

VI. Marchés financiers

Faits marquants

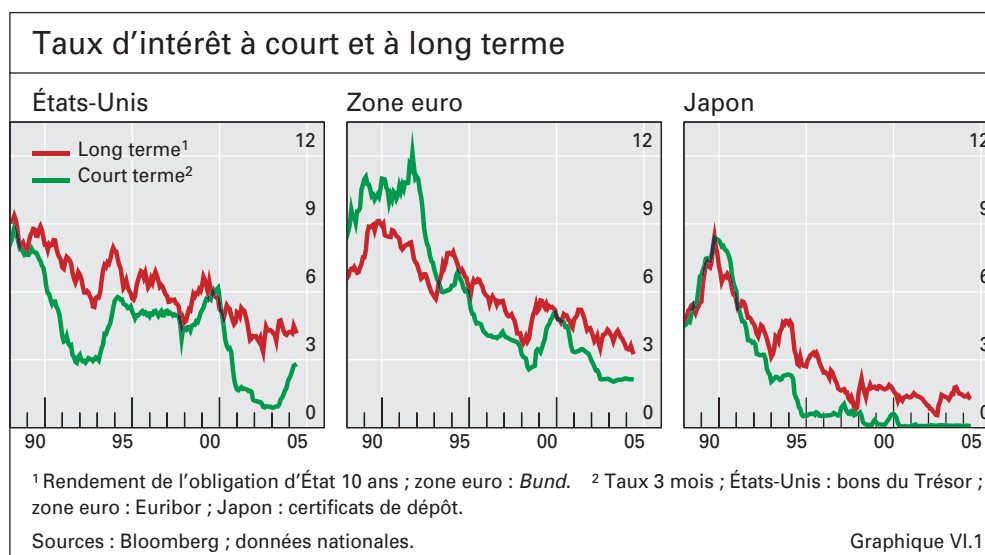
Sur l'ensemble des marchés, les conditions financières se sont assouplies pendant la période considérée, malgré le durcissement opéré par la Réserve fédérale américaine à partir de juin 2004. Même quand les taux d'intérêt à court terme ont commencé à monter aux États-Unis, les principaux taux longs ont baissé, les cours des actions ont augmenté et les marges de crédit se sont resserrées. De nombreux marchés se sont repliés en mars et avril 2005, en raison d'une aversion plus marquée pour le risque et des préoccupations suscitées par une accélération de l'inflation. À la mi-mai, cependant, les cours des obligations et des actions se situaient toujours à des niveaux plus élevés que lorsque la Réserve fédérale avait entrepris de relever ses taux.

Le resserrement des marges de crédit et la hausse des cours des actions durant la majeure partie de la période témoignent de la confiance des investisseurs au sujet des bénéfices des entreprises et des perspectives macroéconomiques. Ces dernières années, cette confiance était nourrie par l'amélioration sensible des fondamentaux. Les changements structurels qui ont joué en faveur des opérations de couverture et de la liquidité peuvent avoir contribué à la faiblesse des marges de crédit, mais les valorisations ont profité tout particulièrement du goût des investisseurs pour le risque. Cette attitude, encouragée par l'orientation durablement accommodante des politiques, a cependant fait place à une réévaluation du risque sur les instruments de dette, en mars et avril, par suite notamment de mauvaises surprises dans le secteur de l'automobile.

Le bas niveau des rendements longs, avec une économie d'apparence vigoureuse et des taux directeurs américains en hausse, a quelque peu surpris – même si les rendements ont augmenté au cours des mois précédant le relèvement des taux de la Réserve fédérale. À première vue, le repli ultérieur des rendements longs laisse penser que les investisseurs en titres d'État étaient moins optimistes à propos des fondamentaux que leurs homologues sur les marchés de la dette et des actions. La bonne tenue des anticipations d'inflation et une meilleure lisibilité de la politique monétaire expliquent en partie le bas niveau des rendements. D'autres facteurs, plus techniques, liés à l'offre et à la demande peuvent également avoir joué un rôle, sans qu'il soit vraiment possible, toutefois, d'en évaluer l'importance.

Les courbes des rendements et l'énigme des taux

Le reflux de rendements à long terme déjà bas sur les principaux marchés, malgré le changement d'orientation des taux directeurs américains, a



Le bas niveau des rendements longs malgré les relèvements des taux directeurs...

beaucoup surpris. Contrairement aux précédents épisodes de durcissement monétaire, qui s'accompagnaient d'une hausse des taux longs, les rendements du Trésor 10 ans ont enregistré un repli cumulé de 50 points de base (pb) en dix mois jusqu'à mi-mai 2005, pour s'établir à 4,12 % aux États-Unis (graphique VI.1). Ils ont également fléchi dans d'autres pays caractérisés par un durcissement monétaire, comme l'Australie, le Canada, le Royaume-Uni et la Suisse. De même, dans la zone euro et au Japon, ils ont cédé respectivement 107 pb et 49 pb de fin juin 2004 à mi-mai 2005. Ils se sont tendus un peu partout en février et mars 2005, mais brièvement et moins nettement que lors de phases antérieures similaires.

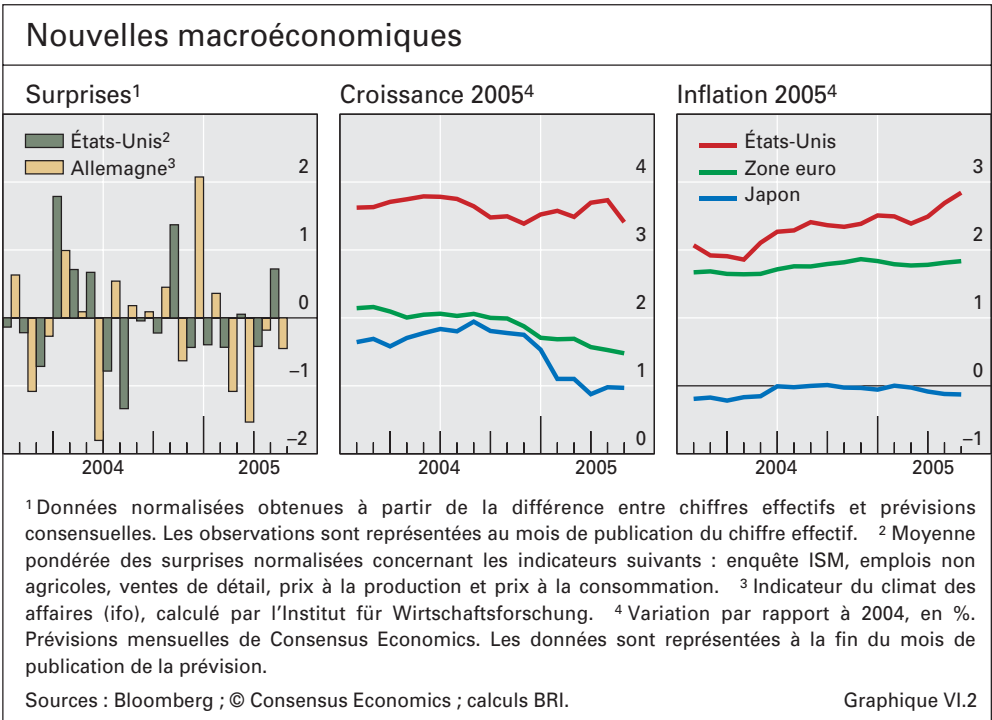
...a été particulièrement surprenant aux États-Unis

Plusieurs explications ont été avancées. La détérioration des perspectives de croissance pourrait en être la cause dans la zone euro et au Japon, mais pas aux États-Unis, où la croissance s'est notablement accélérée après l'été 2004. Les anticipations d'inflation à horizon plus lointain ont été très bien maîtrisées, et les taux réels ont également diminué. Si on a observé une faible volatilité et une réduction des primes de risque, ces facteurs valent surtout pour les échéances courtes et n'expliquent donc pas les niveaux encore exceptionnellement bas des taux longs. Parmi les explications possibles figurent les réformes annoncées des retraites et des conventions comptables, qui peuvent faire anticiper un accroissement de la demande d'actifs de long terme, ou encore l'accumulation d'avois en dollars par les autorités asiatiques – facteurs dont il est toutefois difficile de quantifier l'impact.

Perspectives de croissance

Les perspectives d'un ralentissement conjoncturel fournissent une explication...

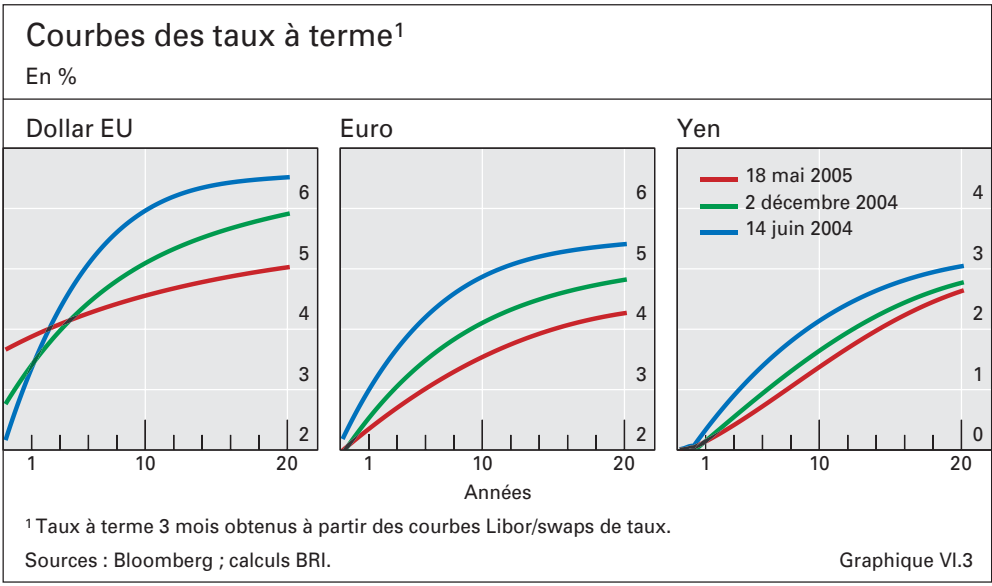
Les perspectives d'un ralentissement conjoncturel ont entraîné un repli des rendements sur l'obligataire (graphique VI.2). Ceux-ci avaient fortement augmenté en avril et mai 2004, en raison de la bonne surprise des chiffres sur l'emploi aux États-Unis et des signaux émis par la Réserve fédérale, qui avaient amené les intervenants à anticiper un relèvement des taux directeurs américains. Puis l'annonce, en juillet et août 2004, de nouvelles statistiques en retrait a provoqué une remontée des marchés obligataires mondiaux, les



investisseurs ne misant plus sur un durcissement monétaire. Les révisions en baisse des perspectives de croissance mondiale n'ont fait que confirmer le pessimisme.

