirés par les titres d'État en période de détérioration des conditions du crédit, se sont reportés sur les émissions privées et parapubliques de qualité. Dans le compartiment du dollar EU, leur préférence est allée aux obligations des agences américaines, notamment Fannie Mae et Freddie Mac. Celles-ci s'efforcent, depuis quelques années, d'accroître la liquidité de leurs titres par de gros emprunts réguliers en dollars EU et en euros, en vue de les imposer comme références tarifaires et instruments de couverture. La qualité de leur notation a suscité des préoccupations début 2000, après la présentation au Congrès d'un projet de loi visant à supprimer les lignes de crédit du gouvernement et l'exemption des taxes locales dont ces agences bénéficient. Les pressions parlementaires se sont atténuées en fin d'année, lorsque les agences ont entrepris de relever leur ratio de fonds propres et d'améliorer leur communication financière.

La dégradation rapide des conditions d'emprunt pour les moins bonnes signatures, dans les derniers mois, laissait augurer un revirement du sentiment



concernant les perspectives de bénéfices dans les secteurs technologie, médias et télécommunications. Ce dernier a été particulièrement touché. Les prix élevés des licences UMTS auraient justifié à eux seuls un déclassement de crédit et un élargissement des primes. L'ampleur de ces mouvements (graphique VI.8) signifiait toutefois que les perspectives de revenus devaient être révisées. Deux des plus grandes sociétés européennes de télécommunications ont vu leur note de crédit abaissée en septembre de plusieurs échelons, mesure d'une sévérité exceptionnelle, et leur prime de risque s'est élargie de 103 points de base en moyenne de septembre à décembre. En conséquence, tous les emprunteurs du secteur, parmi les plus actifs au premier semestre, ont ensuite réduit leurs émissions et accru leur recours aux prêts consortiaux.

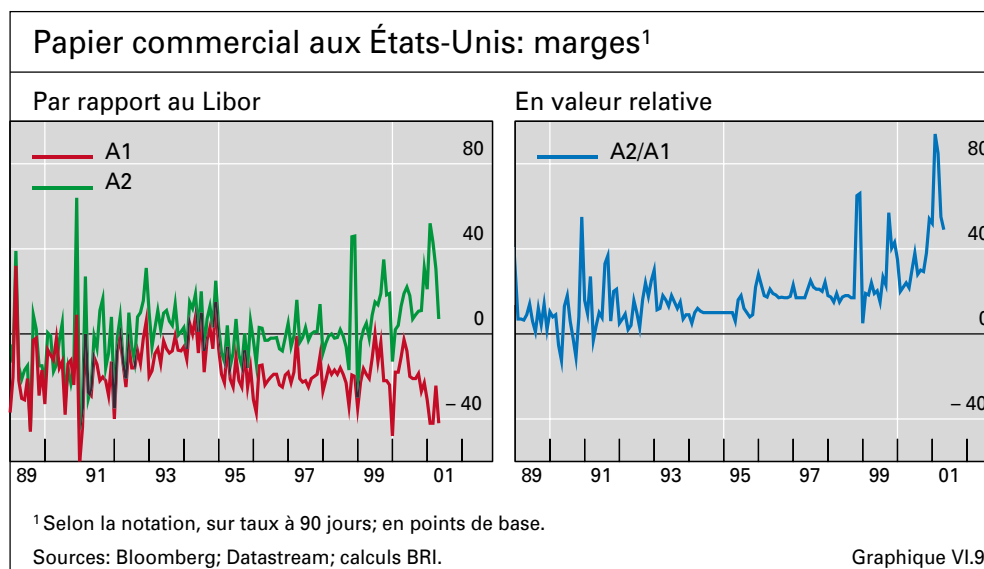
Plutôt que de ralentir leurs emprunts en raison des incertitudes sur les taux d'intérêt, certains débiteurs se sont tournés vers les titres à court terme et les taux variables (graphique VI.7), dont les parts respectives dans les émissions brutes sont passées de 27% à 30% et (instruments de court terme compris) de 47% à 53% entre 1999 et 2000.

Le niveau élevé et la volatilité des primes, fin 2000-début 2001, sur le marché habituellement calme du papier commercial ont conduit certains émetteurs à utiliser leurs lignes de substitution auprès des banques. Si l'élargissement de l'écart de rendement en fonction de la notation est devenu fréquent au quatrième trimestre dans le segment du dollar EU, il a revêtu cette fois une ampleur inhabituelle, qui a perduré bien après la fin de l'année (graphique VI.9). Cela s'explique par une série de facteurs: déclassement d'emprunteurs importants comme Xerox et Lucent Technologies; crainte de défaillances dans le secteur de la production d'électricité en Californie, en janvier; report des débiteurs sur les titres à court terme, en fin d'année; réticence des banques à accorder des lignes de crédit de substitution sans relèvement de la prime de risque. En réaction, de nombreux emprunteurs ont refinancé leur

... tandis que les sociétés de télécommunications ont souffert d'un revirement du sentiment

Les emprunteurs se sont tournés vers le marché monétaire ...

... à un moment critique pour le papier commercial



papier à court terme par des titres de dette à long terme lorsque les conditions de crédit se sont améliorées dans ce compartiment, au premier trimestre 2001.

