

VI. Marchés financiers

Faits marquants

En 2003, les investisseurs à travers le monde ont retrouvé le goût du risque. Sur les marchés des actions, cette tendance s'est traduite par un vif redressement des cours, avant même l'annonce de résultats favorables pour les bénéficiaires et l'économie mondiale. Dans le compartiment des obligations d'entreprises et de la dette souveraine, les marges de crédit se sont rapprochées de leur minimum historique, les investisseurs continuant de rechercher des rendements supérieurs à ceux, exceptionnellement faibles, des obligations d'État de référence. Même si l'amélioration des données économiques fondamentales a pu justifier une certaine augmentation des prix des actifs, il est apparu, en fin de période, que les valorisations correspondaient à des primes de risque assez réduites. Les investisseurs ne paraissaient redouter aucune évolution défavorable.

Pendant une bonne partie de la période analysée, les investisseurs en obligations ont eu des difficultés à percevoir clairement les conséquences de l'évolution macroéconomique pour la politique monétaire. Cette incertitude a rejilli sur les rendements à long terme. Ces indicateurs avancés, en principe les plus fiables, des perspectives économiques ont, en plusieurs occasions, amplement fluctué, en raison des révisions des anticipations plutôt que des ajustements des primes d'échéance, aux États-Unis et au Japon surtout, et, dans une moindre mesure, dans la zone euro.

Sur la majeure partie de l'année, les marchés sont restés le plus souvent insensibles aux changements d'anticipations sur l'orientation de la politique monétaire. Début 2004, en revanche, les perspectives d'inflexion aux États-Unis ont exercé une influence importante sur le goût du risque. En avril-mai, des chiffres de l'emploi étonnamment vigoureux et la formulation donnée par la Réserve fédérale à sa politique accommodante ont renforcé les anticipations de hausse des taux directeurs. Cette fois, la montée des taux des obligations d'État s'est traduite par un repli des marchés des actions dans le monde ainsi que de la dette des obligations des économies émergentes, ce qui a mis en évidence la vulnérabilité des niveaux de valorisation à une aversion pour le risque.

Courbes des rendements et politique monétaire

Pendant la majeure partie de 2003 et au début de 2004, les marchés des obligations d'État ont suivi une évolution propre. Alors que, sur les autres marchés, les investisseurs trouvaient systématiquement des raisons d'être optimistes quant aux perspectives macroéconomiques, l'évolution des courbes des rendements n'a pas toujours corroboré cette appréciation. Dans

Les courbes des rendements ont envoyé des signaux contradictoires sur les perspectives économiques

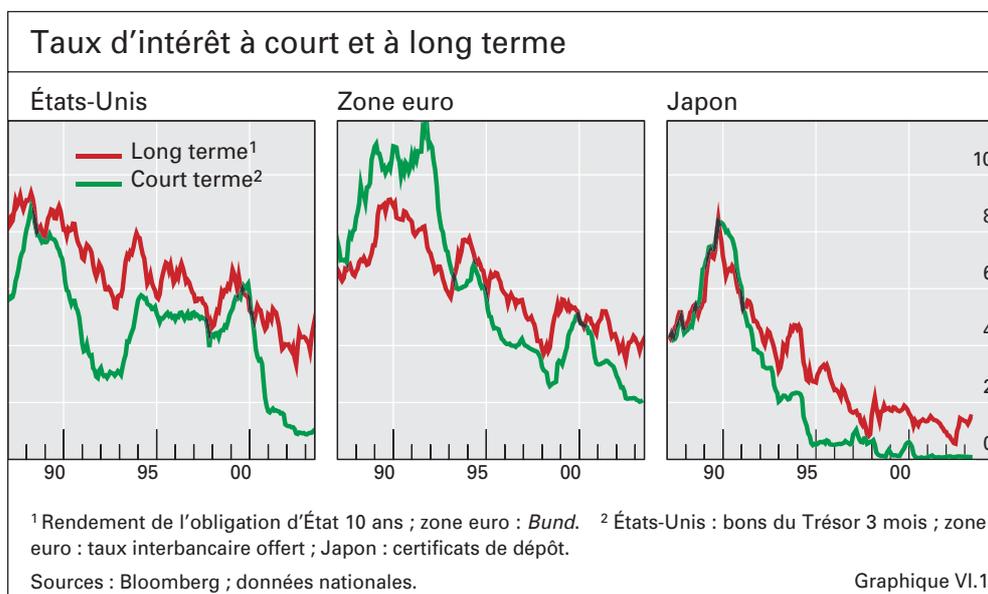
un premier temps, les opérateurs ont semblé surestimer les préoccupations de la Réserve fédérale au sujet de la déflation et sa volonté de recourir à des instruments non conventionnels. La tension mondiale sur les rendements, à l'été, s'explique bien plus par une révision rapide de ces anticipations que par une soudaine amélioration des perspectives économiques. Des facteurs techniques liés aux instruments de gestion quantitative des risques (tels que couverture de titres adossés à des hypothèques) ont amplifié la volatilité. Les rendements se sont repliés fin 2003 et début 2004, malgré d'importantes révisions à la hausse des prévisions de croissance, les anticipations sur les taux directs étant dominées par l'incertitude sur le rythme des créations d'emplois aux États-Unis. Les taux longs se sont ensuite fortement tendus en avril et mai 2004 devant la vigueur des statistiques américaines sur l'emploi, qui ont amené les intervenants à penser que la Réserve fédérale augmenterait son taux directeur plus tôt qu'ils n'avaient imaginé.

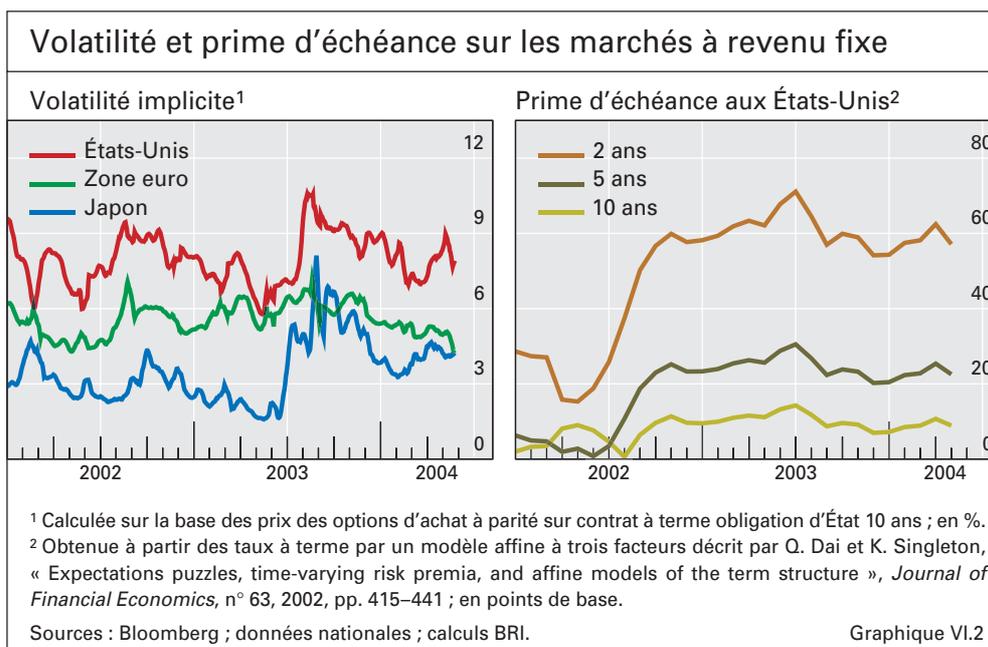
Courbes des rendements et anticipations

Les taux à long terme ont présenté une volatilité inhabituelle...

Les courbes des rendements pour la zone euro, le Japon et les États-Unis ont affiché trois caractéristiques (graphique VI.1). Premièrement, les rendements ont été faibles pour toutes les échéances, en partie sous l'influence des taux directs et du fait que ces taux étaient perçus comme durablement bas. Deuxièmement, la pente de la courbe a été accentuée, des taux si réduits appelant tôt ou tard une hausse, ne serait-ce que pour un retour à la normale. Troisièmement, la volatilité dans le compartiment long a été élevée, ce qui est à souligner, compte tenu de la relative stabilité des taux directs, surtout après les dernières réductions opérées par la BCE et la Réserve fédérale en juin 2003 (chapitre II). La faiblesse exceptionnelle des taux directs semble avoir été source d'une grande incertitude concernant leurs répercussions sur l'économie, et donc sur l'évolution des taux d'intérêt.

Sur les marchés où la banque centrale maîtrise les taux courts, les rendements des titres d'État tendent à être essentiellement influencés, pour





toutes les échéances intermédiaires, par l'opinion des intervenants sur l'orientation future de la politique monétaire. Ces anticipations se fondent sur l'évaluation de la situation macroéconomique sous-jacente et sur les réactions probables des autorités monétaires. Elles se traduisent aussi par des primes d'échéance liées à l'incertitude qui entoure ces prévisions. À tout instant, les courbes des rendements reposent implicitement sur des courbes à terme, qui représentent le profil d'évolution des taux courts anticipé par les intervenants, en y incorporant les primes d'échéance.

Bien qu'élevées durant la période, les primes d'échéance aux États-Unis, estimées par modélisation (graphique VI.2), ont été stables dans l'ensemble. Elles ont été les plus larges à horizon de deux ans – ce qui montre que, pour les intervenants, le risque associé aux taux directs s'étendait jusqu'à deux ans au moins. La prime de risque pour le taux à terme sur cette échéance s'est stabilisée autour de 60 points de base, soit trois fois environ sa moyenne de 1988–2002.

Malgré la stabilité de ces primes d'échéance, les courbes à terme se sont sensiblement modifiées durant la période. C'est aux États-Unis et au Japon que l'évolution a été la plus marquée ; la courbe pour la zone euro a eu tendance à suivre celle des États-Unis, mais de manière atténuée (graphique VI.3). Ces mouvements, ainsi que leur volatilité, semblent avoir reflété, dans une large mesure, la révision des anticipations sur les taux. Début juin 2003, quand les courbes étaient les moins pentues, le taux à terme 3 mois aux États-Unis était de 2 % environ à horizon de deux ans ; corrigé de la prime d'échéance, ce chiffre indiquait une anticipation de hausse des taux directs inférieure à 25 points de base. En mai 2004, ce même taux se situait à 4,6 %, ce qui correspond à une anticipation de relèvement supérieur à 250 points de base. À horizon de dix ans, les variations témoignent d'une forte instabilité de l'opinion des intervenants concernant l'objectif de la Réserve fédérale. De même, la vive progression des taux à

...malgré la stabilité des primes d'échéance

La volatilité des rendements a reflété l'évolution des anticipations

terme japonais semble indiquer un optimisme accru quant à la sortie de la déflation.