La publication de chiffres meilleurs que prévu a enrayé le recul des rendements en dollars au quatrième trimestre, sans effacer cependant les pertes antérieures. Parallèlement, les rendements en euros et en yens ont continué à fléchir, face à des données macroéconomiques toujours décevantes. D'août 2004 à mai 2005, la prévision consensuelle de croissance du PIB pour 2005 a été révisée en baisse d'un quart pour la zone euro, à 1,5 %, et de moitié pour le Japon, à 1,0 %. En conséquence, l'écart entre les taux à

...mais plutôt en Europe et au Japon



10 ans sur le dollar et l'euro s'est sensiblement accru, culminant autour de 102 pb en mars 2005, son maximum depuis 1999.

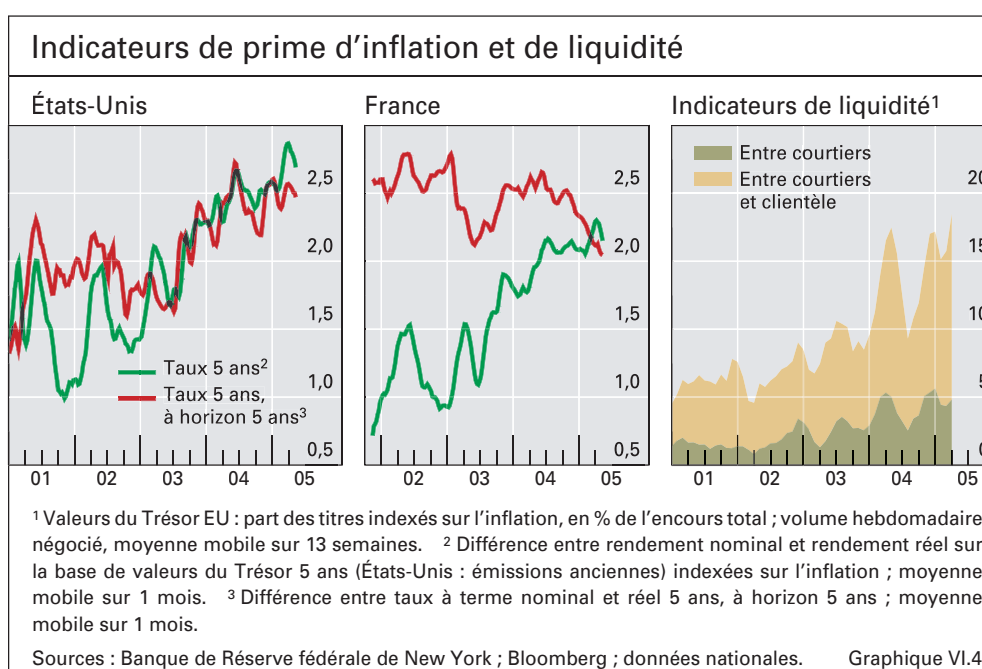
Début 2005, repli limité dans son ampleur et sa durée

Les rendements longs se sont inscrits à un plancher à la mi-février 2005, les investisseurs misant de plus en plus sur une correction. Cela a surtout été le cas après les propos du Président de la Réserve fédérale, qualifiant d'« énigme » la faiblesse des taux, avec l'apparition de signes plus évidents de tensions inflationnistes et d'amélioration du pouvoir de marché des entreprises. À partir du 9 février, le rendement du Trésor 10 ans s'est tendu de près de 70 pb en moins de six semaines et celui du *Bund* d'environ la moitié. Ce mouvement devait cependant s'avérer beaucoup plus bref que ceux de l'été 2003 (+130 pb) et du printemps 2004 (+115 pb). Son ampleur a également été circonscrite ; ainsi, contrairement aux épisodes précédents, le marché japonais n'a pas vraiment réagi. Sous l'effet de la publication de statistiques économiques décevantes en avril, notamment pour l'emploi et les ventes de détail, les rendements du Trésor se sont inscrits dans une fourchette de négociation plus basse, tandis que ceux du *Bund* tombaient, en mai, à des creux sans précédent (graphique VI.3).

Modération des anticipations d'inflation

La maîtrise des anticipations d'inflation a pesé sur les rendements...

Pendant la majeure partie de la période, la modération inhabituelle des taux longs nominaux a été due, entre autres, à la parfaite maîtrise des anticipations d'inflation à long terme, en dépit de l'envolée des prix du pétrole et des prévisions de croissance soutenue aux États-Unis. Pour preuve, les titres indexés sur l'inflation, dont l'écart de rendement par rapport aux titres d'État, en termes nominaux, permet d'évaluer approximativement la prime requise par les investisseurs pour l'inflation attendue. Si, sur les obligations à 5 ans, cette prime a augmenté de quelque 20 pb de mi-2004 à fin avril, pour les taux implicites 5 ans à horizon 5 ans, elle a régressé de 12 pb sur les titres



américains indexés et plus encore sur leurs équivalents français en euros (graphique VI.4). Depuis les précédents chocs pétroliers, les intervenants ne doutent pas de la crédibilité des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation.

Les rendements des obligations indexées sur l'inflation intègrent une prime de liquidité, qui peut compliquer l'interprétation de ces mesures. Néanmoins, les augmentations récentes des transactions sur obligations indexées du Trésor EU dénotent une nette amélioration du marché en termes de profondeur et d'ampleur. Le volume du négoce, par rapport à l'encours, progresse régulièrement depuis 2000, à la fois entre les courtiers principaux et les autres investisseurs ainsi qu'entre courtiers eux-mêmes (graphique VI.4, cadre de droite). Par conséquent, il est possible que la prime de liquidité des obligations indexées donne lieu à des mesures qui sous-estiment la prime d'inflation, mais ce biais a tendance à s'estomper avec le temps.

Les rendements des obligations indexées indiquent également qu'une diminution de la prime d'inflation ne saurait expliquer, à elle seule, le bas niveau des rendements à long terme. Les taux « réels » à terme à horizon plus lointain ont aussi fortement fléchi, depuis la mi-2004, pour les obligations indexées aux États-Unis et en France, respectivement de quelque 80 pb et 50 pb.

...mais les
taux « réels » ont
également fléchi

Faiblesse de la volatilité et des primes d'échéance

Pour expliquer la faiblesse de ces rendements à long terme, on invoque souvent aussi l'atténuation des incertitudes sur l'économie, en général, et l'orientation des taux d'intérêt, en particulier. Si l'incertitude diminue, il en va de même logiquement pour la prime d'échéance, qui mesure le décalage entre taux à terme et taux attendus. De fait, les volatilités effective et implicite sur les contrats à taux fixe, déjà historiquement faibles, ont continué à baisser après le début des relèvements des taux directeurs américains. Pour de nombreux analystes, le fait que la Réserve fédérale ait clairement communiqué ses intentions, en réaffirmant notamment que le rythme du resserrement serait « mesuré », a contribué à cette baisse.

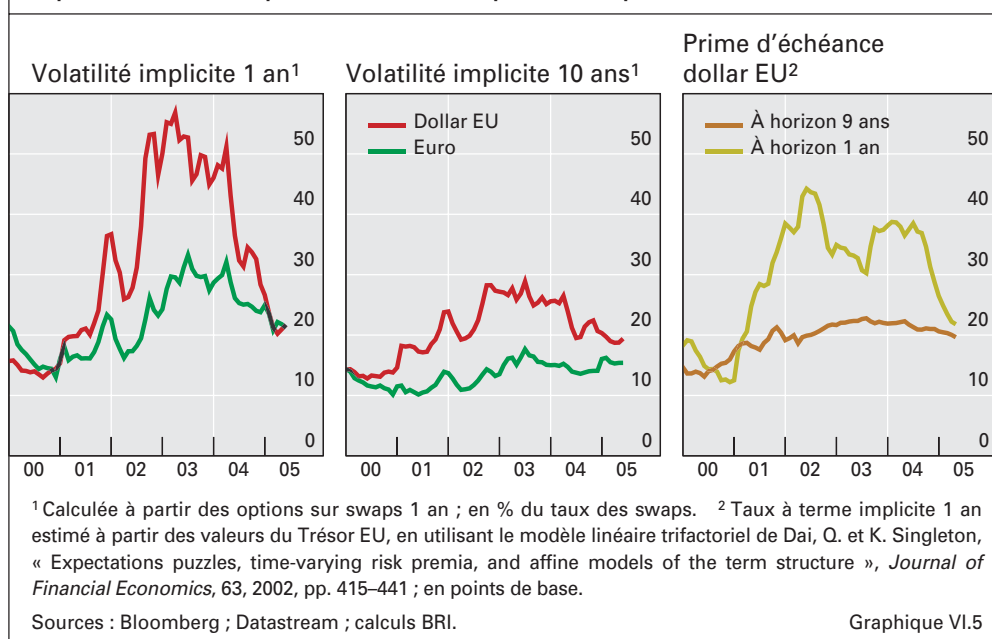
La diminution de
la volatilité et
des primes
d'échéance...

Corroborant cette hypothèse, la diminution de la volatilité sur les marchés obligataires des pays développés depuis 2002 et 2003 a principalement concerné les échéances courtes. Cela est particulièrement sensible pour la volatilité implicite des options sur swaps de taux, référence du coût des ressources pour la plupart des établissements financiers dans le monde (graphique VI.5, cadres de gauche et du milieu). Tandis que la volatilité implicite (annualisée) des swaps 1 an en dollars est revenue de 56,8 %, son plus haut de 2003, à 21 %, fin avril 2005, celle des swaps 10 ans en dollars a évolué de façon beaucoup moins versatile. (La volatilité sur le marché des swaps en euros a suivi une trajectoire similaire, mais à des niveaux encore plus bas.) Ainsi, le recul de la volatilité paraît s'être limité au segment court du dollar. Les segments longs des courbes du dollar et de l'euro sont restés relativement à l'écart.

...surtout pour
les échéances
courtes sur le
dollar...

On peut d'ailleurs constater que la baisse des primes de risque a principalement concerné les échéances courtes. À partir d'estimations

Options sur swaps : volatilité implicite et prime d'échéance



...face à une moindre incertitude sur l'évolution de la politique monétaire...

produites par un modèle trifactoriel de la courbe des rendements, il apparaît que la prime à 1 an a diminué de près de 25 pb depuis début 2002 pour les valeurs du Trésor EU (graphique VI.5, cadre de droite). Cela corrobore l'atténuation des incertitudes sur l'évolution à court terme de la politique monétaire. En revanche, la prime de risque intégrée au taux à terme 1 an à horizon 9 ans n'a que légèrement fléchi sur la même période et s'établit autour de 20 pb.