Durant la troisième étape, les émissions des signatures de second rang ont repris. Début 2001, les courbes des rendements sur contrats d'échange dans les trois principales monnaies ont baissé, en raison d'une détérioration des perspectives de croissance et d'anticipations de détente monétaire. En même temps, les primes de risque se sont resserrées, les déclassements antérieurs apparaissant désormais moins préoccupants. La diminution spectaculaire du coût global des financements qui en est résultée a favorisé le retour des emprunteurs. Les sociétés de télécommunications en ont vite tiré parti, collectant \$49 milliards d'obligations internationales au premier trimestre 2001; France Télécom, pour sa part, a obtenu \$16 milliards en une seule opération, record absolu pour une entreprise.

Le redémarrage des émissions s'explique par la crainte que l'amélioration des conditions de crédit soit éphémère et par une demande en attente depuis le quatrième trimestre 2000. Si le ralentissement de l'activité mondiale devait s'avérer plus grave que prévu, les primes de risque pourraient de nouveau augmenter. Si la croissance reprenait rapidement, les courbes des rendements pourraient également remonter. Face à ces perspectives, les émetteurs ont préféré s'assurer un financement à des conditions historiquement assez modérées (graphique VI.5).

Les perspectives de contraction des prêts bancaires ont également favorisé les émissions, début 2001. Avec la détérioration des conditions de crédit au second semestre 2000, les banques se sont trouvées involontairement exposées envers les emprunteurs moins bien notés. En outre, certaines avaient accordé, en cours d'année, d'importants prêts à court terme aux sociétés de télécommunications, pensant que celles-ci les refinanceraient sur les marchés des capitaux. À titre d'exemple, le volume de leurs crédits à ces emprunteurs est passé de \$70 milliards en 1999 à \$252 milliards en 2000. L'élargissement des primes de risque, au dernier semestre 2000, a toutefois rendu ce refinancement plus difficile et, de ce fait,

Troisième étape:  
baisse des rendements et des primes de risque ...

... stimulant les émissions moins bien notées

Refinancement des emprunts bancaires par émission de titres, début 2001

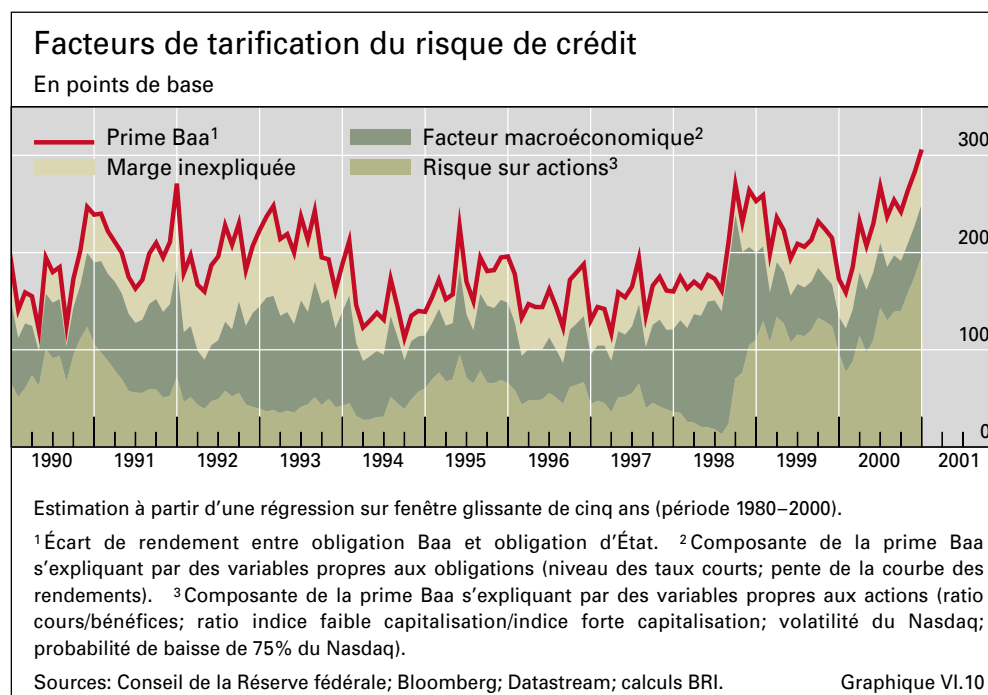
plus problématique la réduction, par les banques, de leur engagement dans ce secteur.

### Cycles du crédit en 1990 et 2000

Malgré l'importance des primes de risque et le rythme irrégulier des émissions, les avertissements sur résultats ont eu généralement moins de répercussions sur les obligations que sur les actions. Dans certains secteurs, télécommunications notamment, l'augmentation des primes de risque, en 2000, a certes reflété l'éclatement de la bulle boursière. Toutefois, l'obligataire ne s'était pas complètement remis de la crise financière de 1998, où les primes étaient montées à des sommets équivalents à ceux de fin 2000, de sorte qu'il ne pouvait régresser autant. Néanmoins, la solidité financière globale des entreprises a joué un rôle déterminant dans l'évolution des deux marchés. De ce point de vue, 2000 a beaucoup ressemblé à 1990, puisque les préoccupations suscitées par l'endettement excessif, le niveau élevé des prix pétroliers et le ralentissement de l'économie américaine se sont traduites, ces deux années, par un recul des marchés des actions et une hausse des primes de risque. Ces deux épisodes illustrent les implications des cycles financiers pour la tarification du risque de crédit (chapitre VII).