Renversement durant l'été

Renversement mondial durant l'été...

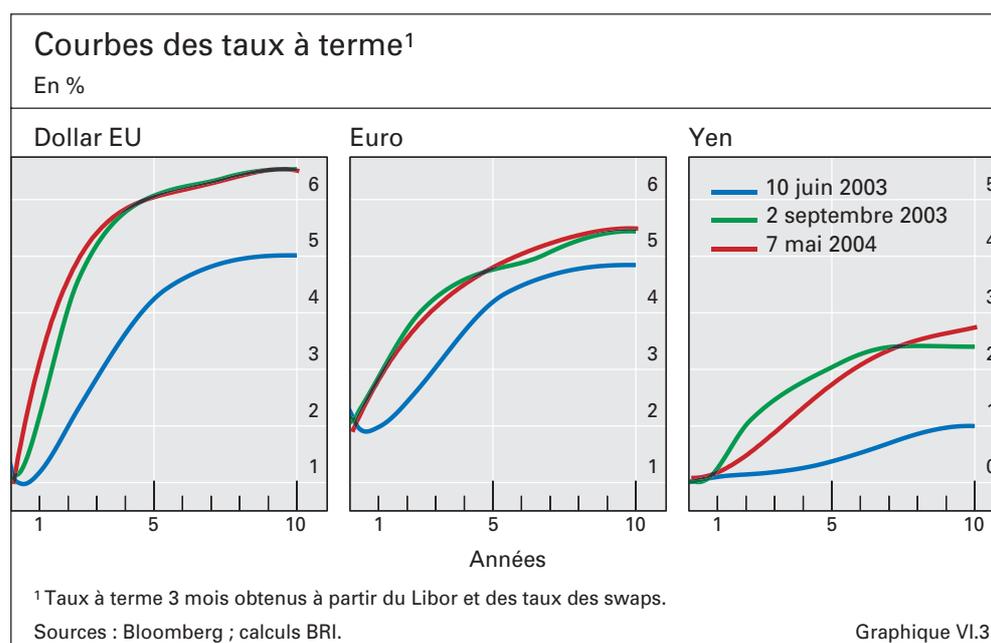
Durant l'été 2003, les marchés obligataires mondiaux ont connu un repli d'une ampleur inégalée ces dernières années. D'un creux de 3,1 % à mi-juin, le rendement des obligations 10 ans du Trésor EU s'est envolé, dépassant 4,4 % fin juillet. Cette hausse, la plus abrupte enregistrée sur courte période depuis 1994, a aussi été largement synchronisée sur l'ensemble des grands marchés : simultanément, le rendement de l'obligation d'État 10 ans a augmenté de 50 points de base au Japon (à plus de 0,9 %), et celui du *Bund* de 70 points de base (à 4,2 %). Les taux des swaps ont également enregistré une progression sensible, pour atteindre leur point culminant début septembre (graphique VI.3). Comme les taux du marché monétaire étaient bien ancrés à de bas niveaux dans les trois principales économies, on a assisté à une vive pentification des courbes des rendements.

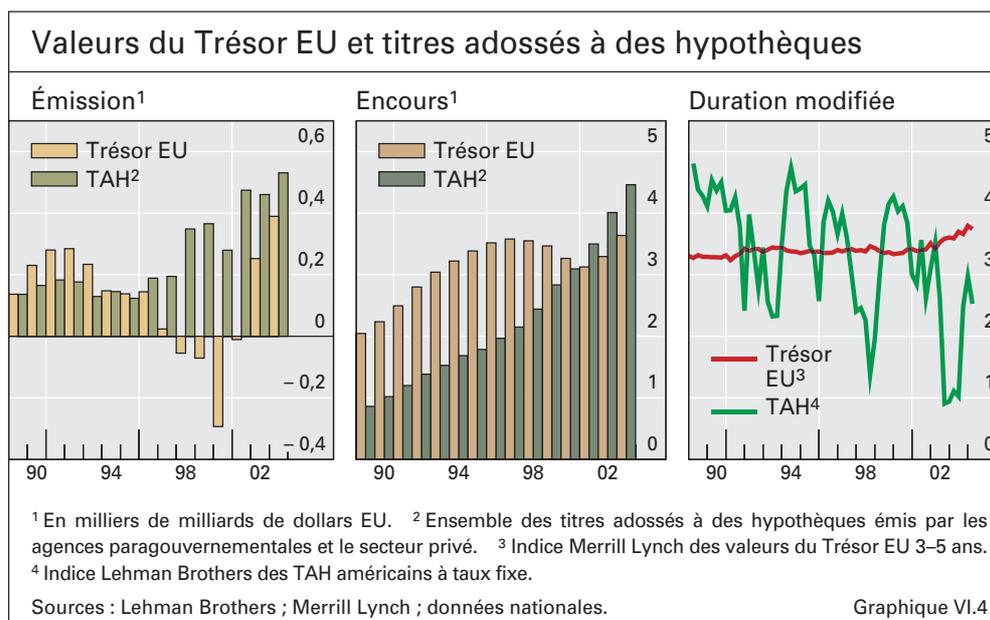
...accentué par les techniques de gestion du risque...

Il semble que le marché japonais ait donné le signal. L'accueil mitigé réservé à l'adjudication de titres d'État, mi-juin, paraît avoir entraîné des prises de bénéfices par les banques nippones et des ventes par les fonds spéculatifs. Devant la hausse de la volatilité qui en est résultée (graphique VI.2), les investisseurs résidents, s'appuyant mécaniquement sur les modèles de gestion quantitative du risque (valeur en risque, par exemple), ont massivement réduit leur exposition au risque de taux. Ces dénouements de positions ont accéléré la dynamique des prix à la fois sur les titres d'État et les swaps de taux en yens.

...et dominé par la modification des anticipations

La politique monétaire américaine a ensuite accentué le mouvement. L'abaissement moins marqué qu'attendu du taux-objectif de la Réserve fédérale, fin juin, et l'audition de son Président devant le Congrès, mi-juillet, ont été suivis d'une vive tension des taux à long terme, car les intervenants





ont révisé leurs anticipations sur l'utilisation d'instruments non conventionnels pour parer le risque de déflation. Ils ont, en particulier, jugé moins probable que la Réserve fédérale achète des titres du Trésor EU afin de contenir les taux longs ; or, cette probabilité avait dynamisé ce compartiment après la réunion de mai du Comité de politique monétaire.

La couverture des titres adossés à des hypothèques (TAH) a amplifié la hausse des rendements du Trésor EU. La durée des TAH, qui comportent une option de remboursement anticipé, est plus sensible aux variations de taux d'intérêt que celle de la plupart des autres instruments à taux fixe. De fait, la durée de l'indice TAH a enregistré une progression spectaculaire durant l'été, comme cela avait été le cas en 1994 et en 1999 (graphique VI.4). Les investisseurs couvrant leurs risques sur TAH ont donc dû vendre d'autres instruments de long terme à taux fixe (ou prendre des positions courtes), accentuant ainsi les tensions sur les taux du marché.

La couverture des TAH a intensifié la hausse des taux

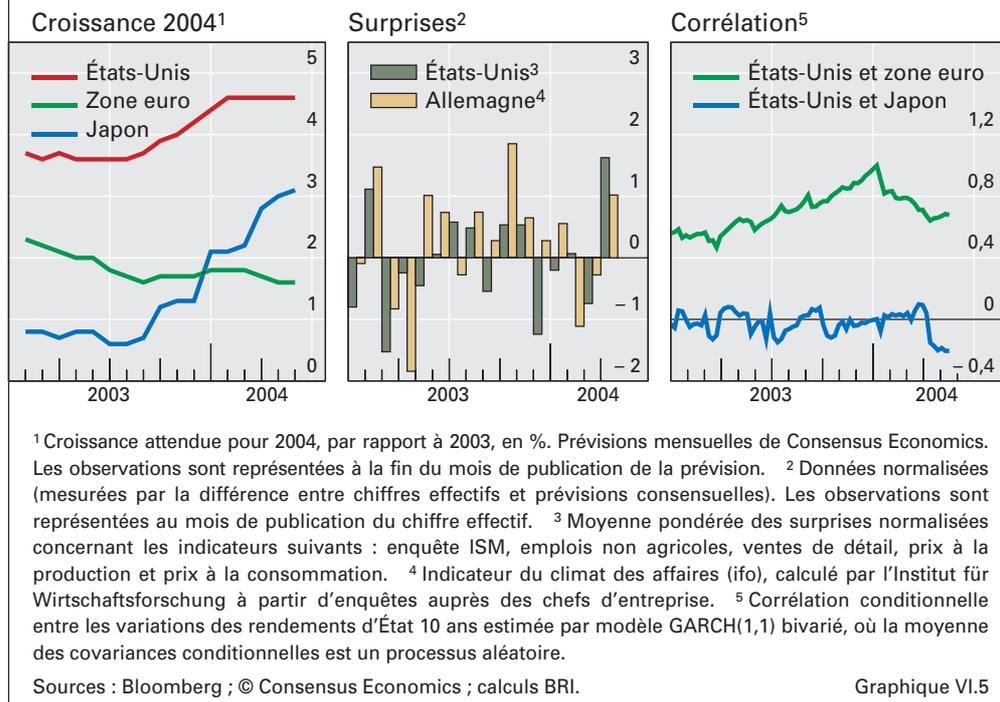
Les opérations de couverture semblent avoir eu une incidence plus marquée et plus générale sur les rendements que lors de précédents épisodes similaires. Cela s'explique notamment par la croissance considérable du segment américain des TAH, tant en termes relatifs qu'absolus. Ce dernier, qui a doublé de volume depuis 1995, est devenu le plus important du compartiment à taux fixe dans le monde : fin décembre 2003, son encours totalisait \$4 500 milliards, contre \$3 600 milliards pour les titres du Trésor EU (graphique VI.4).

Modification des corrélations entre marchés obligataires

Les rendements se sont généralement maintenus à des niveaux relativement faibles, dans les trois grandes économies, d'octobre 2003 à mars 2004. Malgré des perspectives de croissance et des indicateurs économiques divergents, les rendements à long terme ont évolué le plus souvent en parallèle dans la zone euro et aux États-Unis, avec un degré de corrélation exceptionnel au printemps 2004 (graphique VI.5). Par rapport au Japon,

Les rendements ont évolué en parallèle aux États-Unis et dans la zone euro en 2003...

Prévisions de croissance, surprises macroéconomiques et corrélation des rendements



à l'inverse, et malgré une tendance comparable des rendements, la corrélation est restée très faible, tant pour les variations journalières qu'hebdomadaires.