...ne saurait guère expliquer le bas niveau des taux longs

Par conséquent, si la baisse de la volatilité et des primes d'échéance peut avoir joué un rôle dans le recul des taux à terme proches, elle ne saurait expliquer leur bas niveau dans le compartiment long. Fin avril 2005, par exemple, les taux courts à terme à horizon 10 ans se situaient à 4,8 %. Au vu des anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, de l'ordre de 2,5 %, et des estimations des taux d'intérêt réels à court terme correspondant à une inflation stable de 2,6–3,0 %, le bas niveau des taux à terme pour les échéances longues reste difficilement explicable, en l'absence de repli des primes de risque nettement plus marqué que dans les estimations.

Réformes des retraites et demande d'échéances longues

Le repli des rendements a été prononcé pour les très longues échéances...

Aux États-Unis comme dans la zone euro, le repli des rendements a été particulièrement prononcé pour les échéances supérieures à 10 ans. De mi-2004 à avril 2005, l'écart de taux entre la valeur du Trésor EU la plus longue et le 10 ans s'est réduit de plus de 50 pb, tandis qu'entre le *Bund* 30 ans et le *Bund* 10 ans il s'est resserré de moitié environ. Le Trésor français a ainsi lancé, en mars 2005, un emprunt obligataire à 50 ans et d'autres gouvernements européens ont annoncé des émissions à très longue échéance. L'augmentation de l'offre n'a guère entamé, toutefois, l'engouement des investisseurs pour de tels titres. Même la hausse des primes d'échéance sur le dollar, qui a suivi l'annonce-surprise, en mai 2005, de l'intention du Trésor EU de procéder

à une émission de titres à 30 ans après cinq ans d'interruption, aura été relativement brève.

Selon de nombreux intervenants, les futures réformes des fonds de pension et des conventions comptables ont alimenté la demande de titres de longue durée. Aux États-Unis, les propositions de réforme des retraites, annoncées début janvier 2005 par le ministère du Travail, entraîneraient une augmentation notable de la volatilité (en termes de taux d'intérêt) des asymétries de durée entre actif et passif. Parallèlement, les projets visant à amener la Pension Benefit Guaranty Corporation (société de garantie des fonds de pension) à établir des primes ajustées en fonction des risques en feraient monter le coût. En outre, des initiatives indépendantes visant à réformer les conventions comptables proposent de prendre en compte plus rapidement les asymétries d'échéances dans les états financiers des fonds de pension. Il est apparu que l'effet global de ces mesures, si elles sont appliquées, ferait croître fortement la demande des fonds de pension américains pour des actifs de longue durée. Divers pays européens, tels les Pays-Bas et la Suède, envisagent également d'appliquer les normes internationales de communication financière et de réformer leur système de retraite.

...en raison notamment des futures réformes des retraites

L'expérience récente d'autres pays paraît confirmer l'incidence des réformes des retraites sur les cotations des obligations de longue durée, avant même leur application effective. L'annonce, en 1999, d'une révision de la réglementation sur les retraites au Royaume-Uni a contribué à inverser, dans l'année, la courbe des rendements au-delà de 10 ans, bien que les fonds de pension n'aient pas tout de suite renforcé leurs portefeuilles d'instruments obligataires à long terme, au détriment des actions. Au Danemark, l'évaluation aux prix du marché des engagements des fonds de pension, à partir de 2001, a également eu un puissant impact sur la tarification des obligations de longue échéance.

Accumulation de réserves et achats asiatiques

Selon des intervenants, la demande asiatique en titres américains, en particulier pour le recyclage des réserves de change, pourrait avoir contribué également à la faiblesse des rendements aux États-Unis. Les dispositions prises par les autorités d'Asie pour contrer l'appréciation de leur monnaie face aux afflux de capitaux se sont traduites par l'accumulation de \$535 milliards supplémentaires de réserves pour la région (Japon compris) en 2004, portant leur total à \$2 400 milliards. Durant la période analysée, les interventions du ministère japonais des Finances ont cessé et ont été remplacées par celles des banques centrales d'autres économies d'Asie. Le recyclage d'une partie de ces réserves a contribué aux achats asiatiques (à la fois officiels et privés) de valeurs du Trésor EU, qui ont représenté \$219 milliards en 2004 selon les estimations, soit davantage que pour le reste du monde (graphique VI.6).

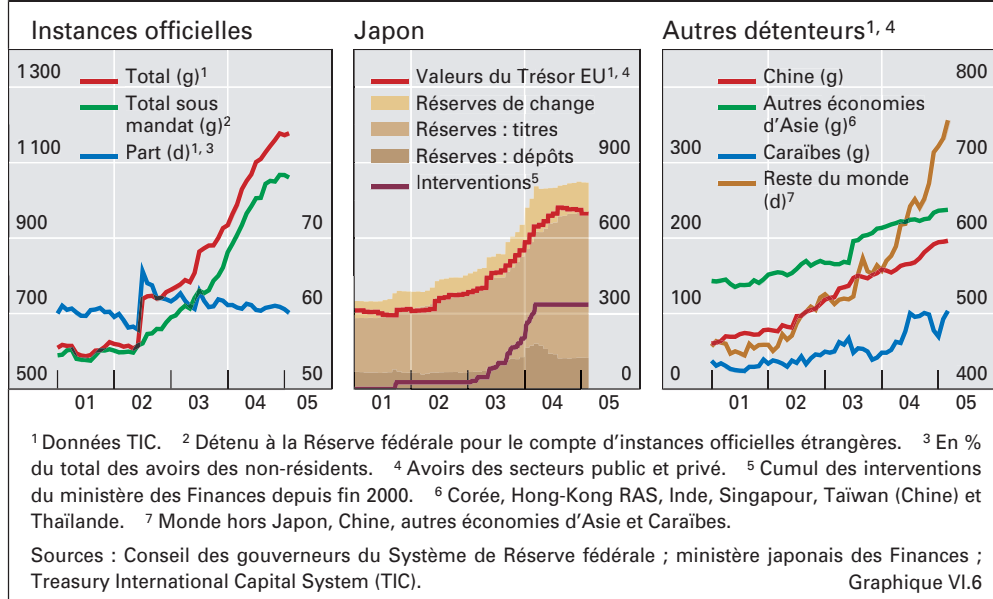
Les autorités d'Asie continuent de renforcer leurs réserves

La contribution de cette forte demande au bas niveau des taux longs aux États-Unis reste à déterminer. Pour certains observateurs, ces achats asiatiques, surtout lors des interventions du Japon, ont pu faire baisser de 60 pb les rendements aux États-Unis, les estimations variant sensiblement

Il se peut que les achats de titres américains aient affecté leurs rendements...

Valeurs du Trésor EU détenues par les non-résidents

En milliards de dollars EU



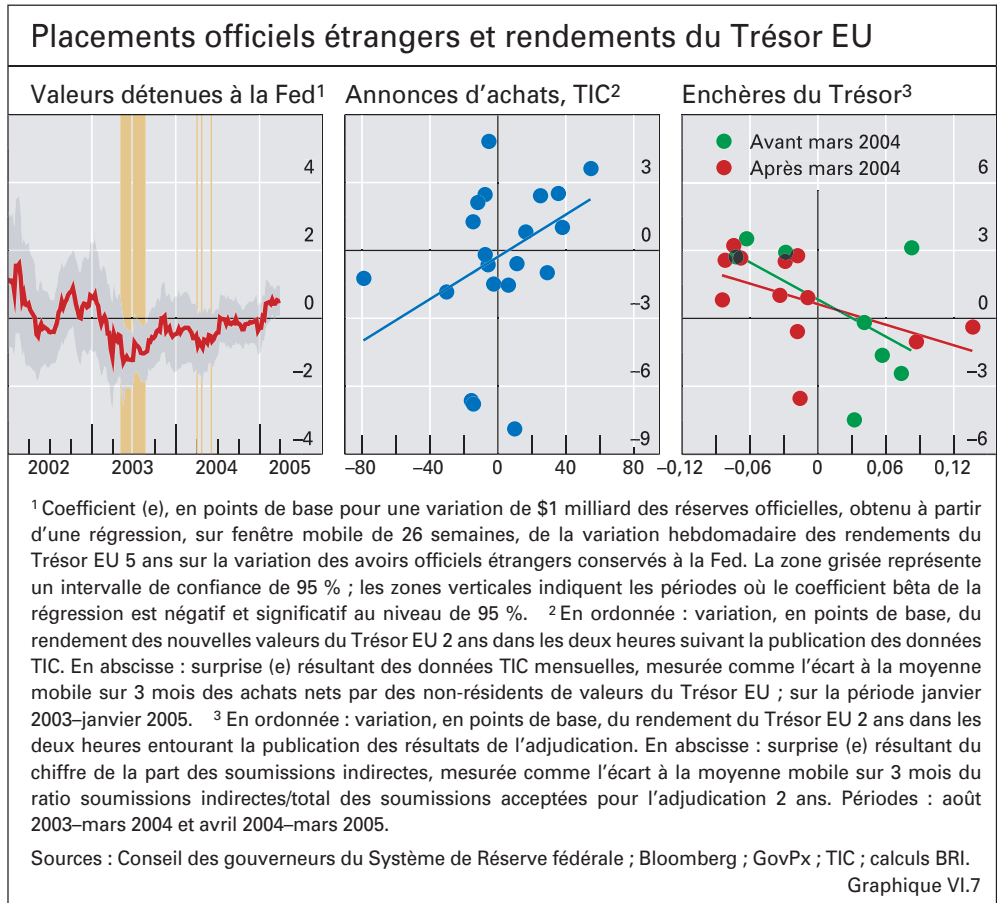
selon l'échéance, le moment et la méthodologie. Toutefois, la relation de cause à effet est difficile à évaluer ; les gestionnaires de réserves peuvent, par exemple, intensifier leurs achats d'actifs en dollars *en réaction* à une diminution des rendements. Tel serait le cas si des interventions en faveur du dollar répondaient à de mauvaises nouvelles économiques aux États-Unis, à des flux de capitaux vers l'Asie et, par suite, à une appréciation des monnaies asiatiques.

Il semblerait que l'impact des achats asiatiques sur les rendements américains se soit amenuisé avant même la fin des interventions du Japon, en mars 2004. Une régression mobile, en termes de variation hebdomadaire des rendements du Trésor EU par rapport à l'encours des valeurs américaines détenues à la Réserve fédérale, révèle qu'on ne peut établir qu'une association intermittente (graphique VI.7, cadre de gauche). La relation négative pour les obligations à 5 et 10 ans n'a été statistiquement significative que de mai à août 2003, pour s'estomper avant mars 2004. Si ces résultats peuvent traduire un lien plus ténu entre rendements américains et achats asiatiques en 2004, ils pourraient aussi indiquer que d'autres banques centrales d'Asie ont souscrit à des titres américains de manière moins visible.