Certains éléments font penser que les premières inquiétudes sur l'évaluation des entreprises sont apparues sur l'obligataire fin 1998, soit un an et demi avant que sa révision en baisse ne commence à faire chuter les cours des actions. Le graphique VI.10 distingue deux composantes dans l'écart de rendement entre obligation Baa et valeur comparable du Trésor EU, qui correspondent l'une à des facteurs macroéconomiques, l'autre à des facteurs qui agissent spécifiquement sur les cours des actions. Cette dernière série – notamment ratio cours/bénéfices, évaluation comparative d'actions à faible et à forte capitalisation et volatilité du marché – a joué un rôle relativement plus

Rôle important des facteurs de risque sur actions en 1990 comme en 2000 ...



important dans la détermination de la prime de risque en 1990 et en 1998–2000 que pendant la période intermédiaire.

... avec quelques différences majeures

Au-delà de ces influences communes sur les obligations d'entreprise, les deux épisodes de 1990 et 2000 ont présenté des différences majeures. Premièrement, l'élargissement des primes de risque en 2000 a manifestement été un phénomène mondial, touchant également l'Europe et d'autres régions. En 1990, en revanche, les marchés de ces titres étaient beaucoup moins développés hors des États-Unis, et la hausse des primes s'était essentiellement limitée à ce pays. Deuxièmement, les bilans des banques étaient généralement plus sains en 2000, de sorte que les prêts bancaires ne sont probablement pas appelés à diminuer autant qu'au début des années 90. Troisièmement, si les emprunts obligataires se sont un peu ralentis en 2000, notamment pour les signatures de qualité moyenne et inférieure, cette baisse est sans commune mesure avec le tarissement des émissions à haut rendement observé en 1990. Quatrièmement, ces obligations à haut rendement, en 1990, étaient surtout des titres de sociétés de bonne notoriété engagées dans des acquisitions à effet de levier. À l'époque, les investisseurs avaient confiance dans leur capacité à évaluer les actifs sous-jacents. Récemment, en revanche, ces titres ont servi à financer les fonds de roulement des entreprises dans un secteur technologique en pleine expansion ne possédant guère d'actifs tangibles. Par conséquent, en 2000, les perturbations sur l'obligataire ont été beaucoup plus liées à celles des actions, en raison des mêmes incertitudes accrues sur les valorisations boursières.

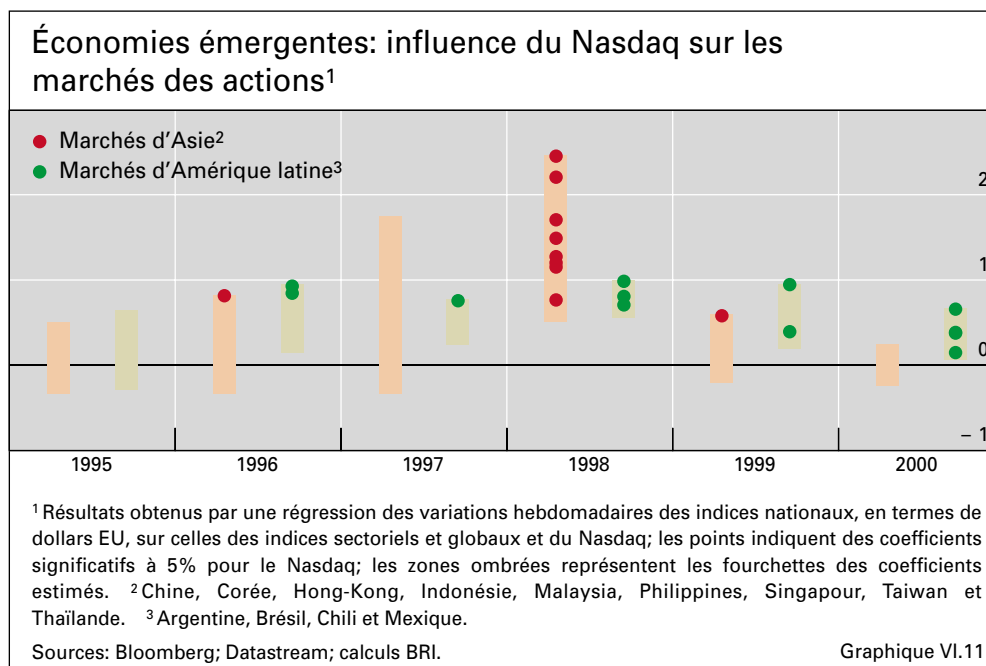
## Financements extérieurs des marchés émergents

La baisse des cours en 2000 sur les marchés des capitaux des pays industriels a entraîné un élargissement des primes de risque et un recul des actions dans les économies émergentes, en Amérique latine et Asie notamment. L'effet de contagion a cependant été plus limité que lors de précédents épisodes de détérioration des conditions financières. Il semble, en outre, que les investisseurs ont mieux différencié les pays en fonction de leur situation économique, de sorte que les primes ont surtout augmenté dans ceux où le risque de crédit paraissait accru. Néanmoins, la faiblesse de la demande de financements extérieurs et les modifications structurelles du comportement des investisseurs ont continué de peser sur les flux bancaires et les souscriptions de titres en faveur des marchés émergents.