...mais se sont
découplés pendant
la hausse de 2004

La hausse des rendements au deuxième trimestre 2004 s'est accompagnée d'un très net découplage entre les États-Unis et la zone euro. Elle était motivée, cette fois, non par une modification des anticipations sur l'utilisation d'instruments non conventionnels par la Réserve fédérale, mais par la vigueur des statistiques macroéconomiques, qui laissait entrevoir un durcissement monétaire. Les rendements se sont fortement tendus aux États-Unis, beaucoup moins dans la zone euro, comme si les intervenants prenaient alors compte des perspectives de croissance plus lente.

Accumulation de réserves officielles

Selon une opinion répandue, les mesures prises par les autorités en Asie pour freiner l'appréciation de leur monnaie face au dollar ont pesé sur les rendements des titres d'État américains. Ce qui est certain, c'est que le rythme d'accumulation de réserves par les banques centrales de la région s'est accéléré au second semestre 2003 et s'est maintenu au premier trimestre 2004 (chapitre V). Dans la mesure où ces réserves sont en grande partie constituées d'actifs libellés en dollars, il était normal d'en conclure que les achats de ces institutions formaient une composante majeure de la demande de titres du Trésor EU.

Incidence incertaine
de l'accumulation
de réserves en Asie
sur les rendements

Néanmoins, leur influence directe n'est pas facile à analyser. Une régression simple des rendements des titres du Trésor EU sur les volumes de réserves officielles détenues sous mandat auprès de la Réserve fédérale de

New York (en termes de variations hebdomadaires) n'indique une relation statistiquement significative que sur des plages limitées au cours des douze mois s'achevant au premier trimestre 2004, en dépit d'une accumulation constante par les banques centrales d'Asie. Par ailleurs, des analyses plus fines concernant un éventuel effet d'annonce de ces achats sur les rendements à travers les communications hebdomadaires (le jeudi) des avoirs sous mandat sont peu concluantes.

Emploi non agricole aux États-Unis et rendements obligataires

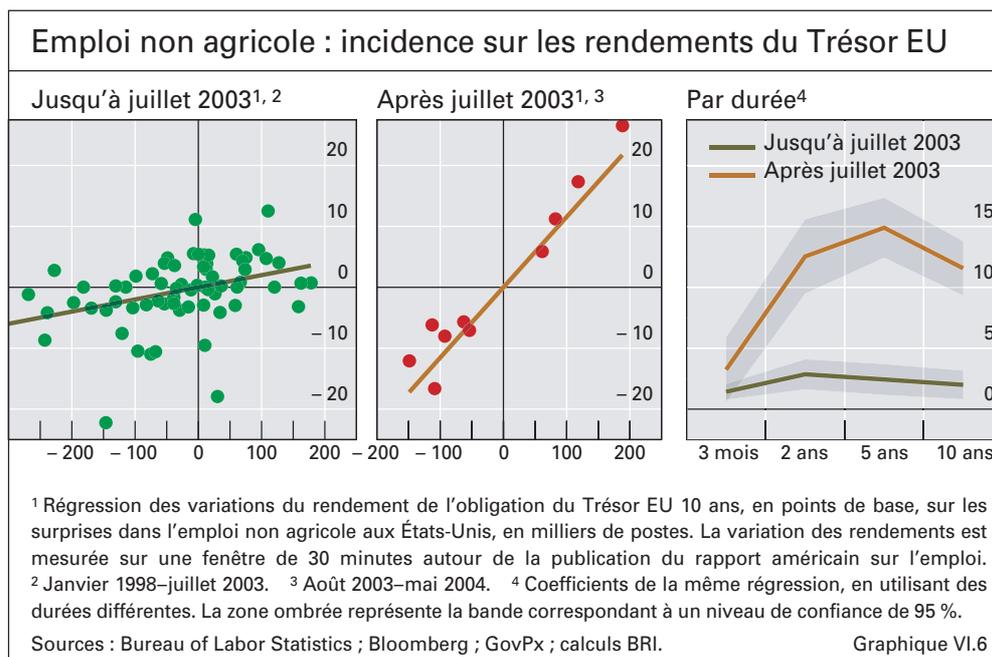
L'atonie surprenante du marché de l'emploi aux États-Unis est la principale explication du bas niveau des taux d'intérêt dans les premiers mois de 2004 : l'attention a commencé à se porter sur la faiblesse des créations d'emplois, malgré la vigueur de la reprise. L'opinion s'est convaincue que la Réserve fédérale n'augmenterait pas ses taux avant que l'emploi ne redémarre. Au premier trimestre 2004, chaque fois qu'ils ont été inférieurs aux prévisions, les chiffres de l'emploi non agricole ont provoqué une baisse sensible des rendements du Trésor EU. À l'inverse, l'annonce d'une hausse d'une ampleur inattendue en avril (plus de 300 000 unités) a déclenché une progression immédiate (plus de 20 points de base) du rendement 10 ans, et un bon chiffre en mai a entraîné une forte tension, qui a porté les rendements au-dessus de leurs maximums de 2003.

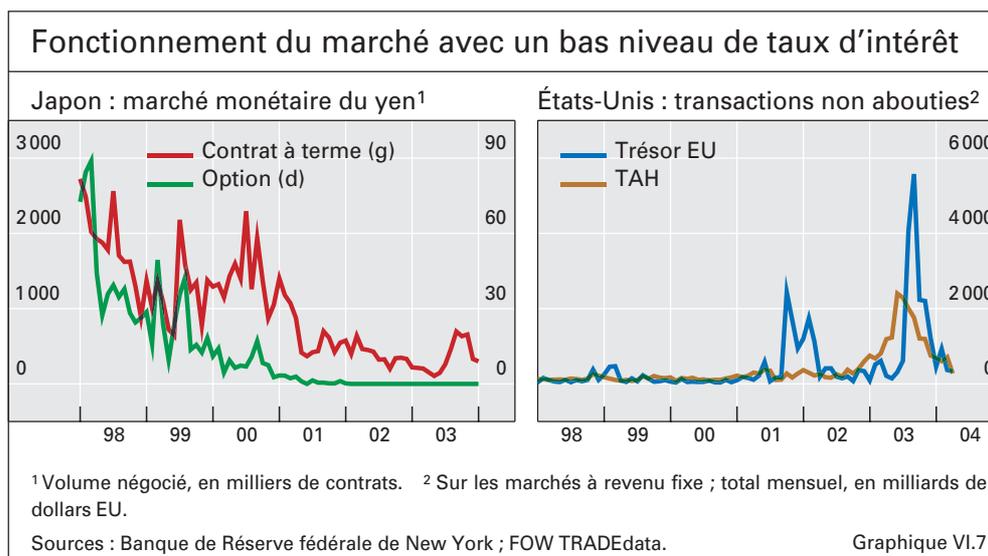
La focalisation apparente de la Fed sur l'emploi...

Les rendements des titres du Trésor EU ont donc toujours été plus sensibles aux annonces mensuelles sur l'emploi qu'à aucun autre indicateur américain, mais cette sensibilité semble s'être intensifiée après leur hausse de l'été 2003. Une surprise de 100 000 emplois créés s'est traduite par un effet d'annonce moyen de 2 points de base sur le rendement 5 ans de janvier 1998 à juillet 2003, de 12 points de base ensuite (graphique VI.6).

...entraîne les marchés obligataires au gré des annonces

Autre fait remarquable, c'est dans le compartiment à 5 ans et non à 2 ans, comme par le passé, que l'incidence des chiffres de l'emploi a été la





plus sensible. Une explication plausible est qu'ils ont pu provoquer un accroissement des opérations de couverture des TAH, par recours à des titres ou swaps de durée plus longue. Une autre possibilité, étayée par des observations ponctuelles, est que la forte pente de la courbe des rendements a entraîné un surcroît de demande pour les échéances plus éloignées en liaison avec des opérations spéculatives (voir l'analyse des stratégies de négociation sur titres à revenu fixe, chapitre VII), ce qui a accru la sensibilité des durées plus longues aux variations des anticipations de taux courts.

Fonctionnement des marchés et bas niveau des taux

D'un point de vue technique, le bas niveau nominal des taux directeurs s'est accompagné d'un dysfonctionnement. Au Japon, par exemple, les taux courts en yens sont au plancher zéro depuis que la Banque du Japon a engagé sa politique d'assouplissement quantitatif en mars 2001. Depuis, le volume des transactions sur options et contrats à terme sur instruments monétaires en yens a fortement diminué, au point que certains contrats ont quasiment disparu, comme leurs marchés connexes (graphique VI.7). Lorsque les taux courts seront de nouveau sensiblement supérieurs à zéro, le mécanisme de formation des prix sur les marchés monétaires du yen risque de s'avérer insuffisant, et leur illiquidité pourrait bien compliquer l'adaptation à la fin de la politique de taux zéro.

La faiblesse des taux d'intérêt nominaux a également posé quelques problèmes sur les marchés à revenu fixe aux États-Unis. Le nombre de transactions non abouties (non réglées) a fortement augmenté en juillet et août 2003. Les causes peuvent tenir aux difficultés opérationnelles lors de la livraison de titres, comme cela fut le cas après les événements du 11 septembre 2001. Mais on peut y voir l'effet du bas niveau des taux d'intérêt, qui réduit le coût d'opportunité des intérêts non perçus par suite du défaut de livraison (dans le cadre d'une pension, par exemple). Comme, en outre, la volatilité de marché a entraîné un accroissement des emprunts de titres pour des ventes à découvert, les transactions non réglées se sont multipliées à la

Volume d'activité réduit sur les dérivés en yens...

...et transactions non abouties sur les marchés américains à revenu fixe

fin de l'été. De plus, à l'inverse de 2001, les défauts de livraison ont concerné les TAH aussi bien que les titres du Trésor EU. Toutefois, après l'introduction de la « livraison garantie », mi-septembre, pour certaines pensions qui étaient souvent tarifées à des taux d'intérêt négatifs, les tensions sur le marché et les incidents de règlement ont considérablement diminué.