Il existe peu d'éléments laissant penser que la publication de données sur les achats asiatiques de titres américains ait pu orienter les rendements de manière prévisible. Les intervenants s'intéressent de près au rapport mensuel de Treasury International Capital (TIC), qui recense les achats nets de valeurs du Trésor EU par pays et fournit une estimation du montant total des réserves officielles étrangères. Cependant, le marché du Trésor n'a pas été ébranlé par la surprise relativement importante constituée par les \$22,5 milliards (sur la base d'une prévision consensuelle) d'achats nets des non-résidents publiés en novembre 2004, ni par les \$2,8 milliards indiqués en décembre. En remontant encore plus loin, il apparaît que ces données n'ont guère eu

...mais les effets sont difficiles à mettre en évidence

Les rendements n'ont pas réagi aux surprises du TIC...



d'incidence systématique sur le marché des valeurs du Trésor EU : les rendements des émissions à 2 ans (ou 5 ans) les plus récentes ne paraissent pas avoir réagi de manière négative aux variations inattendues des achats nets (ou des achats officiels étrangers) de titres américains ces dernières années (graphique VI.7, cadre du milieu).

Un exercice similaire fondé sur l'annonce des résultats des adjudications de titres du Trésor EU n'est pas plus concluant (graphique VI.7, cadre de droite). Les intervenants considèrent fréquemment que les soumissions indirectes, c'est-à-dire les soumissions présentées par les courtiers pour le compte de tiers, sont souvent révélatrices de l'activité des banques centrales asiatiques. Même s'il apparaît que les rendements sur les émissions les plus récentes diminuent lorsque la proportion de soumissions indirectes augmente, cette relation n'a qu'une signification statistique minimale pour le 2 ans et n'en a pas pour le 5 ans. De plus, l'incidence semble nettement moins prononcée après la fin des interventions japonaises. Avant mars 2004, la surprise d'une hausse de 5 points de pourcentage de la proportion des soumissions indirectes – qui ressortait à 40 % en moyenne de mai 2003 à mars 2005 – s'accompagnait d'une baisse de 1,4 pb des rendements du 2 ans le plus récent dans les deux heures entourant l'annonce des résultats de l'adjudication. Ce chiffre est légèrement inférieur après prise en compte d'autres facteurs, comme le taux de soumissions satisfaites et le volume total de l'adjudication (0,8 pb après mars 2004).

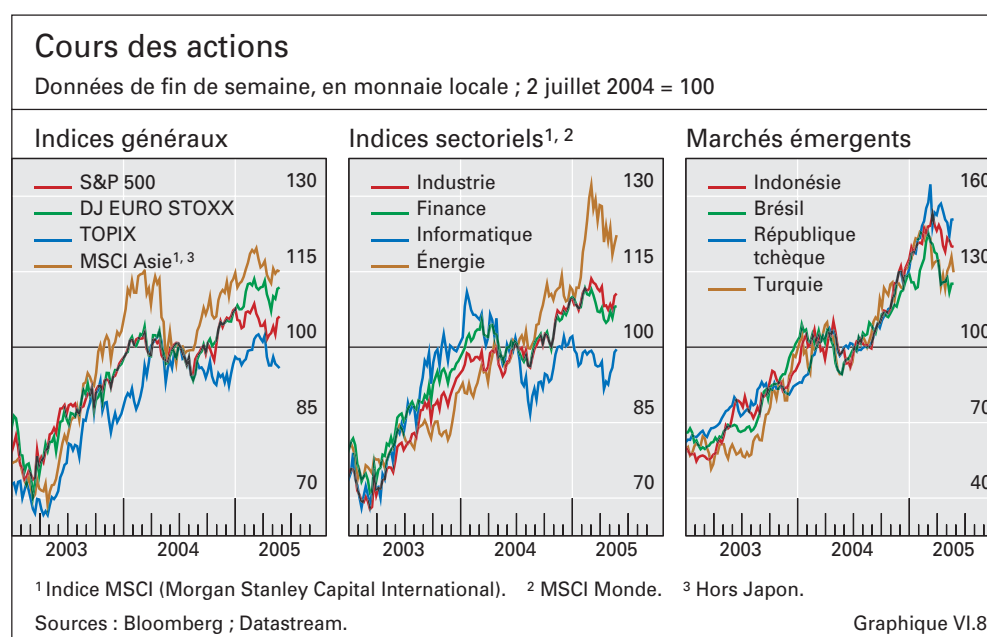
...et ont été peu sensibles aux surprises des soumissions indirectes

En définitive, cette analyse semble montrer que l'éventuelle incidence des achats asiatiques sur les rendements aux États-Unis s'est nettement atténuée après la période des interventions japonaises. Il convient cependant de faire preuve de prudence dans son interprétation. L'activité d'autres opérateurs, qui pourraient avoir avancé leurs achats de titres américains en anticipant la tendance en Asie, peut avoir estompé quelque peu la relation directe entre rendements et achats asiatiques, tels qu'ils sont évalués approximativement par les valeurs détenues à la Réserve fédérale. De plus, l'absence d'effet d'annonce significatif peut refléter le caractère inadéquat des chiffres qui mesurent les attentes du marché concernant le rapport TIC et le rôle des banques centrales asiatiques dans les soumissions indirectes. Enfin, toutes ces estimations ne font que montrer l'effet marginal des achats dans un régime de change donné. Elles ne peuvent pas quantifier l'impact que pourrait avoir une modification conjuguée du régime de change et des stratégies de portefeuille.

Marchés des actions et cours pétroliers

Les grands marchés des actions n'ont enregistré qu'une modeste progression...

Après un essor remarquable en 2003, les principaux marchés des actions n'ont enregistré qu'une modeste progression durant la période analysée, avec cependant des différences marquées entre régions. La zone euro et l'Asie (hors Japon) ont réalisé les meilleures performances, la hausse en monnaie locale atteignant respectivement 6,2 % et 11,3 %. Aux États-Unis et au Japon, en revanche, la stagnation a prévalu : 1,4 % et -4,9 % de mi-2004 à avril 2005 (graphique VI.8). Parmi les marchés les plus dynamiques, il convient de noter des pays candidats à l'adoption de l'euro (comme la Hongrie et la République tchèque), des économies émergentes d'Asie (telles que l'Inde et l'Indonésie) et des économies d'Amérique latine (Brésil et Colombie, par exemple), qui ont tous connu une hausse des cours supérieure à 20 % en monnaie locale. Par



secteur, c'est l'énergie qui a obtenu les meilleurs résultats, comme on pouvait s'y attendre, avec un rendement global de 20,9 %, les valeurs industrielles et financières surperformant également les indices mondiaux, avec respectivement 5,7 % et 4,4 % ; à l'inverse, les valeurs technologiques se sont inscrites en négatif, à -10 %.

Expansion soutenue des bénéfices malgré des déceptions dans l'informatique

Bien qu'en repli par rapport au rythme exceptionnel de 2002-03, l'expansion des bénéfices aux États-Unis, comme dans la zone euro, est restée supérieure à 10 % pendant la période examinée (graphique VI.9). Elle a déçu fin 2004, mais le ratio annonces positives/négatives pour les entreprises du S&P 500 s'est légèrement redressé début 2005. La rentabilité, qui avait diminué fin 2004, s'est améliorée parallèlement. Certes, les déceptions causées par les grands noms de la technologie ont souvent retenu l'attention, notamment durant l'été 2004 et début 2005. Cela étant, les bénéfices annoncés aux États-Unis et dans la zone euro ont été dans l'ensemble satisfaisants, en particulier pour un certain nombre de grandes sociétés financières qui ont dépassé les attentes au premier trimestre.

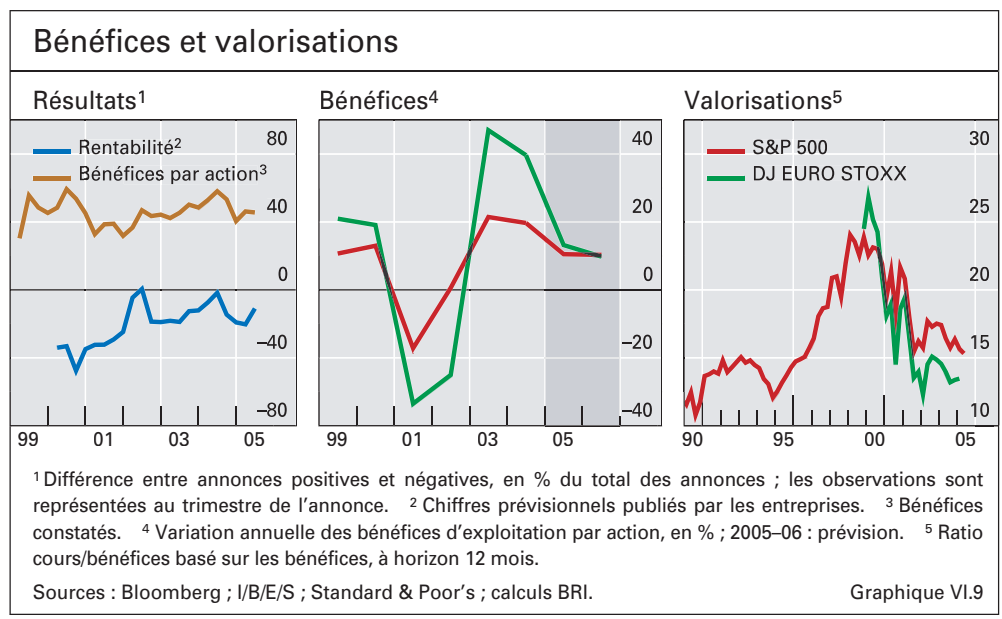
...malgré une expansion soutenue des bénéfices...

Les opérations de fusion-acquisition et les perspectives d'un réendettement des entreprises semblent avoir redonné de la vigueur aux marchés début 2005. Plusieurs mégafusions ont été annoncées aux États-Unis fin janvier. En Europe, les spéculations sur le rachat de banques italiennes ont soutenu les indices boursiers.

...et l'essor des opérations de fusion-acquisition

À partir de mars 2005, cependant, les marchés mondiaux des actions ont marqué un coup d'arrêt. Les indicateurs négatifs aux États-Unis – en particulier, en avril, les ventes de détail, l'inflation et la confiance des consommateurs – semblent avoir pesé sur les cours. La confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise s'est également affaiblie en Europe. Au Japon, la montée des tensions politiques avec la Chine a aussi contribué à

Coup d'arrêt en mars et avril 2005



la détérioration du sentiment, illustrée par une chute de 3,8 % du Nikkei 225, le 18 avril – la plus forte sur une séance depuis le 10 mai 2004.