Influence des corrélations sectorielles sur certains marchés des actions

La plupart des marchés des actions ont suivi la baisse enregistrée dans les pays industriels en 2000 et au début de 2001. Ce sont les places asiatiques qui ont été les plus touchées, en raison surtout du poids relativement important des valeurs technologiques (chapitre III), mais le recul du Nasdaq a également joué un rôle ailleurs, indépendamment de l'incidence purement sectorielle, notamment en Amérique latine. Le graphique VI.11 présente les coefficients estimés d'une régression des variations des cours des actions des marchés émergents sur celles des indices sectoriels et globaux et du Nasdaq. Il montre que, une fois éliminé l'effet sectoriel, le Nasdaq en lui-même n'a pas eu, dans l'ensemble, une grande influence en Asie, sauf en 1998. En Amérique





latine, en revanche, il a, chaque année depuis 1996, exercé un impact, hors effet sectoriel, statistiquement significatif, quoique généralement faible, dans une au moins des quatre places considérées.

Si les marchés des actions ont suivi partout une évolution identique, un découplage s'est produit pour les émissions de dette souveraine des économies émergentes; alors que leur prime s'est parfois accrue dans le sillage de celle des titres à haut rendement des pays industriels, notamment au deuxième trimestre 2000 et en fin d'année (graphique III.2), dans l'ensemble elle est restée plus basse. Les investisseurs ont rapidement révisé la tarification de la dette de pays connaissant des difficultés particulières, comme l'Argentine, les Philippines et la Turquie, tandis que les primes appliquées à un grand nombre de gros emprunteurs, notamment Brésil, Corée, Mexique et Thaïlande, sont demeurées plus ou moins constantes sur l'année.

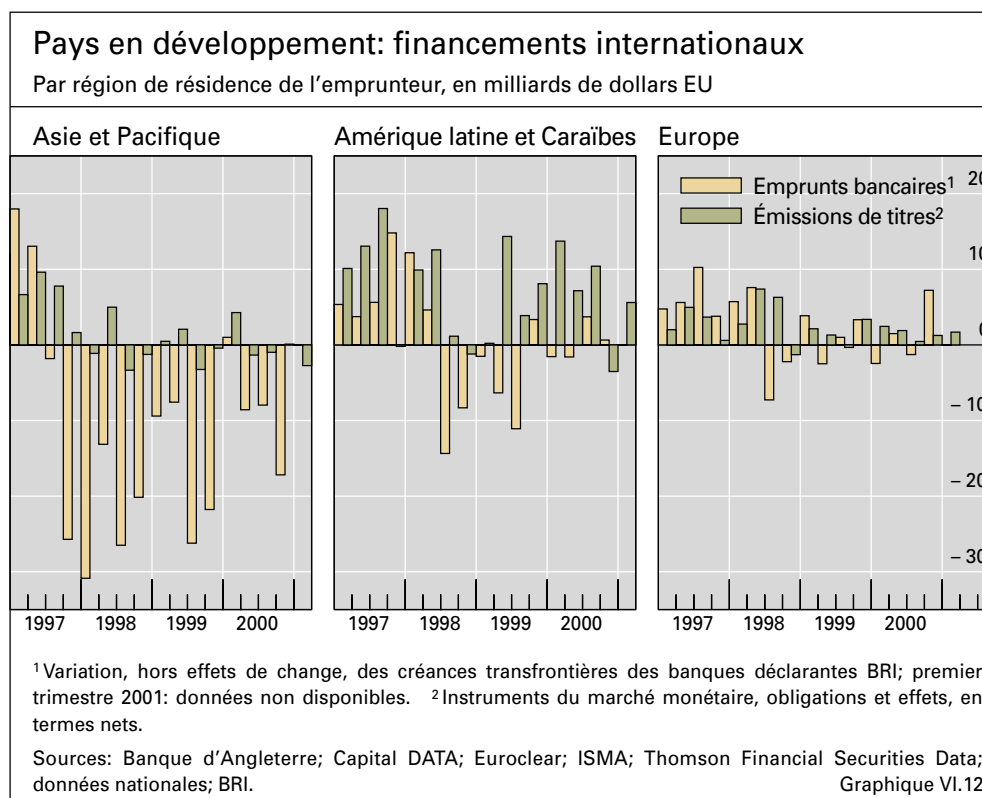
Malgré des conditions relativement favorables, les emprunts bancaires et obligataires des pays en développement sont restés modérés (graphique VI.12). Leurs émissions internationales nettes se sont situées à \$42 milliards – montant comparable à ceux de 1998 et 1999, collecté pour les trois quarts par l'Argentine, le Brésil, le Mexique et la Turquie. Les emprunteurs d'Asie et d'Europe ont davantage cherché à refinancer leurs titres échus qu'à accroître leurs financements nets.