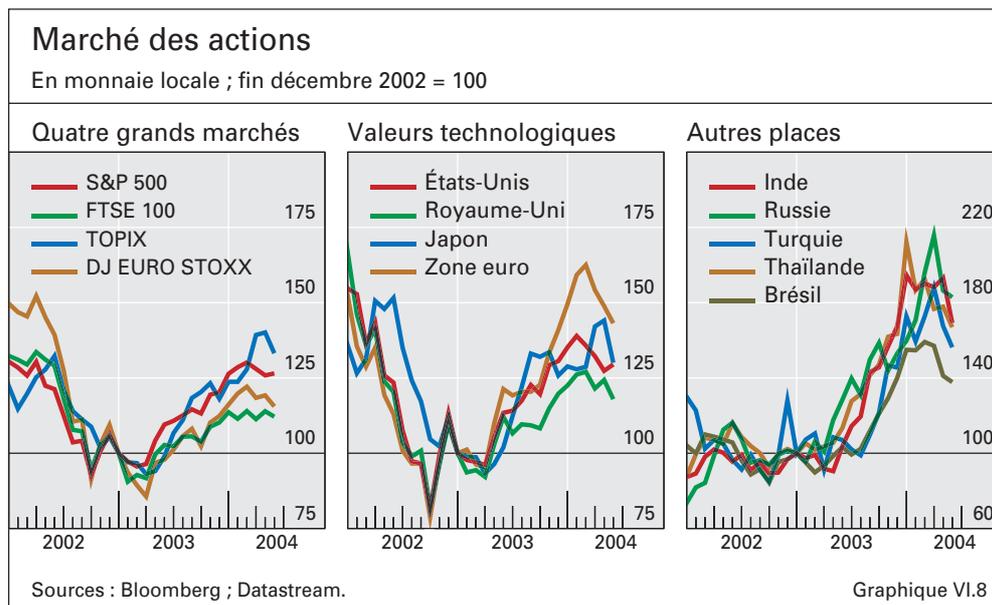
Marchés des actions et goût du risque

Les marchés des actions se sont orientés à la hausse, après trois années de repli – depuis avril 2000, la capitalisation avait perdu \$13 000 milliards. Amorcé en mars 2003, le redressement s'est poursuivi presque sans interruption pendant un an. Sur les douze mois se terminant en mars 2004, les Bourses ont regagné \$10 000 milliards. Au sein des principales économies, c'est la zone euro qui a enregistré la progression la plus sensible : 52 %, en monnaie de libellé, pour l'indice DJ EURO STOXX (graphique VI.8). Les places de New York et de Tokyo ont également connu des hausses impressionnantes : 37 % et 43 % respectivement pour les indices S&P 500 et TOPIX. Parmi les pays les plus performants figurent le Brésil, l'Inde, la Russie, la Thaïlande et la Turquie, qui ont tous affiché des gains supérieurs à 100 % en monnaie locale. De même qu'il avait précipité la baisse, le secteur technologique a mené la hausse. Celle-ci ne s'est interrompue qu'en avril 2004, les investisseurs à travers le monde se préoccupant soudain des perspectives de relèvement des taux aux États-Unis.

Fin d'une longue phase de repli...

Ce redressement général semble devoir son origine à un vif regain d'appétit des investisseurs pour le risque, qui a comprimé la prime sur actions. Ce facteur a été relayé par les perspectives de bénéfices, elles-mêmes de plus en plus étayées par les résultats annoncés et par les données sur l'économie mondiale. Le mouvement a pris fin aussi soudainement qu'il était apparu. L'engouement pour le risque est retombé et les chiffres de l'emploi aux États-Unis, qui auraient normalement dû le stimuler, ont eu l'effet inverse,

...avec un regain d'appétit pour le risque...



sans doute par crainte qu'ils n'entraînent rapidement un durcissement monétaire. Cela souligne à nouveau l'importance des modalités d'inflexion de la politique de la Réserve fédérale (chapitre IV).

Rôle des fondamentaux

...et sans lien identifiable avec une annonce macroéconomique

De même qu'aucune annonce macroéconomique identifiable n'est à l'origine de l'effondrement des indices boursiers en avril 2000, aucune information spécifique ne permet d'expliquer leur retournement près de trois ans plus tard. La reprise s'est amorcée le 12 mars 2003, une semaine avant le début de la guerre en Irak. Les investisseurs semblent avoir d'abord réagi non pas tant aux conséquences économiques possibles du conflit qu'à l'anticipation d'une répétition de janvier 1991, quand les cours des actions s'étaient envolés au commencement de la guerre du Golfe. Dans cette optique, ils ont procédé à des achats dès mars 2003, sans attendre l'ouverture des hostilités. Le redressement s'est poursuivi en avril, les combats semblant promis à une fin rapide et les investisseurs percevant une diminution du risque géopolitique. Ce n'est que fin avril, lorsque plusieurs entreprises ont publié de solides bénéfices, que les marchés se sont de nouveau concentrés sur les fondamentaux.

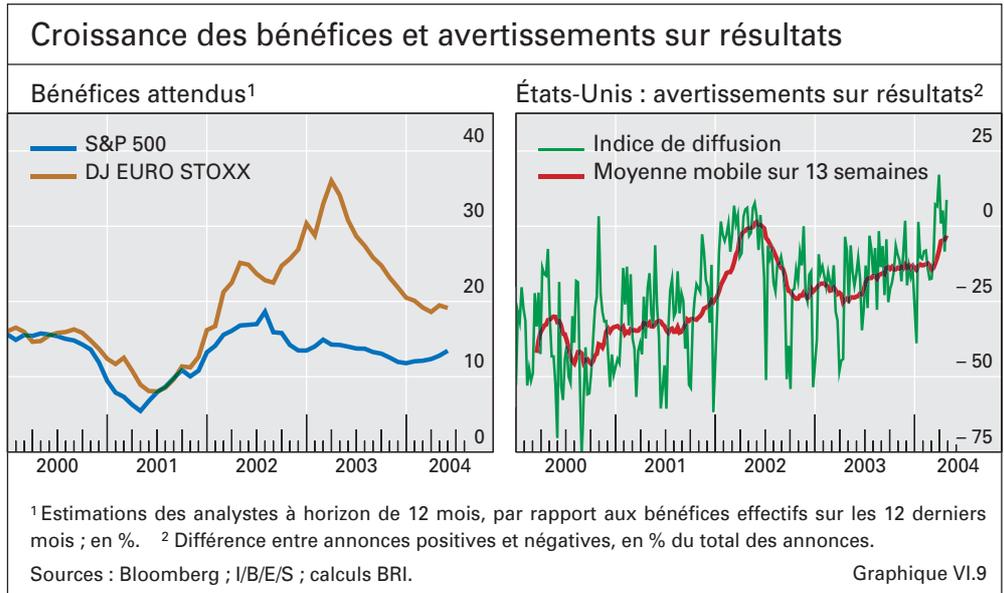
Effet différé du bas niveau des taux directeurs

La politique expansionniste suivie par les principales banques centrales a sans nul doute contribué au redressement des actions, mais avec un important retard. Le dernier cycle de détente dans la zone euro et aux États-Unis a commencé début 2001. Au Japon, la période d'« assouplissement quantitatif » qui a ramené les taux au plancher zéro a débuté en mars 2001. Il a donc fallu quelque deux ans au marché pour en ressentir leurs effets. En 1991, en revanche, la hausse des cours s'était produite aux États-Unis environ trois mois après l'abaissement des taux directeurs, et, en 1995, la réaction n'avait pas pris un mois. En 2004, la simple anticipation d'un relèvement des taux a interrompu la hausse.

Après plusieurs « faux départs »...

Dans une large mesure, la publication de données économiques fondamentales, en 2003, n'a fait que corroborer ce que les marchés semblaient avoir déjà intégré dans les cours. De pareils élans d'optimisme, les deux années précédentes, n'avaient pas été validés de la sorte. Pendant la longue phase de repli du marché, il y eut ainsi plusieurs « faux départs », notamment en avril-mai 2001, puis en octobre-novembre 2002 : de vifs rebonds ont tourné court, en l'absence de données venant confirmer la croissance des bénéfices et de l'activité. En 2003, les nouvelles positives sont bel et bien arrivées et le redressement s'est inscrit dans la durée.

L'optimisme des investisseurs s'est d'abord appuyé sur les résultats encourageants d'entreprises américaines et européennes et sur les chiffres positifs concernant l'activité au Japon. Aux États-Unis, les bénéfices des sociétés phares ont, dès avril 2003, dépassé constamment les prévisions. En Europe, alors que les analystes revoyaient à la baisse leurs projections d'ensemble (graphique VI.9), les marchés ont semblé privilégier les bons résultats en provenance des secteurs de la technologie, des banques et des assurances. Aux États-Unis comme en Europe, les entreprises elles-mêmes restaient prudentes quant à la vigueur de la reprise et annonçaient,



conjointement à leurs résultats, des perspectives de bénéfices majoritairement en baisse. Ce sont néanmoins les déclarations optimistes de sociétés comme AOL, Cisco et Microsoft, aux États-Unis, et Nokia, Philips et Siemens, en Europe, qui ont retenu l'attention. Au Japon, des données macroéconomiques bien au-delà des attentes ont contribué à une progression de près de 20 % du TOPIX entre juin et août. Les cours des actions ont bondi suite à la publication de l'enquête *Tankan*, le 4 juillet, et des chiffres du PIB pour le deuxième trimestre, le 12 août. Fin août, les analystes ont revu en hausse leurs prévisions de croissance pour les économies américaine et japonaise.

...les investisseurs ont réagi à des informations optimistes

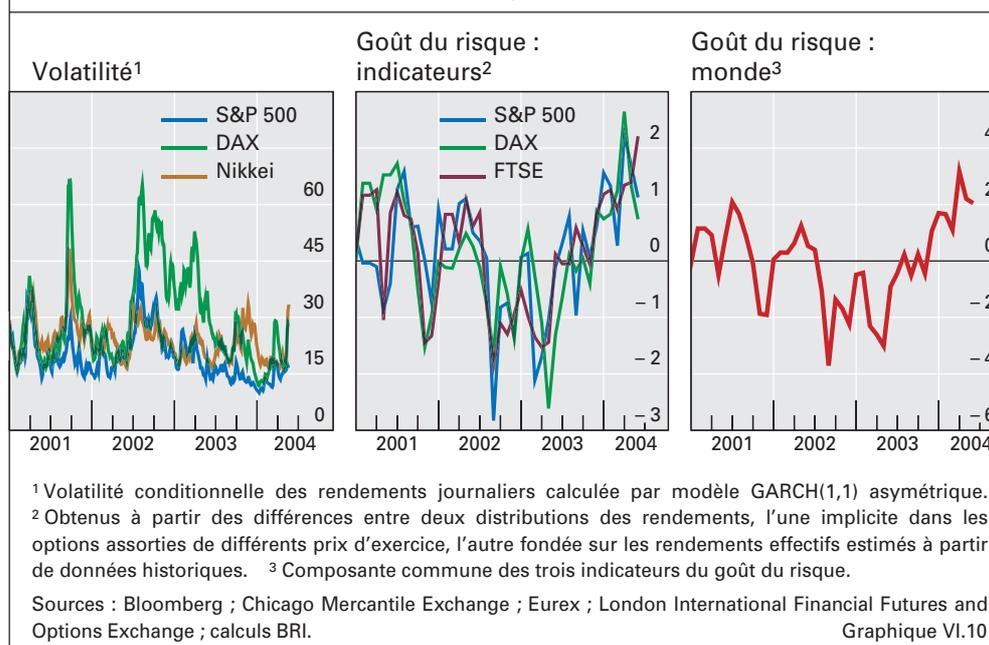
Rôle du goût des investisseurs pour le risque

Le redressement des marchés mondiaux a tenu, pour une bonne part, au repli prolongé des primes de risque sur actions, qui reflètent à la fois le *risque sous-jacent* perçu par les investisseurs et le *prix* qu'ils attribuent à ce risque. Au cours de la période analysée, le risque perçu a eu tendance à diminuer. Mesuré par la volatilité des rendements, il avait atteint un sommet à la suite des attentats du 11 septembre 2001 (graphique VI.10, cadre de gauche). La volatilité était remontée au moment des révélations sur le retraitement par WorldCom de ses résultats, fin juin 2002, et de nouveau à la veille de la guerre en Irak, début 2003. Depuis, elle est restée relativement modérée.