La hausse des cours pétroliers pèse sur les marchés

La hausse des cours pétroliers...

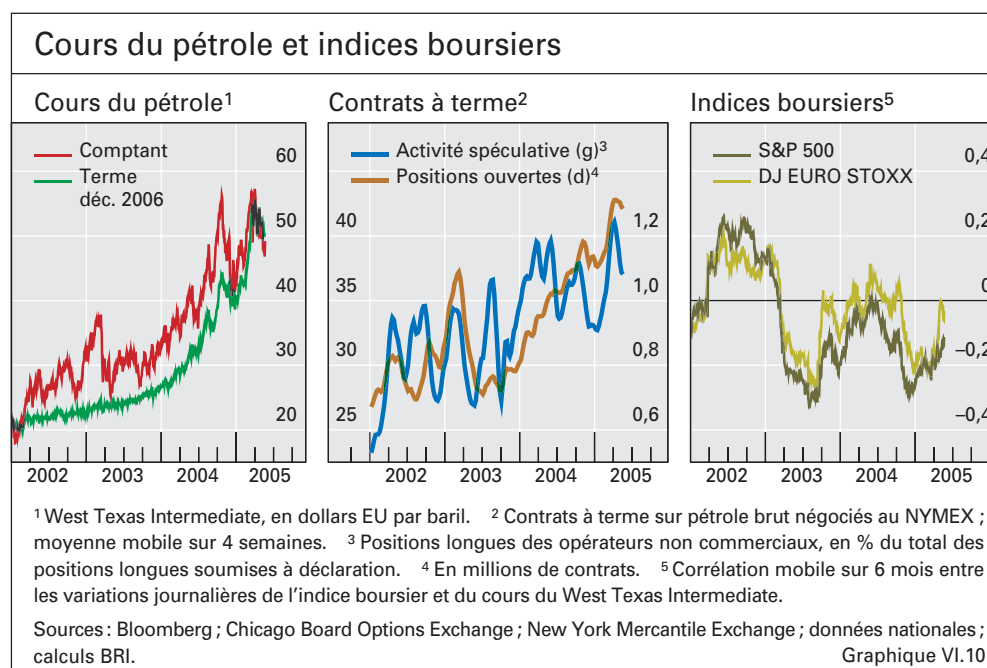
Le surcroît de demande en présence de contraintes d'offre à court terme a favorisé l'envolée des cours pétroliers, qui ont eux-mêmes contribué à affaiblir les marchés mondiaux des actions. Par rapport à sa valeur de fin 2003, le Brent brut avait augmenté de 34 %, fin 2004, puis de 32 % au 31 mars 2005. Les tendances à long terme de l'offre et de la demande de pétrole, en particulier la poursuite d'une croissance dynamique dans les pays qui en consomment beaucoup, comme la Chine, et les capacités excédentaires limitées de l'industrie pétrolière mondiale sont demeurées au centre des préoccupations (chapitre III).

...marquée par une intense activité spéculative...

La spéculation a souvent été évoquée comme ayant contribué à la hausse la plus spectaculaire des cours pétroliers depuis dix ans. Les données rassemblées par l'autorité américaine des marchés à terme, la Commodity Futures Trading Commission, indiquent que les positions ouvertes – contrats ni compensés par un contrat de sens inverse ni livrés – se sont accrues de plus de 60 % de fin 2003 à fin mars 2005. Par ailleurs, la part des positions longues des opérateurs à objectif non commercial, bien que volatile, a été nettement plus élevée en 2004 (et début 2005) qu'en 2003 et 2002, ce qui conforte l'idée que ces opérateurs ont grandement intensifié leur activité sur les marchés à terme lors du renchérissement du baril (graphique VI.10). Il est néanmoins difficile de déterminer dans quelle mesure la spéculation a elle-même amplifié la volatilité.

...a pesé sur les marchés des actions

L'envolée des cours pétroliers a pesé sur les valorisations des actions dans les économies développées. Les corrélations mobiles sur six mois des variations journalières des cours pétroliers et des principaux indices boursiers



aux États-Unis et en Europe étaient devenues nettement négatives début 2003, à l'approche de la guerre en Irak ; elles sont redevenues significativement négatives au second semestre 2004 et début 2005, avec la montée des cours du pétrole et de la spéculation. Convaincus que, contrairement aux chocs pétroliers des années 70, ce nouvel épisode n'entraînerait pas d'accélération de l'inflation (chapitres II et IV), les opérateurs ont privilégié l'incidence du renchérissement du pétrole sur les bénéfiques.

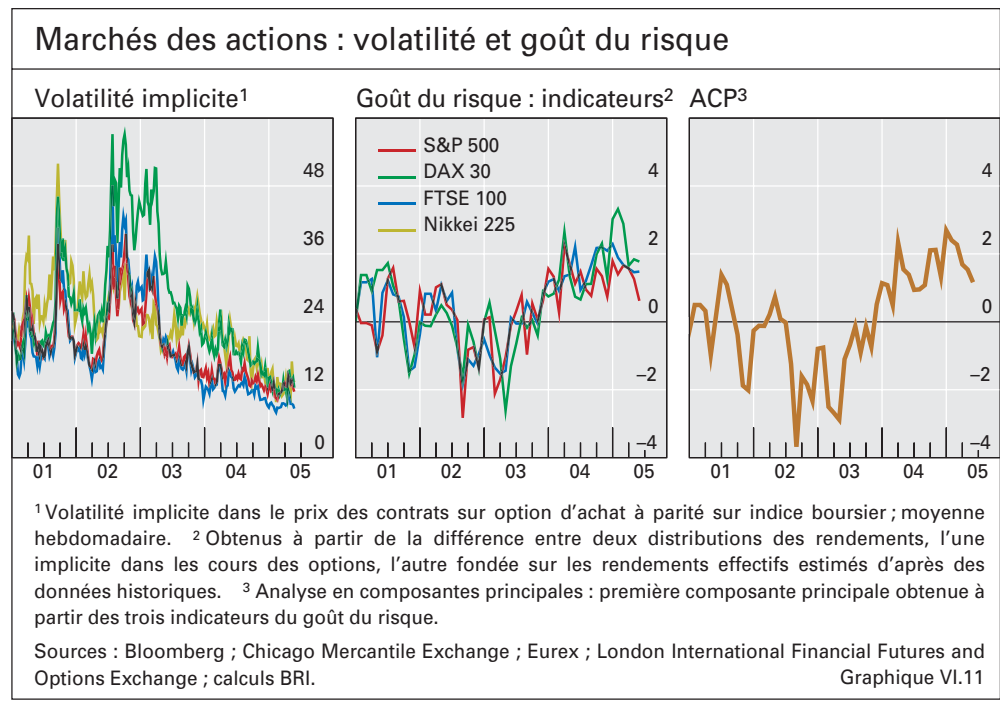
Soutien apporté par la baisse de la volatilité et goût affirmé pour le risque

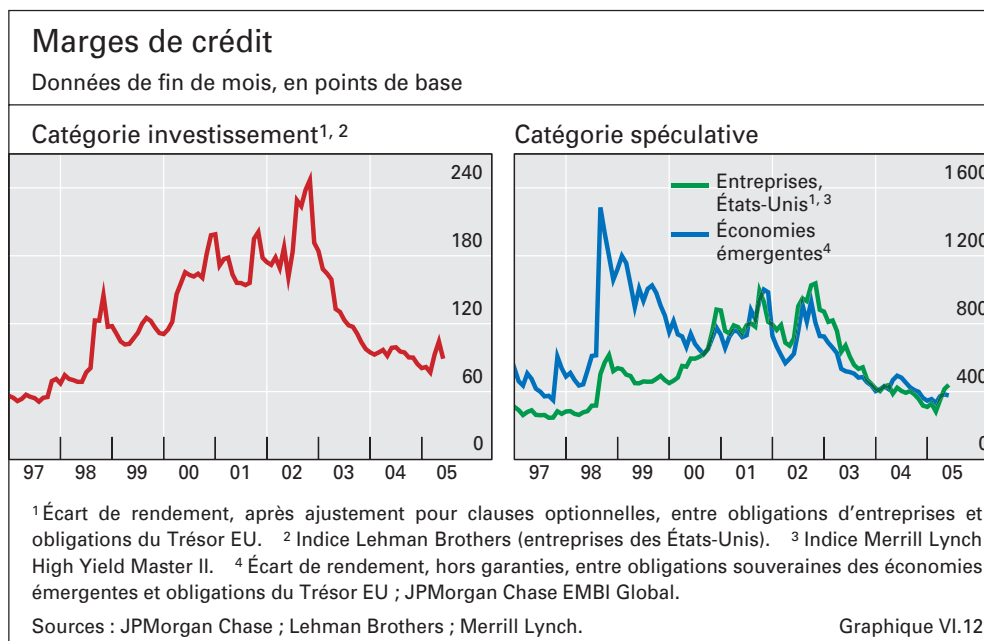
La diminution des primes de risque, qui intègrent à la fois le goût du risque et sa perception, a probablement soutenu les marchés des actions au second semestre 2004 et début 2005. La volatilité historique (et implicite) des principaux indices boursiers est retombée, début 2005, à ses plus bas niveaux depuis près de dix ans. En outre, une estimation du goût du risque, calculée pour les différents marchés et à l'échelle mondiale à partir de la tarification des options sur indice boursier et des volatilités historiques, montre une légère augmentation pendant la majeure partie de la période analysée, jusqu'à un niveau nettement supérieur, début 2005, à la moyenne de longue période (graphique VI.11).

La diminution des primes de risque a traduit la faible volatilité des marchés et un goût affirmé pour le risque...

Les fluctuations du goût du risque sur les marchés des actions semblent avoir été liées, au moins en partie, aux anticipations sur la volonté et la capacité de la Réserve fédérale à maintenir le rythme mesuré de ses relèvements de taux. Ainsi, une diminution a été observée en janvier 2005, après la publication du procès-verbal de la réunion de décembre de la Réserve fédérale, qui a incité les intervenants à anticiper une accélération du resserrement ; mais le risque a retrouvé leur faveur peu après.

C'est peut-être au printemps 2005 qu'est apparue le plus nettement l'influence du goût du risque sur les marchés des actions. Ceux des pays





...qui est cependant retombé au printemps 2005

développés ont alors subi des pertes substantielles, malgré des annonces de résultats généralement supérieures aux attentes. Les difficultés sans précédent des grands constructeurs automobiles américains, les nouvelles inquiétudes au sujet de la gouvernance d'entreprise dans le secteur de l'assurance et la publication d'indicateurs macroéconomiques relativement médiocres ont soulevé des questions plus générales concernant la viabilité des bénéficiers. Tandis que les mesures de la volatilité historique augmentaient, la volatilité implicite s'amplifiait encore davantage, et le goût du risque régressait nettement aux États-Unis, retombant à ses niveaux de février 2004.