Les prêts bancaires sont également demeurés faibles. Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les pays en développement se sont encore contractées (de \$10 milliards), mais beaucoup moins qu'en 1999 (\$70 milliards). Si les banques ont accru leurs créances sur quelques pays d'Europe et d'Amérique latine, ces augmentations ont été largement contrebalancées par une hausse des remboursements par les pays en développement d'Asie et d'Afrique.

Le découplage des primes entre emprunts souverains des pays émergents et obligations à haut rendement des pays industriels ainsi que la

Primes moins élevées sur les émissions souveraines que sur celles à haut rendement ...

... mais les financements par emprunts et titres sont restés modérés



faiblesse persistante des financements en faveur des économies en développement s'expliquent par plusieurs facteurs. Le premier, qui influence à la fois leurs emprunts et leurs dépôts, est l'amélioration de leur position extérieure (chapitre III). Globalement, ces économies ont enregistré en 2000 leur plus gros excédent courant depuis vingt ans, évolution due essentiellement aux pays exportateurs de pétrole.

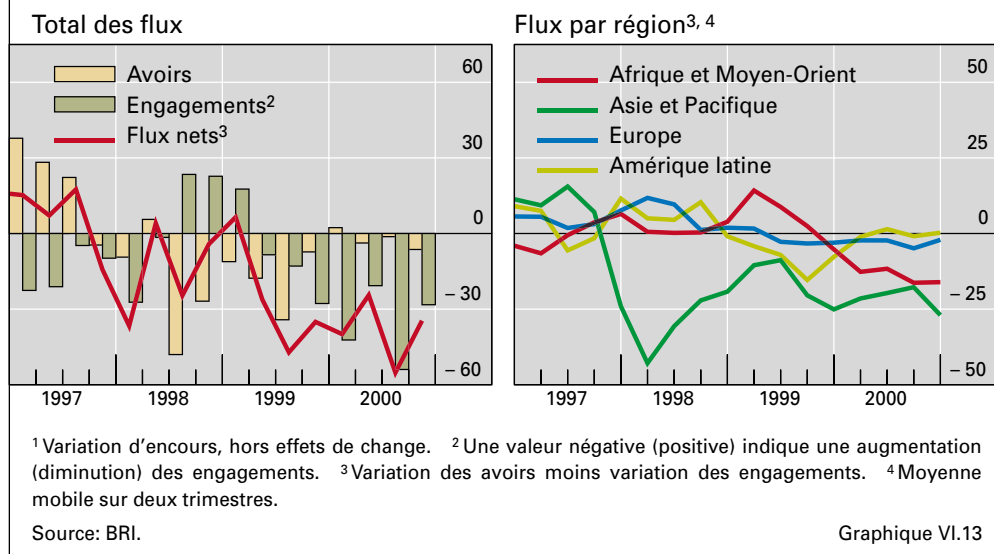
Alors que, en 1999, les excédents des paiements courants des économies émergentes d'Asie avaient été recyclés dans le système financier international sous forme essentiellement de remboursements de prêts bancaires, en 2000 ils ont surtout été placés auprès des banques internationales. Avec les dépôts sans précédent de ces économies et des exportateurs de pétrole, les apports nets des pays en développement aux banques déclarantes BRI ont dépassé leurs sorties nettes cumulées durant les crises financières de 1997-99 (graphique VI.13). Les dépôts ont atteint en 2000 le montant record de \$145 milliards, soit environ 125% du total de leur excédent courant. Toutefois, contrairement aux années 70, où les pétrodollars avaient contribué à l'augmentation des prêts transfrontières aux pays en développement, les flux récents n'ont pas été réacheminés vers ces pays.

Un deuxième facteur influençant, depuis quelques années, les crédits accordés aux marchés émergents est la moindre place de ces économies dans les portefeuilles des investisseurs à stratégie planétaire. Depuis les pertes subies durant les crises financières de 1997-99, les services de négociation pour compte propre et les fonds spéculatifs se sont désengagés. Cela a réduit la liquidité de ces titres, mais atténué parallèlement l'impact des conditions de crédit et de l'appétit pour le risque, au niveau mondial, dans la détermination