Bien qu'amorcé en mars 2003, c'est-à-dire en période de risque sous-jacent généralement faible et en recul, le redressement des marchés des actions semble avoir été porté par un regain spectaculaire du goût des investisseurs pour le risque, et donc par un recul correspondant de sa valorisation. La tarification des options sur indice boursier peut servir d'indicateur de ce goût du risque. La logique est que les investisseurs seraient disposés à payer un prix plus élevé pour une option qui les protégerait d'une évolution défavorable du cours que pour une option leur permettant de tirer

Les options sur indice boursier révèlent une tolérance accrue au risque...

Marché des actions : volatilité et goût du risque



parti d'une évolution favorable, à degré de probabilité égal. Leur propension à payer une telle protection varie dans le temps. Le goût du risque ainsi mesuré tendant à évoluer en parallèle sur les différents marchés (graphique VI.10, cadre du milieu), il est donc possible de calculer une valeur générale à partir du mouvement commun à ces différents indicateurs. Des estimations sur la base des options S&P 500, DAX et FTSE montrent que la tolérance mondiale au risque a amorcé une hausse en mars 2003, avant le déclenchement de la guerre en Irak, et a continué d'augmenter pendant le reste de la période analysée (graphique VI.10, cadre de droite). En février 2004, la prime de risque sur actions était tombée à des niveaux sans doute insuffisants pour compenser des pertes éventuelles.

Il est difficile d'identifier les facteurs susceptibles de réduire la tolérance au risque. L'événement majeur depuis 2001 aura évidemment été le retraitement des résultats de WorldCom, mi-2002 ; l'escalade vers la guerre en Irak, début 2003, a également joué un rôle important, tout comme les attentats de Madrid, en mars 2004. En revanche, l'affaire Parmalat, fin 2003, semble être restée sans effet. Il convient de remarquer que les annonces macroéconomiques, telles que la publication de chiffres des emplois non agricoles aux États-Unis étonnamment bas, n'ont guère eu d'incidence perceptible sur la tolérance au risque sur les marchés des actions.

Marchés des obligations d'entreprises et risque de crédit

Sur les marchés des obligations d'entreprises, pareillement, une amélioration des données fondamentales et un regain du goût des investisseurs pour le risque ont contribué à un retour spectaculaire de la confiance à partir d'octobre 2002. Durant la période de dix-huit mois jusqu'en mai 2004, les primes sur

...sensible à des événements inhabituels

obligations d'entreprises BBB (par rapport aux titres d'État) se sont resserrées de plus de 200 points de base dans le compartiment du dollar, pour revenir à 130 points de base – soit 50 points de base seulement au-dessus du plancher atteint vers la fin du précédent cycle, en juillet 1997 (graphique VI.11). Parallèlement, le volume des émissions a vivement progressé, en particulier pour les titres moins bien notés (graphique VI.12).

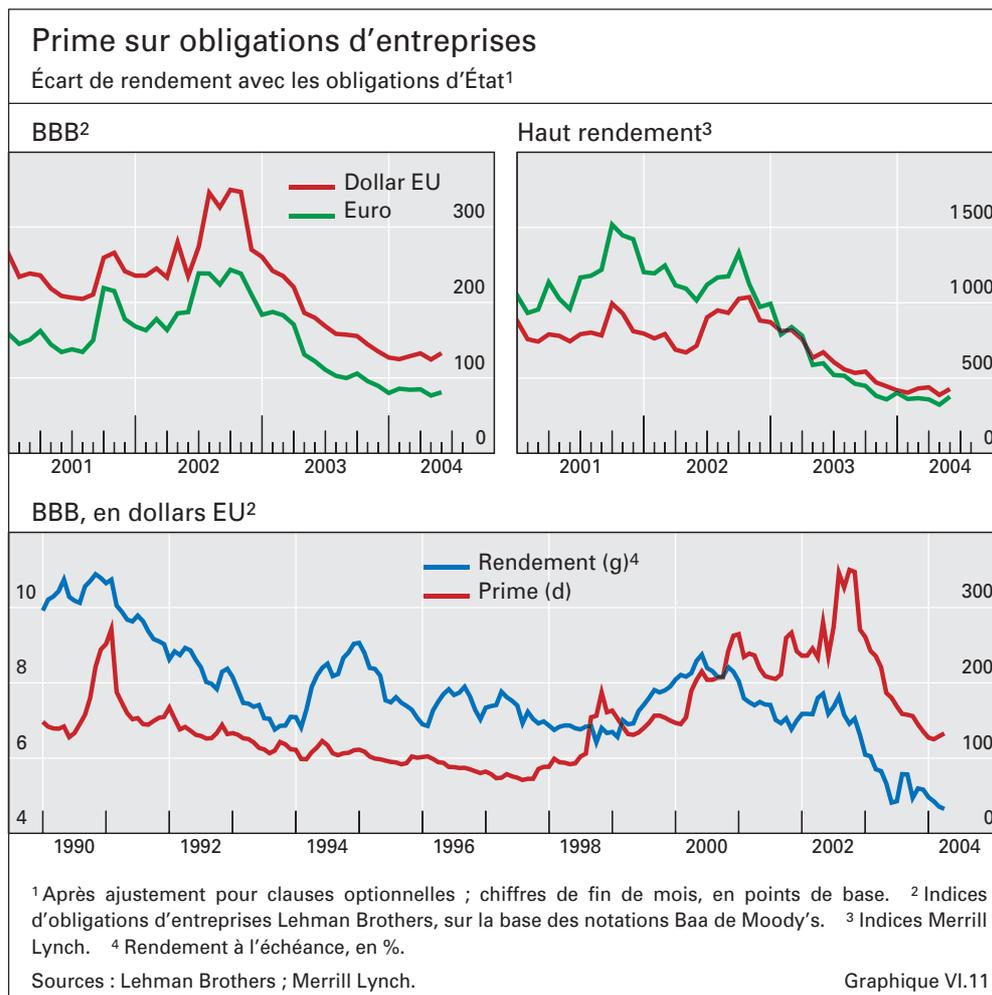
Amélioration des données fondamentales

La remontée des obligations d'entreprises s'est nourrie de signes d'amélioration de la qualité de crédit. Les défauts et les rétrogradations, qui s'étaient multipliés entre 1998 et 2001, ont notablement diminué en 2003 (77 cas), après leur pic de 2001 (184 cas). Alors que, d'après les chiffres de Standard & Poor's, les déclassements de sociétés américaines étaient encore plus nombreux que les rehaussements de crédit en 2003, leur poids relatif est revenu de 82 % (en 2002) à 74 %. Au Japon, les rehaussements l'ont même légèrement emporté.

Signes d'amélioration de la qualité de crédit...

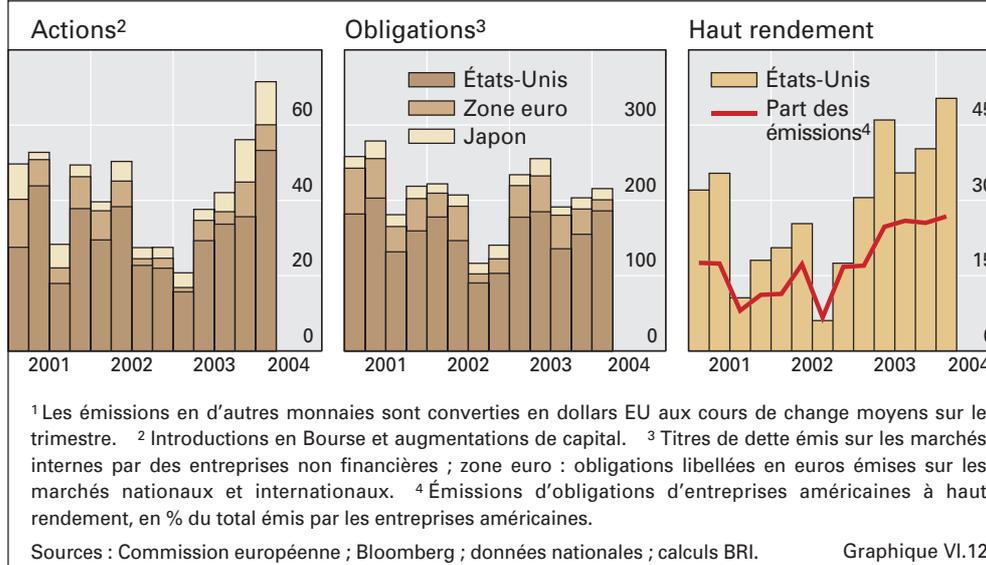
Aux États-Unis, une amélioration de la rentabilité des entreprises a contribué à un repli significatif du ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie – qui sert fréquemment d'indicateur précurseur de difficultés (graphique VI.13). Au début des années 90, cette diminution avait surtout résulté de la réduction

...en particulier aux États-Unis...



Financement sur les marchés des capitaux

Émissions brutes, en milliards de dollars EU¹



des taux ; en 2001–03, par contre, ce sont les excédents d'exploitation qui ont joué le plus grand rôle. L'incidence de la baisse des taux a été largement contrebalancée par les effets d'un report sur le long terme : pour la troisième année consécutive, les entreprises ont, en 2003, refinancé sur les marchés obligataires leur dette bancaire à court terme et leur papier commercial, atténuant ainsi leur sensibilité aux taux. Certaines ont également profité du redressement boursier pour lever de nouveaux capitaux afin de réduire leur ratio endettement/fonds propres (graphique VI.12). En conséquence, l'endettement rapporté aux flux de trésorerie est revenu à un niveau proche de sa moyenne des années 90, bien que la dette elle-même ait continué de progresser.

...et au Japon

Contrairement à leurs homologues américaines, les sociétés non financières japonaises ont davantage remboursé qu'emprunté pour la huitième année de suite. Leur ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie est donc resté exceptionnellement faible, s'établissant à plus de 20 points en deçà du pic de 1991. La baisse des taux d'intérêt a été le principal facteur de ce recul, mais ses effets sont demeurés limités en 2003.