Le recul des actions en mars et avril, conjugué à la poursuite d'une forte expansion des bénéficiers, a rapproché de leur moyenne historique les valorisations qui, début 2004, semblaient quelque peu surévaluées. Mi-mai 2005, cependant, le ratio cours/bénéfices, fondé sur des prévisions de bénéfices à horizon 1 an, avait fléchi à 16 pour l'indice S&P 500 – proche de sa moyenne de 13 pour 1985–95 – et à 14 pour l'indice DJ EURO STOXX (graphique VI.9). Comme par le passé, les anticipations d'une expansion des bénéfices supérieure à 10 % en 2005–06 – bien au-delà de la croissance du PIB nominal – pourraient engendrer des déceptions.

Essoufflement sur les marchés de la dette

Les marges de crédit proches de leurs creux historiques début 2005

L'essor des marchés de la dette, amorcé fin 2002, s'est poursuivi en 2004, avant de s'inverser en mars et avril 2005. Sur l'essentiel de la période analysée, il s'y est manifesté une plus grande confiance dans les perspectives à court terme que sur les marchés des actions. Pour tous les types de dette – obligations d'entreprises et souveraines, catégories investissement et spéculative, titres non garantis et adossés à des actifs –, les primes se sont resserrées au second semestre 2004 et début 2005 (graphique VI.12). En février 2005, elles étaient revenues près de leurs creux historiques pour les obligations d'entreprises,

voire en deçà pour celles des économies émergentes, mais se sont élargies par la suite, avec une montée de l'aversion pour le risque. À la mi-mai 2005, sur les obligations d'entreprises en dollars notées A, elles s'établissaient à 78 pb, niveau dépassant de 14 pb celui de février 2005, quasiment égal à celui d'un an auparavant, et supérieur de 33 pb au creux d'octobre 1997. Pour les signatures des économies émergentes, les primes se négociaient à 383 pb, en hausse de 38 pb sur février 2005, mais bien en deçà de leur niveau d'un an auparavant et même de leur minimum d'octobre 1997.

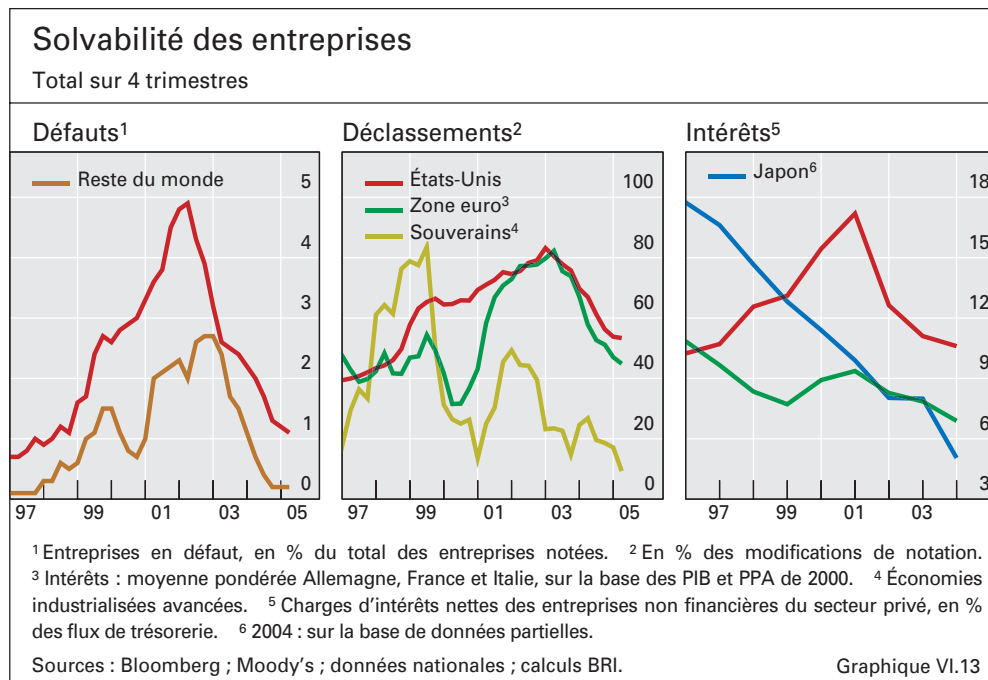
Qualité de crédit : fin de cycle ?

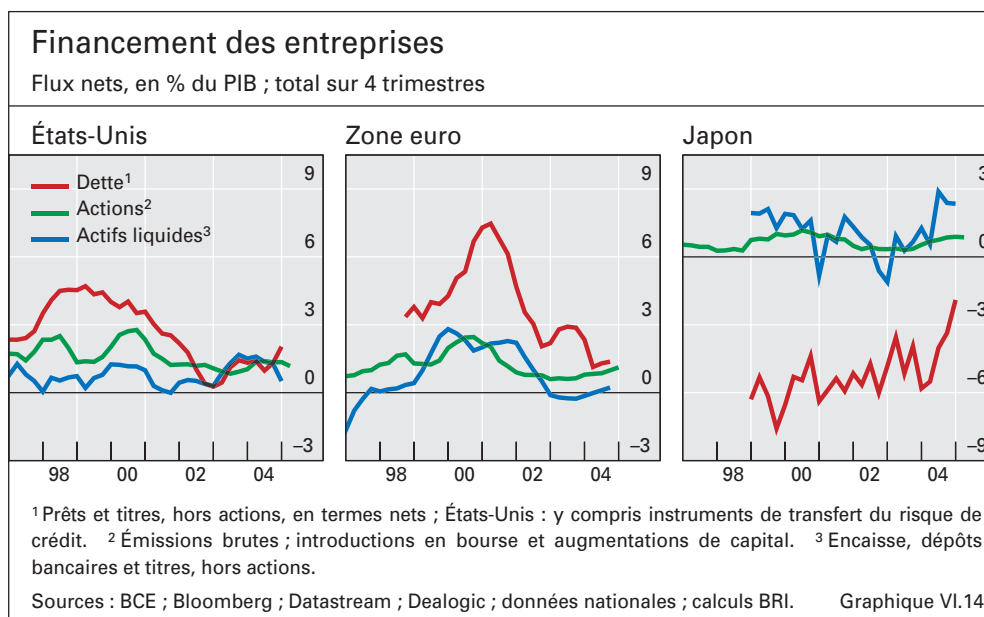
La confiance des investisseurs a été confortée par une amélioration notable de la qualité de crédit. Dans les grandes économies, les défauts et déclassements d'entreprises – qui, en 2001, avaient atteint des sommets presque historiques – sont revenus à leurs niveaux de 1997, au pic du précédent cycle du crédit (graphique VI.13). Les rétrogradations ont représenté 54 % des modifications des notations de Moody's en 2004, contre 83 % en 2002, soit à peu près comme en 1998. De plus, le ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie – qui sert fréquemment d'indicateur avancé des difficultés des entreprises – est revenu à son point le plus bas depuis de nombreuses années.

Amélioration notable de la qualité de crédit...

Dans les économies émergentes également, les conditions économiques et financières se sont révélées plus favorables qu'elles ne l'étaient depuis des années. Si les cours élevés des produits de base ont soutenu certains pays, les améliorations des positions extérieures, des systèmes financiers et des politiques budgétaires et monétaires ont généralement renforcé la résistance aux chocs (chapitre III). En 2004, les rehaussements de notations souveraines ont été supérieurs aux rétrogradations avec un ratio de près de 5 contre 1.

En dépit de l'amélioration générale de la qualité de crédit, certains emprunteurs ont rencontré des difficultés. Les problèmes des constructeurs





...mais difficultés dans certains secteurs, en particulier l'automobile

automobiles américains ont particulièrement retenu l'attention, surtout ceux de General Motors, l'un des principaux émetteurs sur le marché américain. Une série d'annonces de résultats et de notations décevants, y compris une perte du statut de signature de qualité, a provoqué un bond des primes des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD) de General Motors, qui sont passées d'environ 200 pb, mi-2004, à 280 pb en fin d'année et dépassaient 900 pb en avril 2005. Autres secteurs en difficulté : l'assurance et les produits pharmaceutiques, surveillés de très près par les autorités américaines à la suite de révélations de pratiques commerciales répréhensibles (chapitre VII, pour l'assurance). Parmi les emprunteurs souverains, des problèmes budgétaires ont incité les agences de notation à rétrograder les Philippines, tandis que les incertitudes politiques ont été préjudiciables à d'autres, comme l'Ukraine et l'Équateur.

Augmentation des besoins de financement des entreprises américaines...

Sur la majeure partie de la période examinée, ces difficultés ont été considérées plus comme des maux isolés que comme les symptômes de problèmes plus généraux. Cependant, à partir de fin 2004, le point de retournement semblait avoir été atteint. Aux États-Unis, en particulier, les entreprises ont intensifié leurs emprunts (graphique VI.14). Sur l'ensemble de 2004, l'encours de la dette bancaire et du papier commercial a augmenté pour la première fois depuis 2000. En outre, l'accumulation d'actifs liquides par les sociétés américaines s'est ralentie fin 2004 par rapport au rythme exceptionnellement rapide de 2003 et du premier semestre.

...due aux dépenses d'équipement et aux acquisitions...

L'augmentation des besoins de financement des entreprises américaines s'explique en grande partie par les dépenses d'équipement et les acquisitions (ce qui n'est donc pas forcément préjudiciable à la solvabilité). L'investissement des entreprises aux États-Unis s'est fortement redressé en 2004, après trois années calmes (chapitre II). Les fusions-acquisitions ont rebondi après leur creux cyclique. Beaucoup de transactions ont été financées par des fonds propres ou la trésorerie, mais aussi, dans une proportion notable, par l'emprunt. On a observé parallèlement un ralentissement de

l'expansion des bénéfiques, limitant la capacité des entreprises à s'appuyer sur l'autofinancement.

Ces besoins de financement se sont trouvés amplifiés par des mesures en faveur des actionnaires. Nombre d'entreprises ont relevé leur dividende : pour l'indice S&P 500, le dividende par action a augmenté de 12 % en 2004, contre 3 % en moyenne annuelle durant la dernière décennie. Certaines, en outre, ont commencé à se réendetter. L'an passé, les rachats d'actions ont battu leurs records de 2000. Alors que leur motivation première était de compenser les options d'achat d'actions exercées par les salariés durant l'année, diverses entreprises ont choisi d'accroître leur ratio endettement/fonds propres. Rachats d'actions et distributions de dividendes ont constitué l'un des principaux stimulants des émissions d'obligations d'entreprises en 2004, et les rachats par la direction ou avec effet de levier ont représenté une bonne part des émissions à haut rendement et des prêts consortiaux.