Recyclage des excédents des paiements courants sous forme de dépôts

## Positions extérieures des banques vis-à-vis des pays en développement<sup>1</sup>

En milliards de dollars EU

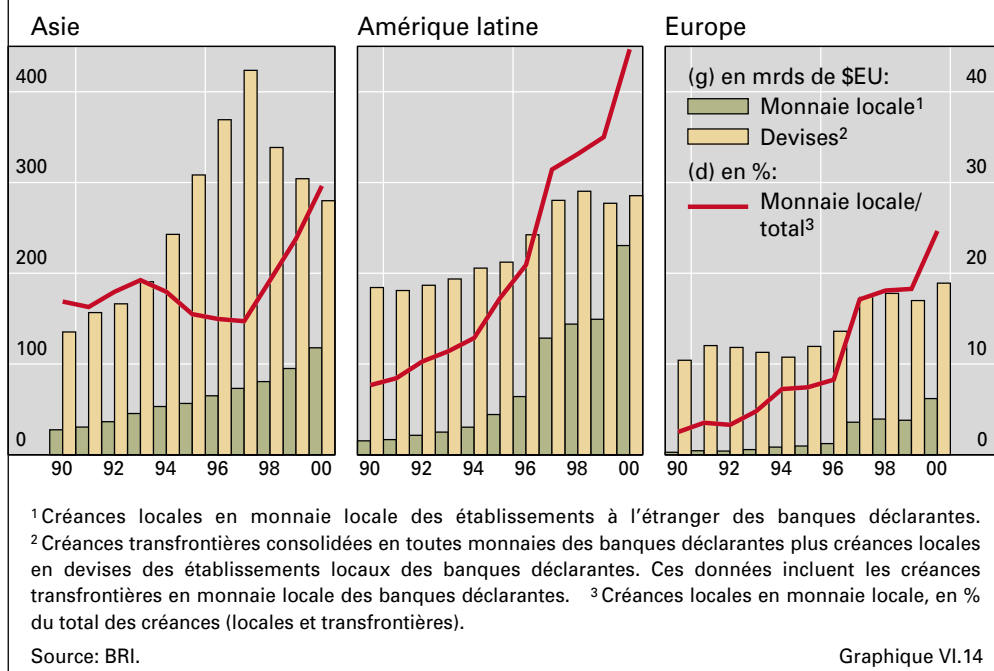


des primes sur les émissions des marchés émergents, affaiblissant ainsi leur lien avec les titres à haut rendement.

Un troisième changement structurel a été l'implantation croissante des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux. Ces dernières années, les établissements espagnols ont effectué plusieurs acquisitions en Amérique latine, en particulier au Brésil, au Chili et au Mexique, de sorte que les créances locales en monnaie locale des banques déclarantes BRI sur la

Percée des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux

## Créances consolidées des banques déclarantes BRI sur les pays en développement



région ont presque quadruplé entre 1995 et 2000 et sont aujourd'hui pratiquement équivalentes aux créances en devises (graphique VI.14). Un phénomène semblable s'est produit en Europe centrale, surtout en Pologne, où les établissements européens, allemands et italiens notamment, ont renforcé leur présence. En Asie, l'expansion des banques étrangères a été plus lente, mais elle s'accélère, malgré le retrait des établissements japonais à la fin des années 90. La percée des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux a pu freiner les prêts transfrontières, dans la mesure où elle les a conduites à reconsidérer leur risque-pays.

## Fonctionnement des marchés

Fonctionnement satisfaisant des marchés malgré la chute des cours

Il est rassurant de constater que les marchés ont fonctionné de manière satisfaisante en 2000, dans un contexte de chute des cours, de volatilité élevée et de modifications de la structure fondamentale des émissions. Un précédent épisode de recherche d'instruments liquides et à faible risque, au troisième trimestre 1998, avait déclenché un cercle vicieux de détérioration de la liquidité sur l'ensemble des marchés financiers. Ce phénomène avait mis le système à rude épreuve. En 2000, l'éclatement de la bulle des cours des actions, la révision de la tarification du risque de crédit et les incertitudes liées à l'offre sur les principaux marchés des obligations d'État ont suscité des préoccupations analogues, à un degré moindre cependant, concernant la capacité des marchés de fonctionner sans heurts. Or, il s'avère qu'ils ont réagi assez sereinement à ces pressions.

Bonne résistance de la liquidité sur les marchés des actions

En dépit du nombre exceptionnellement élevé des fluctuations brutales des cours, les marchés des actions ont continué à bien fonctionner et les cours ont semblé traduire l'évolution du sentiment des investisseurs ainsi que les informations nouvelles. Sur les cent plus fortes variations en pourcentage de l'indice S&P 500 en une séance depuis 1980, dix-neuf sont intervenues en 2000 ou au premier trimestre 2001 et certaines ont déclenché des coupe-circuits, qui ont interrompu momentanément l'activité. Malgré tout, d'une manière générale, la liquidité a bien résisté et les transactions ont pu être exécutées.

Les fortes corrections s'expliquent notamment par l'augmentation régulière, pendant la période sous revue, des avertissements sur résultats positifs, négatifs ou neutres (graphique VI.2, cadre de droite). Ces annonces ont résulté de l'entrée en vigueur de nouvelles réglementations de la Securities and Exchange Commission américaine, imposant aux entreprises cotées de communiquer au public, en même temps qu'aux analystes et aux gros investisseurs, les informations particulièrement importantes. Il est possible que ces dispositions aient contribué à accélérer la réaction aux données publiées par les entreprises mais aussi à atténuer les effets des flux de transactions sur les cours. Jusqu'à une date récente, ces nouvelles parvenaient le plus souvent, avec un certain retentissement, par le biais des transactions des investisseurs les mieux informés.