Désendettement
moins net
en Europe

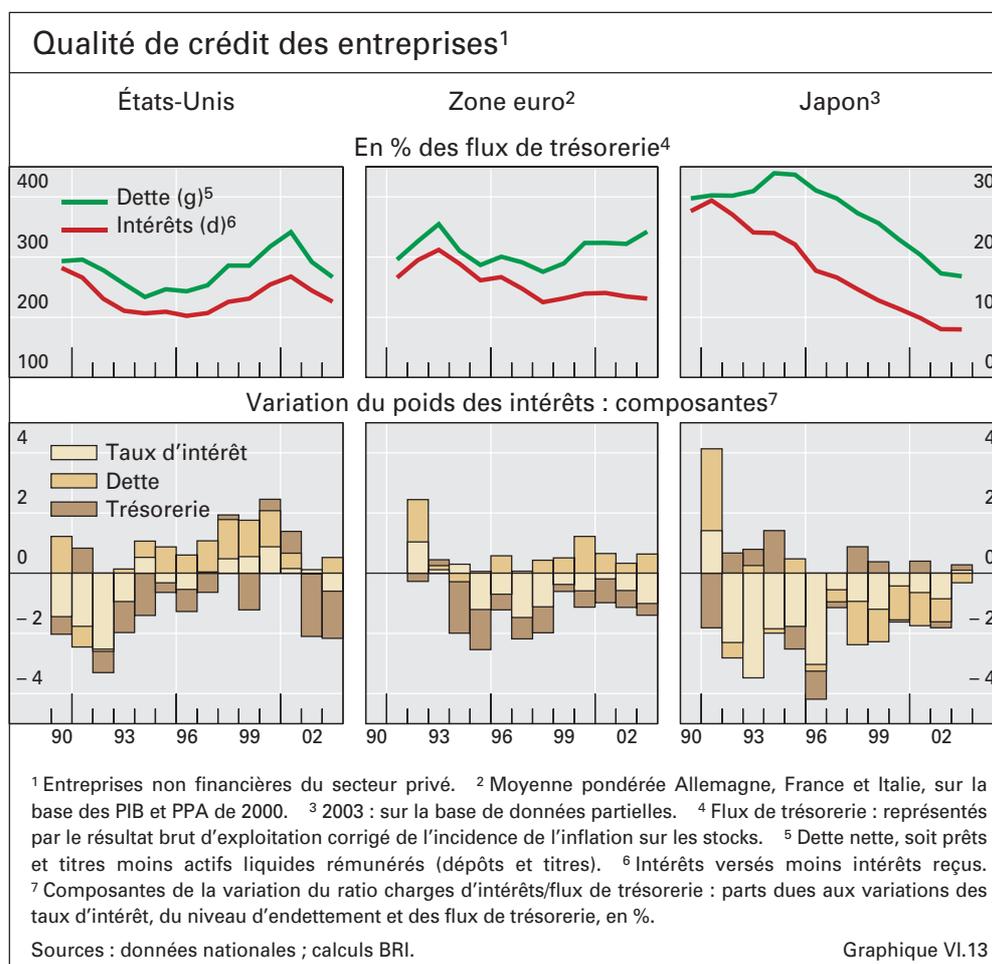
Le désendettement a été moins net dans la zone euro. Malgré des progrès dans certains secteurs, principalement les télécommunications, la dette a augmenté davantage que les flux de trésorerie en 2003, notamment par manque de vigueur de la reprise. En Allemagne, tout particulièrement, rares ont été les signes de désendettement. Réduction des taux et hausse de la dette se sont compensées. Pourtant, du fait de leur fort endettement, les entreprises de la zone euro semblent plus exposées que celles des autres régions à une augmentation des coûts de financement. Malgré cela, les primes sur obligations d'entreprises libellées en euros ont suivi de près celles du compartiment du dollar, se resserrant de 160 points de base entre octobre 2002 et mai 2004 (graphique VI.11).

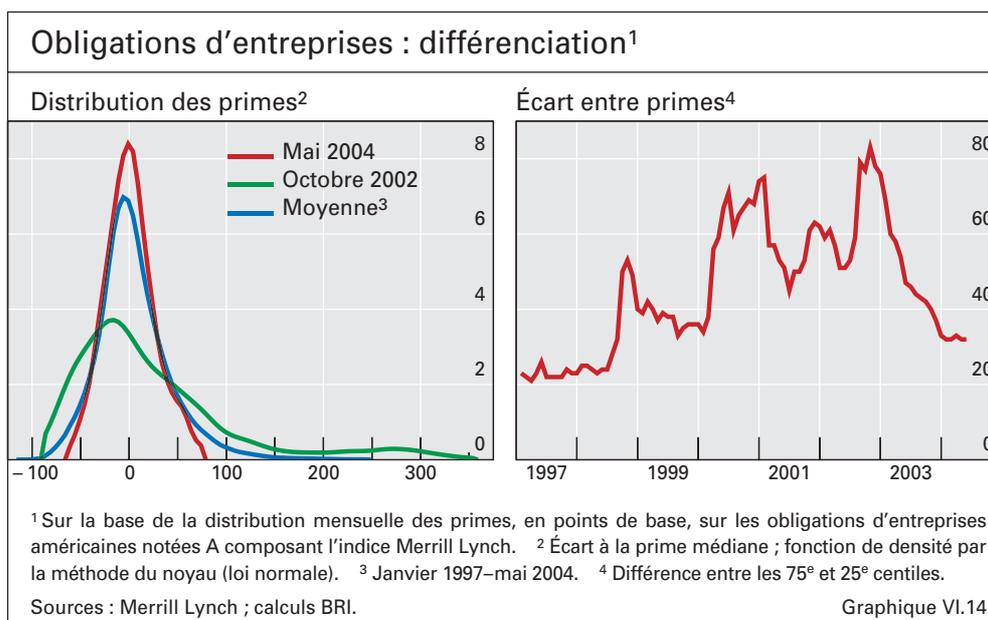
Retour du goût pour le risque

Avec les signes d'amélioration de la qualité de crédit, la prime de risque exigée par les investisseurs pour les obligations d'entreprises est redescendue de son niveau élevé de mi-2002. Si l'affaire WorldCom les a sensibilisés au risque de déclasserement et alertés sur les irrégularités dans la gouvernance d'entreprise, leur faible réaction est symptomatique d'un changement d'attitude face au risque en 2003. La faillite de Parmalat, conglomérat alimentaire italien, en décembre, aurait pu déclencher une chute généralisée du marché ; les pertes subies par les détenteurs de ses obligations ont peut-être été supérieures à celles des créanciers d'Enron, ou même de WorldCom. Pourtant, il n'y a guère eu d'effet de contagion, la moindre fréquence des défauts et déclasserements confortant les investisseurs dans leur impression qu'il s'agissait de cas isolés.

Fin 2003, les investisseurs se sont montrés disposés à assumer un risque de crédit plus important, sans tenir compte, apparemment, du risque de défaut sous-jacent. Le faible niveau des rendements nominaux a amené des investisseurs habituellement plus prudents à se porter sur les obligations d'entreprises et des économies émergentes, mieux rémunérées (infra). Cette quête de rendement est particulièrement évidente sur le marché des obligations d'entreprises à haut risque, pour lesquelles les taux s'amenuisaient alors même que les émissions se multipliaient (graphiques VI.11 et VI.12). Au

La quête de rendement réduit les primes...





...ainsi que la différenciation au sein d'une même catégorie

second semestre 2003 et début 2004, les émissions d'emprunteurs notées BB ou en deçà représentaient un peu plus du quart des obligations d'entreprises aux États-Unis, soit le double de leur part en 2001–02.

Signe supplémentaire de cette quête de rendement au détriment de l'évaluation du risque, la distribution des primes indique une moindre différenciation au sein d'une catégorie de notation (graphique VI.14). Alors qu'en octobre 2002 les investisseurs distinguaient soigneusement, à notation égale, les entreprises susceptibles d'être déclassées de celles jugées plus solvables, les primes étaient beaucoup plus regroupées en mai 2004. Dans la catégorie A, par exemple, les queues de distribution s'étaient nettement contractées, même par rapport à leur moyenne de longue période. En outre, la dispersion des primes pour les émetteurs A (sur la base de leur distribution entre les 75^e et 25^e centiles) n'avait jamais été aussi réduite depuis mi-1998. Elle est toutefois restée supérieure aux niveaux de 1997 et du premier semestre 1998, lorsque les investisseurs obligataires prisaient particulièrement les stratégies à fort effet de levier destinées à exploiter les anomalies apparentes dans la configuration des marges de crédit.

Marché de la dette extérieure des économies émergentes

Les économies émergentes ont largement bénéficié de l'amélioration des conditions macroéconomiques mondiales, conjuguée à un retour du goût des investisseurs pour le risque. Les primes sur leurs obligations libellées en dollars ont diminué de plus de 500 points de base entre octobre 2002 et janvier 2004. Elles sont fortement remontées en avril 2004, mais n'étaient guère supérieures, en mai, aux creux de mi-1997 (graphique VI.15). Parallèlement, les émissions ont atteint leur plus haut niveau depuis 1997. Les débiteurs les moins bien notés ont été très actifs : la part des émissions notées B ou en deçà, en faveur du Brésil et de la Turquie notamment, est passée de 18 % du total en 2002 à 33 % en 2003. Même les émetteurs souverains ayant récemment fait

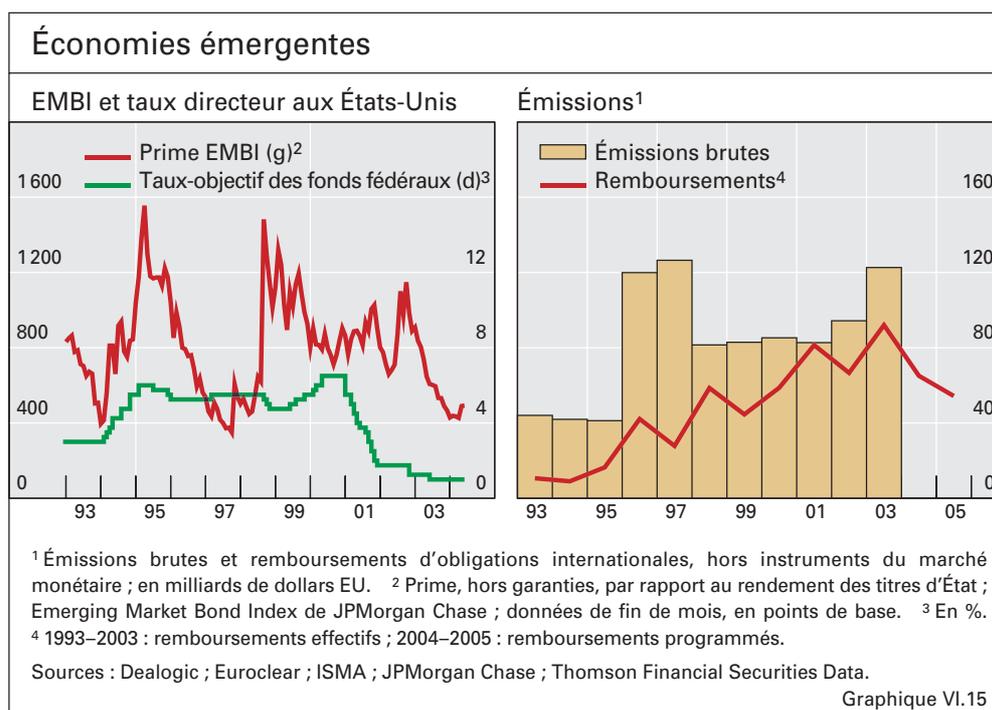
défaut sur une partie de leur dette extérieure, en particulier l'Indonésie et le Pakistan, ont aisément obtenu des fonds.