...ainsi qu'à des mesures en faveur des actionnaires

En Europe, la nécessité de poursuivre l'assainissement des bilans a été plus évidente. Certes, comme aux États-Unis, beaucoup de grandes entreprises cotées ont augmenté leur dividende et annoncé des programmes de rachat d'actions. Les acquisitions avec effet de levier se sont aussi intensifiées, les sociétés de capital-investissement devenant dans l'ensemble plus actives. Toutefois, contrairement aux États-Unis, les emprunts se sont encore ralentis en 2004, pour s'inscrire à leur plus bas niveau depuis des années. Cela étant, la faiblesse des dépenses d'équipement, conjuguée à une expansion des bénéfiques supérieure à 10 %, a limité les besoins externes. En outre, les changements dans les pratiques bancaires peuvent avoir incité la clientèle traditionnelle des banques – principalement les petites et moyennes entreprises non cotées – à réduire son endettement. Enfin, certaines sociétés se sont tournées vers les actions pour se financer. Même si les introductions en bourse ont été assez peu nombreuses en 2004, les augmentations de capital ont atteint un volume record, en particulier au bénéfice de banques et de sociétés de télécommunications.

Les entreprises japonaises ont poursuivi les efforts menés depuis dix ans pour consolider leur bilan. En 2004, les bénéfiques ont enregistré la progression la plus élevée depuis des années. Cependant, plutôt que de n'utiliser ces liquidités que pour avancer leurs remboursements, elles ont préféré accroître leurs dépenses d'équipement et leurs réserves. La réduction de l'endettement s'est nettement ralentie en 2004, même si les amortissements ont dépassé les emprunts pour la neuvième année consécutive.

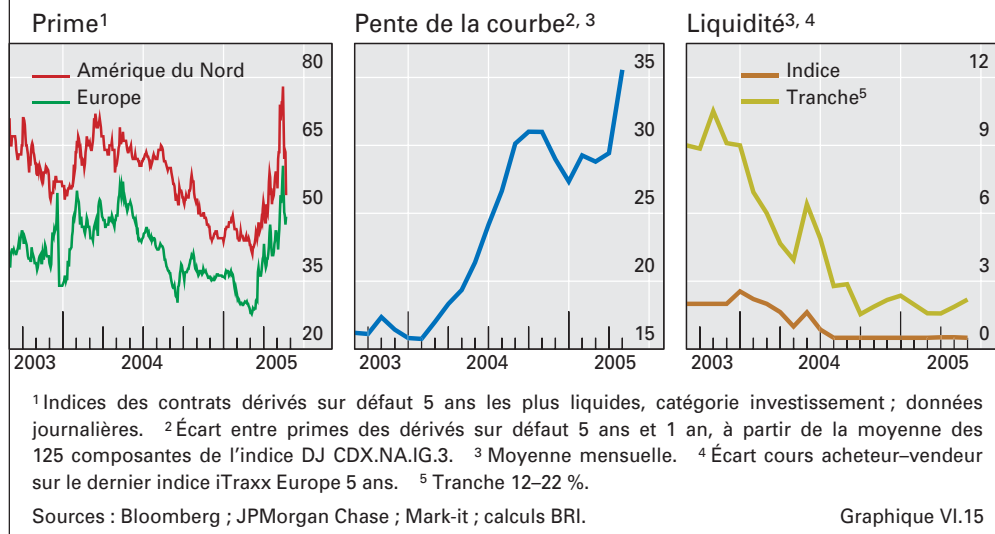
Neuvième année consécutive de réduction de l'endettement des entreprises japonaises

Évolution de l'aversion pour le risque

La qualité de crédit semble s'être améliorée par rapport aux années antérieures ; les marges sur les obligations souveraines et d'entreprises ont de surcroît bénéficié d'une plus grande réceptivité des investisseurs pour le risque. Confirmant une tendance amorcée en 2003, la quête de meilleurs rendements a fait monter les prix des actifs à risque ou peu liquides. Cependant, en mars 2005, le risque circonstanciel est réapparu. Après un avertissement sur résultats de General Motors, les marges ont reperdu, en mars et avril, tout l'acquis des douze mois précédents (graphique VI.15).

Contrats dérivés sur défaut

En points de base



L'aversion pour le risque est tombée à des creux sans précédent fin 2004

Une comparaison de l'évolution des probabilités de défaut et des marges de crédit montre l'évolution de la prime de risque demandée par les investisseurs. Les probabilités de défaut obtenues à partir des marges sont en principe équivalentes à celles qui sont déduites des informations sous-jacentes des bilans, multipliées par un facteur d'aversion pour le risque. Une estimation de ce facteur est représentée dans le cadre de gauche du graphique VI.16. Sur les marchés des CDD, l'aversion pour le risque paraît avoir atteint un maximum mi-2002, après l'effondrement de WorldCom. Elle a nettement diminué fin 2002 et tout au long de 2003, avant de remonter momentanément au premier trimestre 2004, à l'occasion du repli généralisé de l'obligataire. Cette remontée s'est trouvée amplifiée par le dénouement de transactions à effet de levier, mais elle a fait place à des minimums sans précédent en fin d'année, suivis d'un nouveau retournement en mars et avril 2005.

Des calculs comparables sur les marchés des obligations d'entreprises donnent un résultat identique. Le resserrement de la distribution des marges au sein d'une même catégorie de notation suggère que, début 2005, les investisseurs n'établissaient pas une distinction aussi claire qu'auparavant entre émetteurs (graphique VI.16, cadre de droite). Même après le dernier repli des marchés de la dette, l'écart entre obligations notées A était plus réduit que la moyenne observée depuis 1997.

Forte demande d'actifs à rendement élevé

La forte demande d'actifs à rendement élevé constitue un signe supplémentaire, mais moins direct, du goût des investisseurs pour le risque. Les financements structurés, tels que les titres garantis par des créances (TGC), ont été particulièrement recherchés (infra). Les tranches supérieures sont généralement bien notées, souvent AAA, mais, en raison de leur complexité, de leur caractère peu liquide et de leurs caractéristiques risque-rendement, elles génèrent un rendement nettement supérieur à celui des obligations d'entreprises assorties d'une notation comparable. Attirés par les forts écarts de prime entre le court et le long terme, les investisseurs se

sont aussi tournés vers le compartiment long. La prime d'échéance entre les marges des CDD à 1 an et 5 ans a baissé fin 2004, avant de remonter en avril 2005, lors du repli du marché (graphique VI.15).

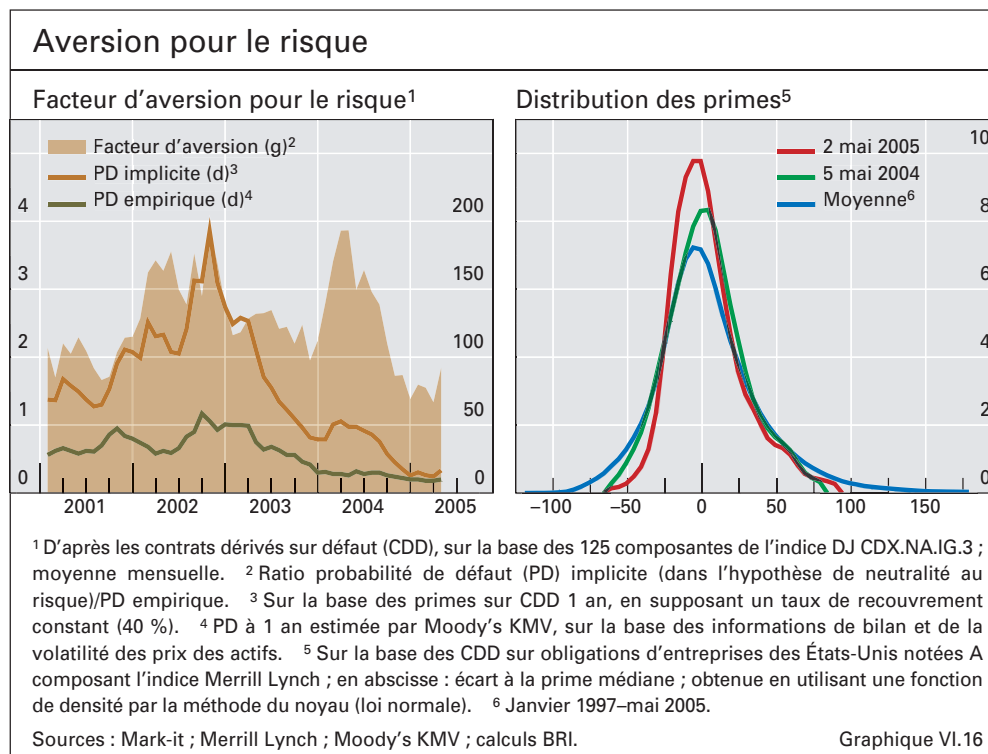
Profitant de la réceptivité des investisseurs à l'égard des structures innovantes, mieux rémunérées, les emprunteurs des économies émergentes ont intensifié leurs émissions d'obligations en monnaie locale. En août 2004, l'Uruguay a été le deuxième emprunteur souverain hors catégorie investissement à émettre une obligation planétaire dans sa propre monnaie (l'Argentine avait été le premier, en 1997) et, en novembre, la Colombie est devenue le troisième. Des sociétés brésiliennes ont rapidement suivi avec des obligations planétaires en reals. Ces structures aident aussi les emprunteurs des économies émergentes à réduire leur vulnérabilité vis-à-vis de l'asymétrie de devises dans leur bilan (chapitre III).

La contraction de la prime de risque s'explique pour beaucoup par l'impression de solidité des conditions économiques. Le goût du risque tend à être procyclique, augmentant quand les fondamentaux semblent s'améliorer et diminuant quand ils se détériorent. Ainsi, la forte croissance mondiale a limité l'aversion pour le risque en 2004, tandis que les révisions en baisse des prévisions ont probablement amplifié le retournement de mars et avril 2005.

L'aversion pour le risque a été limitée par une forte croissance...

Les modifications dans la composition des intervenants peuvent constituer un autre facteur plausible de la diminution de l'aversion effective pour le risque. L'expansion des TGC et l'essor de la demande de créances à risque plus élevé de la part des gestionnaires de TGC ont pu induire une sorte d'accoutumance sur les marchés de la dette (infra). La présence croissante des fonds spéculatifs sur les marchés des dérivés de crédit et des financements structurés a pu produire un effet comparable (chapitre VII).