Le marché du papier commercial a également répondu aux attentes. L'élargissement brutal des primes au changement d'année a reflété le nombre exceptionnellement élevé des déclassements de grands émetteurs privés. Ces

corrections ont contraint les principaux acquéreurs de papier commercial – les fonds communs de placement – à se défaire des titres concernés, afin de respecter les limites réglementaires sur la détention d’instruments de qualité inférieure. Toutefois, comme mentionné précédemment, les sociétés, bien ou mal notées, ont émis sans problèmes de grosses quantités de titres monétaires au quatrième trimestre, ce qui montre que l’activité ne s’est pas interrompue. Les émetteurs écartés de ce marché ont pu recourir aux lignes de substitution préalablement négociées avec des banques précisément pour parer à une telle éventualité.

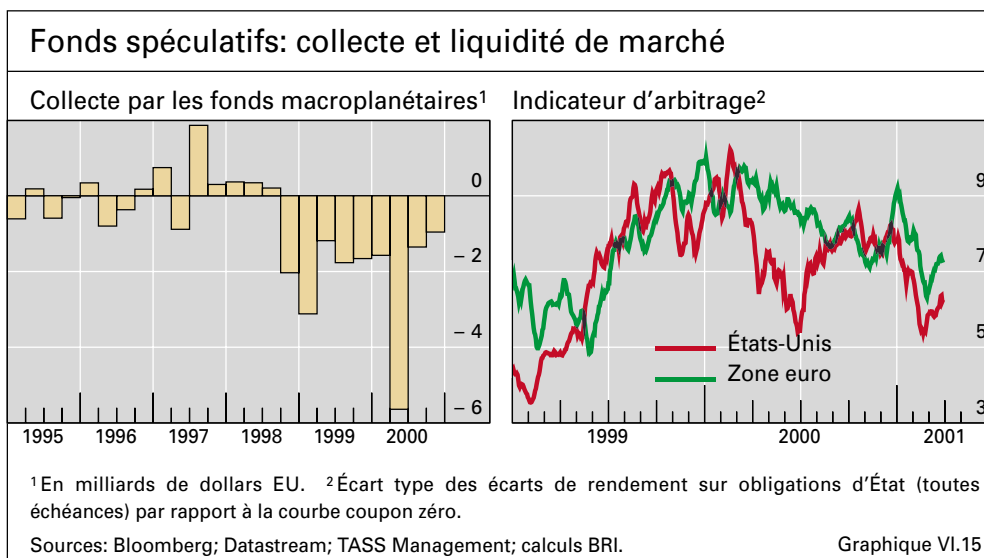
Certains emprunteurs ont été écartés du marché du papier commercial ...

... mais ont pu recourir à des lignes de crédit

Parmi les signes témoignant du bon fonctionnement des marchés au cours de cette période figure également l’absence de faillite majeure parmi les intervenants sur titres, tant au niveau de la négociation que pour compte propre. En 1990, les émissions et transactions d’obligations à haut rendement s’étaient pratiquement interrompues, en raison de la disparition de Drexel Burnham Lambert, alors premier chef de file et teneur de marché dans ce compartiment. Au troisième trimestre 1998, les risques de contrepartie d’un seul fonds spéculatif en difficulté, Long-Term Capital Management, avaient rapidement entraîné une perte de liquidité sur l’obligataire. À la suite de cela, de gros établissements financiers avaient réduit ou dénoué leurs opérations pour compte propre et surveillé de plus près leur exposition au risque de crédit. Dans les deux cas, le départ soudain d’un participant considéré comme l’un des principaux fournisseurs de liquidités dans certains secteurs a eu des répercussions d’une ampleur inattendue. Cette fois-ci, cependant, rien de tel n’est arrivé, ce qui laisse penser que les efforts accomplis en matière de gestion des risques depuis la crise de 1998 n’ont pas été vains.

Début 2000, le processus d’adaptation à la contraction de l’offre de nouveaux titres d’État a amené certains observateurs à s’inquiéter de la façon dont les grands marchés de la dette, notamment celui du dollar américain, fonctionneraient en temps normal, sans parler des périodes de tensions. Les intervenants avaient pris l’habitude de recourir largement à ces titres pour plusieurs usages: références tarifaires, moyens de couverture et de

Recours aux instruments privés ...



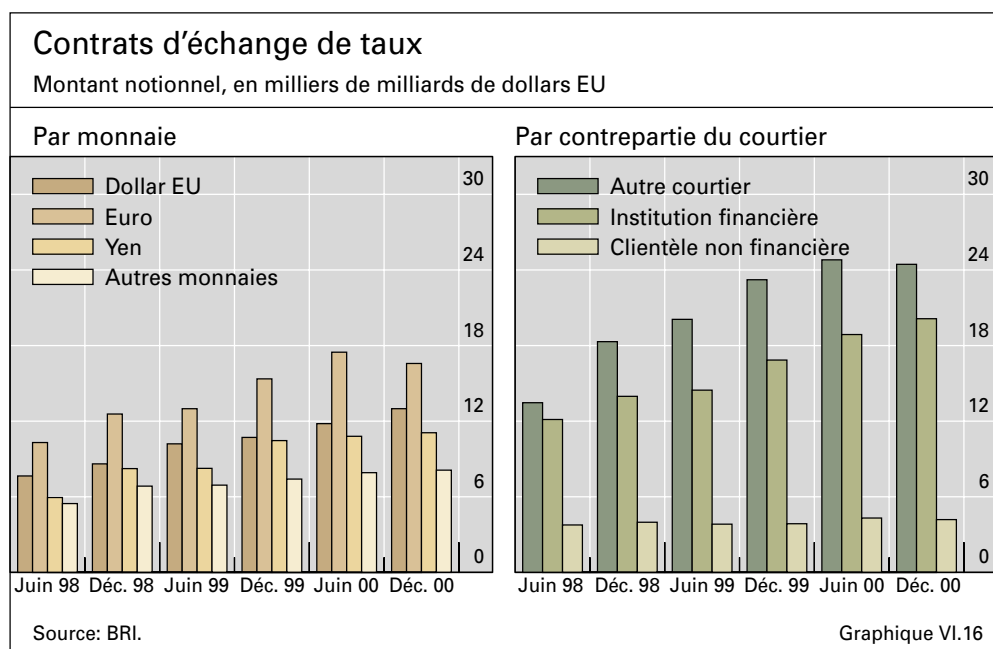
... en lieu et place  
des titres d'État