Sensibilité à l'évolution des conditions financières

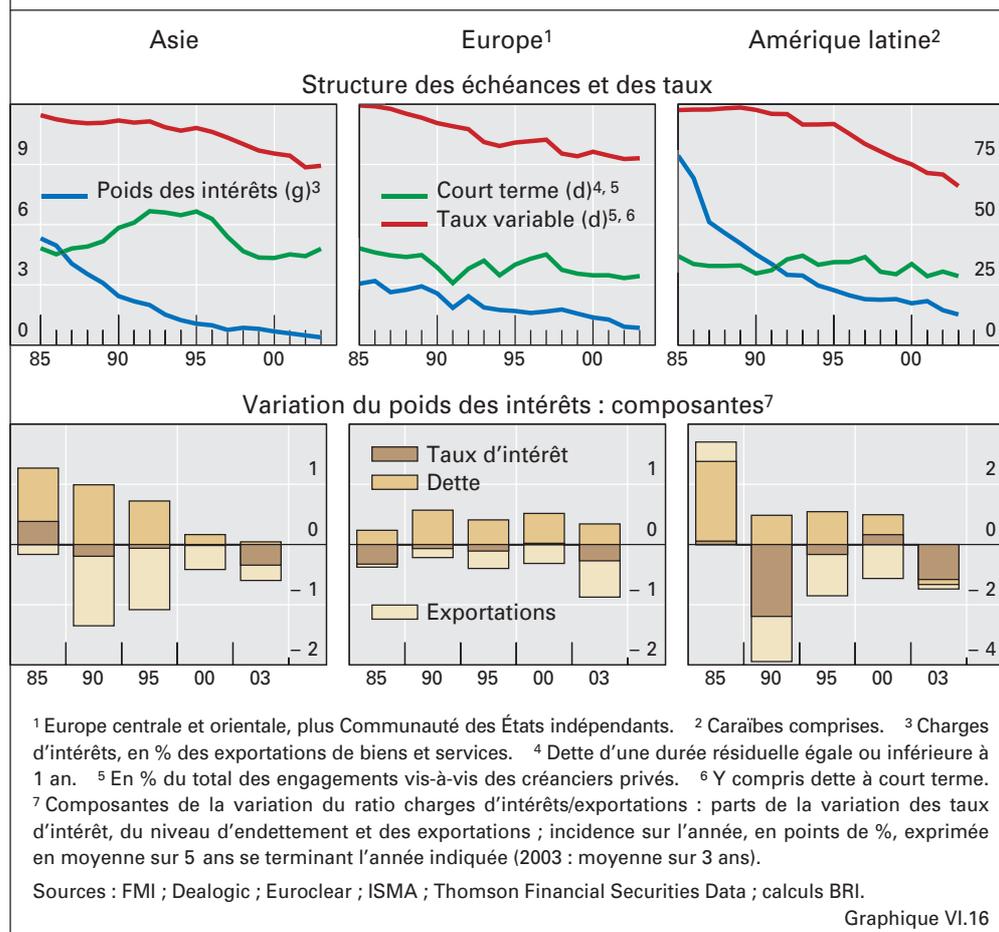
Si la quête de rendement a clairement favorisé la diminution des primes, celle-ci a également bénéficié, bien souvent, d'une amélioration des fondamentaux. Les relèvements de notations par Standard & Poor's en 2003 ont été plus nombreux que les déclassements, pour la première fois depuis 1996. Le plus spectaculaire aura été la promotion de la Russie dans la catégorie « investissement » (BBB et plus) décidée par Moody's en octobre 2003, à peine plus de cinq ans après le moratoire. Les primes sur la dette russe en dollars étaient d'ailleurs depuis plus d'un an au niveau correspondant à cette catégorie et, fin 2003, elles étaient comparables à celles de nombreux émetteurs souverains notés A.

Amélioration des fondamentaux dans nombre d'économies émergentes

Les économies émergentes sont bien souvent devenues moins sensibles à l'évolution des conditions financières sur les marchés internationaux. Contrairement à la situation du début des années 80, période où nombre de pays lourdement endettés ont fait défaut, ou à celle de 1994, quand le Mexique a rencontré de graves difficultés financières, un relèvement des taux directeurs dans les grandes économies ne devrait pas avoir de répercussion majeure. Le risque de taux d'intérêt est certes toujours présent. L'ample réduction des taux directeurs américains en 2001-03 a davantage contribué à abaisser les charges d'intérêts que ne l'ont fait la diminution de l'endettement ou la croissance des exportations, surtout pour l'Amérique latine (graphique VI.16). Les déséquilibres externes sont toutefois moins prononcés maintenant et les réserves de change plus élevées qu'au cours des phases antérieures de durcissement des conditions de la liquidité mondiale (chapitres III et V).



Économies émergentes : dette extérieure



Les économies émergentes sont moins exposées au risque de taux...

De plus, les emprunteurs des économies émergentes sont moins exposés au risque de taux. La part du court terme (échéances résiduelles) dans le total dû à des créanciers privés est revenue de 40 % au début des années 90 à moins de 30 % fin 2003. L'encours à taux variable (en y incluant la dette à court terme) est tombé de près de 100 % du total à moins de 70 % sur la même période, les débiteurs ayant substitué des émissions obligataires aux emprunts bancaires suite à la conversion en obligations Brady durant la première moitié des années 90. (Avec la dette à l'égard des créanciers publics, la composante à taux variable est toutefois supérieure.) L'Asie est davantage tributaire de la dette à court terme, mais cette situation reflète, pour un endettement extérieur moindre, une proportion plus importante de crédits commerciaux ; c'est la seule région où la part du compartiment court (prêts bancaires essentiellement) s'est accrue en 2003 ; ailleurs, elle a été réduite grâce aux conditions favorables sur les marchés.

...mais restent vulnérables aux variations des primes

Si le report de l'emprunt bancaire (à taux variable) vers la dette obligataire (à taux fixe) diminue l'exposition au risque de taux, il n'élimine pas le risque de financement. Les primes des économies émergentes sont plus volatiles que leurs sous-jacents et peuvent parfois être si élevées qu'elles ferment le marché à certains débiteurs – comme ce fut le cas pour le Brésil mi-2002. Il peut en résulter de graves problèmes de liquidité pour les pays ayant de grands

besoins de financement. Les remboursements de la dette à long terme devraient diminuer légèrement en 2004 et 2005, ce qui contribuera à atténuer les problèmes de liquidité en cas d'élargissement des marges (graphique VI.15), mais plusieurs pays lourdement endettés, notamment le Brésil et la Turquie, auront d'importantes échéances.

Le climat s'est détérioré début 2004, après l'indication que la Réserve fédérale pourrait infléchir son orientation monétaire plus tôt que prévu. En avril-mai 2004, les marges sur les signatures des économies émergentes ont connu leur plus forte hausse depuis mi-2002, la prime EMBI augmentant de quelque 100 points en seulement quatre semaines. Les fonds spéculatifs et autres intervenants à effet de levier y ont fortement contribué en dénouant soudain leurs positions par priorité sur ces marchés, le compartiment des entreprises américaines à haut risque n'étant pas aussi touché. Dans la mesure où ces acteurs se sont retirés, la corrélation positive entre variation des primes et modification des anticipations de taux directeurs américains pourrait s'affaiblir. Il n'en reste pas moins que les conditions de financement pourraient à nouveau se durcir prochainement en cas d'aversion pour le risque ou de dégradation macroéconomique chez les émetteurs.

La perspective d'un durcissement monétaire américain provoque un renversement début 2004

Restructurations de dette

Certains emprunteurs n'ont pas seulement cherché à réduire leur exposition aux crises ; ils se sont également efforcés d'améliorer le processus de règlement des difficultés de paiement en cas de crise. En février 2003, le Mexique a été le premier souverain des économies émergentes à incorporer des clauses d'action collective (CAC) dans ses obligations émises dans le cadre juridique de l'État de New York. Il a été suivi peu après par le Brésil et d'autres grands emprunteurs. Alors que, parmi les émissions souveraines régies par le droit de l'État de New York, aucune ne comportait de CAC en 2002, la moitié environ en contenaient en 2003. Les CAC sont destinées à faciliter le règlement des difficultés de paiement en empêchant les petits porteurs de bloquer les restructurations approuvées par la majorité des créanciers. Leur introduction avait été préconisée après la crise de la dette mexicaine de 1994 et s'est trouvée encouragée par leur acceptation au sein du G 10 .

Alors même que les obligations des économies émergentes bénéficiaient de conditions favorables, le défaut de l'Argentine a rappelé avec force aux investisseurs internationaux les risques que comportent ces instruments. Les négociations ont été retardées par les difficultés des créanciers à s'entendre sur leur représentation – amplifiées par l'absence de CAC dans nombre d'obligations en défaut et par le fait qu'une importante proportion était détenue par des résidents argentins. Elles vont vraisemblablement se prolonger en raison d'un désaccord sur la capacité de paiement du gouvernement. D'un côté, celui-ci met l'accent sur la fragilité de la reprise et l'ampleur des problèmes sociaux pour proposer une réduction de 75 % de la dette nominale et l'exonération partielle des arriérés d'intérêts. De l'autre, les créanciers soulignent la vigueur de l'économie et l'amélioration des comptes publics pour justifier leur demande d'un taux de recouvrement plus élevé.

La restructuration de la dette de l'Argentine a progressé lentement...