positionnement en termes de duration et de volatilité, sous-jacents des contrats sur instruments à terme et sûretés pour des emprunts garantis. Le déroulement satisfaisant de l'activité en 2000 indique cependant que les opérateurs ont trouvé des instruments privés de substitution pour plusieurs de ces fonctions. Sur le marché du dollar EU, ils ont fini par se familiariser avec l'utilisation d'émissions d'organismes parapublics et des contrats d'échange comme références ou à des fins de couverture. Dans le compartiment de l'euro, le passage à des références privées a été moins problématique, étant donné que les investisseurs se servaient déjà couramment de la courbe des contrats d'échange en euros pour la détermination des prix et les opérations de couverture. De plus, la diminution attendue des émissions d'obligations d'État serait moins prononcée.

La réduction, en 2000, de la prime de liquidité témoigne de ce processus d'adaptation. La crise de l'automne 1998 avait avivé les inquiétudes des investisseurs à propos du risque de liquidité et contribué ainsi à d'importants écarts de rendement sur les différents titres d'État par rapport à une courbe ajustée (graphique VI.15). Comme l'indique l'ampleur de ces écarts, ces inquiétudes ont atteint leur paroxysme au premier trimestre 2000. À mesure que les investisseurs s'habituèrent à recourir à d'autres instruments que les titres d'État, cet indicateur s'est inscrit en baisse à la fois sur les marchés de l'euro et du dollar. En septembre, le processus de stabilisation de la prime de liquidité sur le marché du Trésor américain a franchi une étape décisive, avec la fin de l'inversion anormale des rendements à 10 ans et à 30 ans.

Accession  
des contrats  
d'échange  
au statut de  
référence ...

Les contrats d'échange sur taux d'intérêt semblent bien placés pour prendre la succession des titres d'État comme premier instrument de référence. En 2000, le montant notionnel de l'encours de ces contrats a progressé de 11%, pour s'inscrire à \$49 000 milliards (graphique VI.16). Le marché des monnaies remplacées par l'euro était plus vaste, en termes notionnels, que son homologue en dollars, même avant l'instauration de la



monnaie unique. Depuis 1999, le compartiment de l'euro a accentué son avance, avec le recours à ces instruments aux fins de couverture et de tarification ainsi que pour d'autres opérations, dans lesquelles les valeurs du Trésor américain étaient généralement utilisées sur le marché du dollar. Ce dernier suit d'ailleurs l'exemple du marché de l'euro, puisque les opérateurs font de plus en plus appel aux contrats d'échange, notamment pour se couvrir. Les titres du Trésor américain n'ont toutefois pas encore été supplantés comme principal instrument de référence dans le compartiment du dollar.

La capacité des contrats d'échange de reprendre beaucoup de fonctions assumées jusque-là par les obligations d'État a été confortée par l'apaisement progressif de certaines préoccupations relatives au risque de crédit. Les opérateurs et leurs clients ont mis au point un ensemble de normes concernant la constitution de sûretés et la documentation, qui ont été largement adoptées sur les marchés des contrats d'échange libellés dans les principales devises mondiales. En réduisant les expositions au risque de crédit associées aux positions sur de tels contrats, ces mesures peuvent avoir contribué au découplage des primes entre contrats d'échange et crédits aux entreprises en 2000 et durant les premiers mois de 2001.

Quoi qu'il en soit, les marchés des contrats d'échange ont dû s'adapter à la réduction régulière du capital affecté aux opérations de négociation, du fait des fusions et de l'intérêt moindre pour le risque parmi les grands établissements de courtage. Les statistiques du second semestre 2000 illustrent bien cette situation: les transactions entre courtiers se sont contractées, alors même que l'activité globale sur les contrats d'échange progressait. Avec la diminution du nombre de teneurs de marché actifs, les courtiers pourraient éprouver de plus en plus de difficultés pour compenser entre eux les ordres de leurs clients. Une telle évolution pourrait, à son tour, avoir des effets négatifs sur la liquidité des contrats d'échange qu'ils peuvent proposer à leur clientèle.

... mais forte concentration des courtiers