...mais sera, faut-il espérer, plus rapide que celles des années 80

Dans les années 80, les restructurations étaient généralement d'une autre nature. Elles étaient précédées d'une série de rééchelonnements, les banques cherchant, en renouvelant les crédits à échéance, à éviter de comptabiliser une perte au titre du principal. À l'inverse, lors des négociations plus récentes avec la Russie, l'Équateur et d'autres émetteurs souverains en situation de défaut, les investisseurs se sont montrés plus disposés à accepter une décote. Cette différence de comportement s'explique en partie par les règles comptables. Alors que les banques ont une certaine latitude sur le moment où elles comptabilisent leurs pertes sur prêts, les investisseurs sont souvent tenus d'actualiser chaque jour leurs portefeuilles à la valeur de marché et, par là, de constater immédiatement toute perte. Les investisseurs en titres à revenu fixe – qui détiennent l'essentiel de la dette argentine – sont donc davantage incités que les banques à accepter une restructuration globale. Si huit années se sont écoulées entre le moratoire sur la dette du Mexique en août 1982 et la mise en œuvre du plan Brady en mars 1990, la Russie a conclu un accord avec ses détenteurs d'obligations deux ans seulement après s'être trouvée en situation de défaut, et l'Équateur en moins d'un an.

Causes et conséquences de la quête de rendement

La quête de rendement qui a réduit les primes sur les obligations d'entreprises et d'économies émergentes est surtout due à la conjonction de deux éléments. Premièrement, de nombreux investisseurs ont délaissé les grandes signatures d'État en faveur de titres mieux rémunérés mais aussi plus risqués, afin d'atteindre le rendement nominal qu'ils avaient obtenu en période de taux plus élevés. Deuxièmement, les gestionnaires ont souvent recherché de tels instruments dans le cadre de montages de titres adossés à des créances (TAC), pour tirer parti du fait que leurs primes restaient nettement supérieures au niveau correspondant aux pertes attendues sur défaut.

Objectifs en termes de rendement nominal

Les investisseurs ont tardé à ajuster leur objectif de rendement nominal...

Pour diverses raisons, de nombreux investisseurs n'ont pas ajusté leur objectif de rendement nominal aux nouvelles conditions du marché, ou ils ont tardé à le faire. Face à des rendements extrêmement bas sur titres d'État très bien notés en 2003, ils se sont tournés, début 2004, vers les obligations d'entreprises et la dette des économies émergentes, dans l'espoir de maintenir leur rentabilité globale.

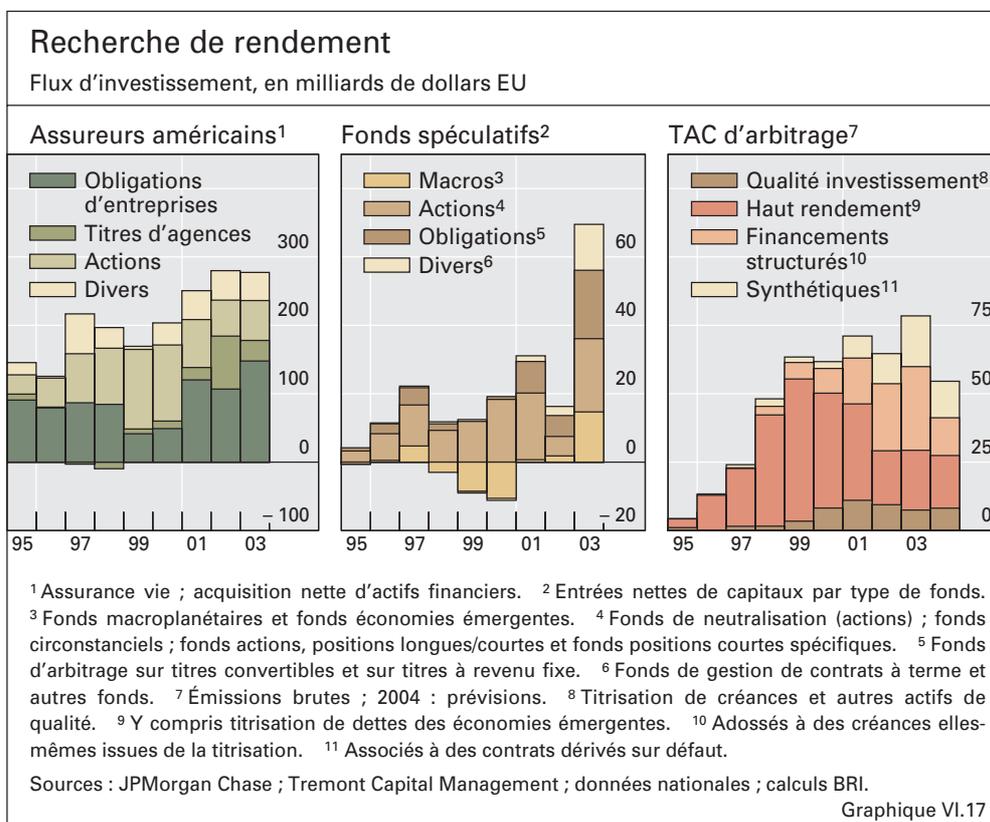
...en raison de facteurs psychologiques...

Il est possible que leur refus d'ajuster leur objectif nominal en période de baisse des taux d'intérêt réponde à des facteurs psychologiques bien connus en finance comportementale : « myopie sélective », ou non-prise en compte d'autres éléments – par exemple, refus de reconnaître que la baisse des taux nominaux était due en grande partie au recul des anticipations d'inflation ; « préférence pour le statu quo », ou maintien des objectifs de rendement, en minimisant leurs inconvénients par rapport à d'autres choix.

Des contraintes institutionnelles ou réglementaires ont également pu inciter les investisseurs à conserver leur objectif nominal. Les sociétés

d'assurance vie et les fonds de pension gèrent leurs actifs en fonction de leurs passifs, qui, dans certains pays, sont assortis d'un rendement minimum garanti ; ce dernier peut être fixé par la loi, comme en Suisse (où les actifs d'un plan de retraite à cotisations définies doivent être rémunérés à un taux d'intérêt minimum), ou de manière contractuelle, comme au Japon et au Royaume-Uni (où les sociétés d'assurance vie ont proposé des taux de rente garantis dans les années 70 et 80). Après une période de baisse des taux d'intérêt, les taux garantis ont commencé à dépasser les rendements des titres d'État les mieux notés, ce qui a amené ces investisseurs institutionnels à se porter sur des instruments mieux rémunérés, et donc plus risqués.

Même dans les pays ne connaissant pas ces taux garantis, les variations de la valeur des passifs ont eu tendance à favoriser la recherche du risque. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux d'actualisation des exigibilités des fonds de pension à prestations définies est lié aux taux du marché, dont la baisse peut alors entraîner une forte augmentation des passifs. Compte tenu des moins-values enregistrées entre 2001 et 2003 sur leurs portefeuilles d'actions, les sociétés d'assurances et fonds de pension, désireux de mieux équilibrer leur bilan, se sont reportés sur les instruments à revenu fixe mieux rémunérés. Aux États-Unis, les achats ont essentiellement concerné les titres des entreprises et des agences fédérales (graphique VI.17). Les investisseurs institutionnels se sont également tournés massivement vers les fonds spéculatifs, qui ont généralement obtenu de très bons résultats ces dernières années, attirant ainsi une collecte record en 2003.



Rôle des TAC d'arbitrage

Contrairement aux autres investisseurs, les gestionnaires de TAC d'arbitrage ont été motivés non par la faiblesse des taux d'intérêt sur leurs actifs traditionnels, mais par les primes substantielles sur les créances moins bien notées. Le montage de TAC d'arbitrage permet aux gestionnaires de tirer parti du fait que ces primes couvrent très largement les pertes attendues en cas de défaut. En effet, la structure rassemble des sous-jacents de notation inférieure pour constituer un fonds de créances en contrepartie duquel plusieurs tranches d'obligations sont émises, notées AAA pour l'essentiel. Les tranches les moins bien notées sont les premières à absorber les pertes, protégeant ainsi les tranches AAA. Le montant de la protection requise dépend des pertes attendues, des corrélations de défaut estimées et de la diversification du fonds.

Les structures d'arbitrage ont contribué à la baisse des primes

Même lorsqu'elles se sont resserrées en 2003, les primes sont restées suffisamment importantes pour favoriser une augmentation des émissions de TAC d'arbitrage, et plus les gestionnaires étaient demandeurs de sous-jacents, plus les primes diminuaient. Les créances les plus recherchées les premières années avaient été naturellement les titres à haut rendement, notamment d'économies émergentes (graphique VI.17). L'offre se contractant, les investisseurs se sont tournés vers des actifs mieux notés. En 2003, une bonne partie des nouveaux TAC d'arbitrage étaient adossés à des créances elles-mêmes titrisées (TAH, voire TAC), sur lesquelles les primes ne s'étaient pas encore totalement réduites. En Europe, le marché a été de plus en plus dominé par les TAC synthétiques associés à des contrats dérivés sur défaut. Début 2004, les primes étaient devenues en général si basses que les émissions de TAC d'arbitrage se sont contractées.

Conséquences de la quête de rendement

La quête de rendement pourrait mener à une prise de risque excessive...

La quête de rendement accroît la prise de risque, ce qui ne semble pas avoir été suffisamment pris en compte par tous les investisseurs. Certains la justifient par les avantages de la diversification, parfois en utilisant à mauvais escient les outils d'analyse du risque sur actions – en transposant aux obligations d'entreprises la méthode de l'écart type de la rentabilité, par exemple. Or, cette méthode, fondée sur la symétrie du risque, ne tient pas compte de l'ampleur des pertes en cas de défaut. D'autres supposent qu'il leur sera possible de dénouer leurs positions à temps, comme dans le cas des stratégies de *carry trade*. Les fonds spéculatifs et autres investisseurs à fort effet de levier auraient ainsi pris d'importantes positions en plaçant à long terme, en instruments à haut rendement, le produit d'emprunts à court terme.

...et avoir des conséquences fâcheuses

La quête de rendement a fait baisser les primes perçues par les investisseurs par rapport au risque effectif encouru. Si ces primes sont nettement inférieures aux pertes non attendues sur défaut, le processus peut avoir des conséquences dommageables pour les investisseurs et les émetteurs. Pour les premiers, des pertes exceptionnellement lourdes peuvent les mettre en difficulté s'ils sont peu habitués à gérer de tels risques. Elles peuvent également entraîner une révision de la tarification, et donc un retour à des primes élevées, c'est-à-dire une majoration des coûts de financement pour tous les emprunteurs, y compris ceux dont la qualité de crédit s'améliore.

De plus, certains débiteurs peuvent se retrouver particulièrement exposés en cas d'aversion pour le risque, qui leur fermerait brutalement l'accès au marché. Un tel revirement pourrait se produire si les rendements de référence augmentaient au point que la rentabilité des placements à faible risque se rapproche à nouveau de l'objectif des investisseurs. D'ailleurs, la hausse des primes sur les signatures souveraines des économies émergentes vers la fin de la période analysée a montré que celles-ci dépendaient du niveau général des rendements nominaux. Enfin, une mauvaise valorisation du risque peut nuire à l'efficacité économique, par le biais d'une allocation inadéquate des ressources.