...des modifications dans la composition des intervenants...



...et le bas niveau des taux directeurs

Enfin, influence non négligeable sur la propension au risque : le bas niveau des principaux taux directeurs. En réduisant les coûts et en facilitant l'accès aux financements, il a pu diminuer les frais de portage et accroître la valeur des sûretés, ce qui est de nature à inciter à la prise de risque. L'incidence des taux directeurs se fait sentir également par interaction avec d'autres déterminants de l'aversion pour le risque, par exemple en favorisant les transactions à effet de levier. En outre, en présence de biais psychologiques et de contraintes institutionnelles, des taux directeurs peu élevés peuvent simplement pousser à chercher de meilleurs rendements. Comme l'a montré le 74^e *Rapport annuel*, de nombreux investisseurs semblent ne pas ajuster leur objectif de rendement nominal en réponse aux changements fondamentaux des conditions du marché, ou tardent à le faire. Devant les rendements historiquement bas des titres d'État de meilleure qualité, ces dernières années, les investisseurs ont cherché, au prix d'un risque accru, à conserver les rendements nominaux qu'ils obtenaient lorsque les taux étaient supérieurs.

Marges de crédit, risque circonstanciel et taux directeurs

Un nouveau renchérissement du risque pourrait être précipité par le risque circonstanciel...

Dans la mesure où les investisseurs auraient sous-facturé le risque, les marchés peuvent rester exposés à un repli plus fort qu'entre mars et mai 2005. Le risque circonstanciel pourrait constituer un facteur déclenchant. Comme l'ont montré les événements de mars 2005, les difficultés rencontrées par un secteur particulier, voire un emprunteur, peuvent avoir des conséquences plus vastes. La baisse généralisée consécutive à l'avertissement sur résultats de General Motors a rappelé le cas de WorldCom en 2002, quand les investisseurs s'étaient détournés des obligations susceptibles d'être rétrogradées et étaient devenus sensibles à des irrégularités dans la gouvernance d'entreprise. Pourtant, la correction, début mai, face à l'éventualité d'un déclassement en catégorie spéculative de Ford et de General Motors s'est faite en douceur, alors que la dette des deux constructeurs automobiles est bien supérieure à celle de WorldCom.

...ou une tension des taux directeurs

Un relèvement inattendu des taux directeurs pourrait constituer un autre facteur déclenchant. Jusqu'à présent, le resserrement a été largement anticipé, de sorte que le repositionnement des investisseurs s'est effectué sans grande perturbation. S'il se révélait plus important que prévu, cela pourrait avoir des conséquences moins anodines. Il pourrait en résulter, par exemple, une baisse notable de la valeur des sûretés, qui risquerait d'amener les investisseurs à se replier vers des actifs plus sûrs. Le dénouement de positions à effet de levier pourrait amplifier le repli des marchés où opèrent les fonds spéculatifs et autres adeptes de ces stratégies, comme celui de la dette des économies émergentes.

Les conséquences d'une telle réévaluation du risque sont difficiles à évaluer. Elles dépendront en partie de la vigueur structurelle de l'économie. En l'absence de détérioration importante et inattendue des fondamentaux, les conditions sous-jacentes devraient permettre d'ancrer les anticipations et d'atténuer ainsi l'incidence du risque circonstanciel. De même, l'effet de la hausse des taux directeurs sur l'aversion pour le risque et sur la qualité de crédit pourrait être compensé par le dynamisme de l'activité. Il ne saurait en

être de même, cependant, pour les emprunteurs des économies émergentes, qui ne tireront probablement pas autant parti de la croissance aux États-Unis que les entreprises américaines. Les conséquences de la réévaluation du risque dépendront aussi des facteurs de marché qui influent sur l'ampleur et la distribution du risque dans le système, que les modifications structurelles de ces dernières années ont rendu moins prévisibles.

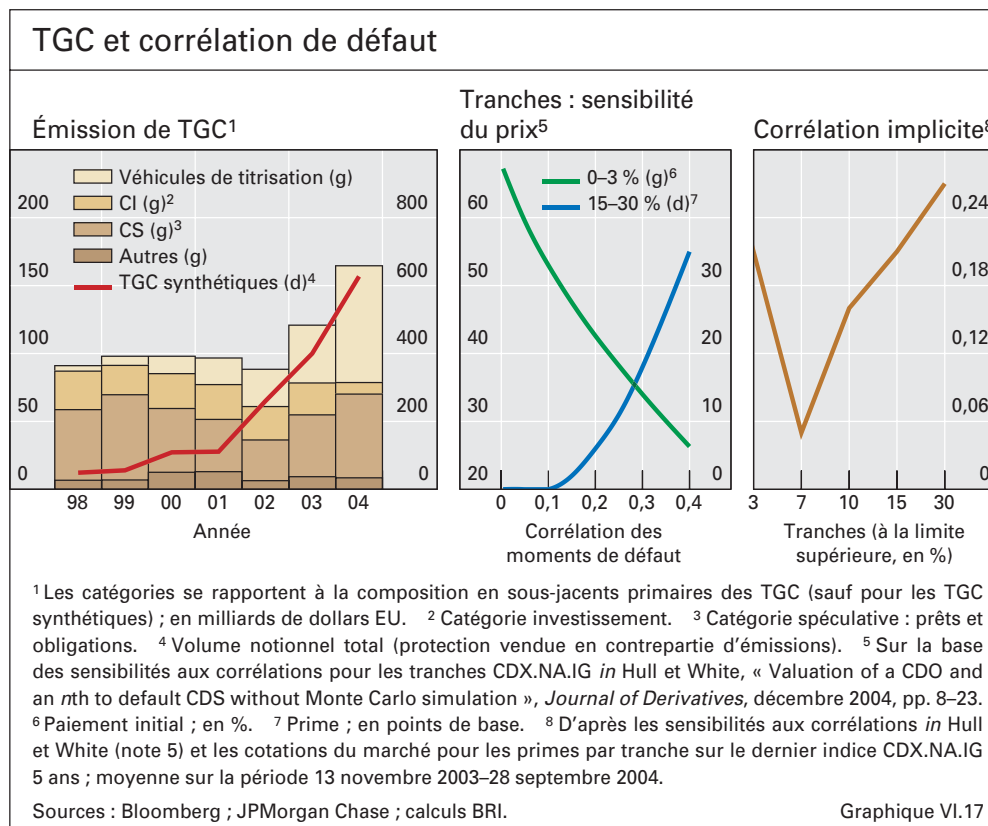
Modifications structurelles dans la gestion du risque de crédit

Parmi les évolutions financières les plus significatives de ces dernières années, on peut mentionner l'apparition de nouveaux instruments de transfert du risque de crédit. Les investisseurs disposent à présent de multiples produits correspondant à leur perception propre. En outre, les établissements financiers, qui ont toujours été les plus gros détenteurs de ce type de risque, peuvent désormais se couvrir ou le gérer de manière plus efficace, grâce en particulier au développement des TGC et des produits associés aux CDD.

La croissance exponentielle du marché des CDD est à cet égard déterminante, car elle offre aux investisseurs une solution aisée pour prendre position ou se couvrir contre le risque de défaut de signatures individuelles. L'encours notionnel mondial des contrats CDD atteignait \$4 500 milliards fin juin 2004, soit six fois plus qu'à fin juin 2001. La principale avancée a été la création d'indices de référence. Les contrats liés à ces indices se négocient largement à présent, ce qui n'est pas encore le cas des indices classiques d'obligations d'entreprises. Les indices servent de base, en outre, à des dérivés

Parmi les grandes modifications, on peut mentionner...

...l'apparition de titres standardisés associés à des CDD...



standardisés, notamment tranches indicielles sur défaut (type de TGC synthétique) et options.

...et de nouveaux types de TGC

Parallèlement, le marché plus vaste des TGC s'est encore élargi, en permettant aux investisseurs de personnaliser leurs portefeuilles par des moyens de plus en plus élaborés. Bien qu'il soit difficile d'obtenir des chiffres précis, une estimation situe les émissions sur le marché au comptant à environ \$165 milliards en 2004 et les montages synthétiques à un niveau encore supérieur, avec \$673 milliards (graphique VI.17). L'activité de l'an dernier a été essentiellement stimulée par la quête de rendement et s'est concentrée sur des tranches TGC sur mesure, sur des structures adossées à des créances à haut rendement et à des instruments financiers structurés, ainsi que sur des produits à plus fort effet de levier comme les TGC sur TGC.

Même si ces nouveaux segments restent de taille relativement modeste, on peut dire que les récentes innovations ont radicalement transformé la négociation et la gestion du risque de crédit.

Avantages économiques des innovations

Avantages des innovations récentes :

Les innovations en matière de dérivés de crédit et de produits structurés ont fait bénéficier le système financier de nombreux avantages : possibilités de diversification et de prise de position sur des éléments spécifiques du risque de crédit, comme les corrélations de crédit ; élargissement de la base d'investisseurs et intégration des marchés ; accroissement de la liquidité. Ces aspects sont examinés ci-après.

...plus larges possibilités de diversification...

Premièrement, les marchés sont à présent plus complets et offrent une plus grande gamme d'instruments aux investisseurs. Les intervenants peuvent prendre désormais plus facilement des positions longues ou courtes grâce à des swaps indiciels ou individuels (ne portant pas toujours sur une signature de grande économie), dans les divers secteurs et sur toutes les catégories de crédit. Des instruments à effet de levier tels que les TGC permettent de s'engager sur les différents segments de probabilité de défaut par l'acquisition de tranches référencées à un panier de titres. En outre, l'éventail des sous-jacents des TGC s'est nettement élargi ces deux dernières années. Avec l'apparition des instruments structurés, il est devenu possible de négocier activement les diverses composantes d'un portefeuille.

Les tranches TGC offrent, en particulier, un moyen plus direct de gérer les corrélations de risque de crédit. En négociant des titres très sensibles à ces corrélations, les investisseurs peuvent modifier plus facilement leur exposition au risque systématique de défaut et de recouvrement. La grande liquidité des tranches indicielles, due en partie à leur standardisation, favorise un négoce plus efficace de ces risques. Illustrant la façon dont les investisseurs peuvent s'engager à l'égard du risque de corrélation, le graphique VI.17 indique comment la courbe de distribution des pertes sur un portefeuille et la valeur des différentes tranches peuvent changer en fonction de la corrélation de défaut. Généralement, une forte corrélation tend à limiter le degré de risque (à accroître la valeur) pour une tranche de premières pertes (*equity*) et à l'augmenter pour les tranches bien notées de première qualité (*super-senior*).

Les investisseurs peuvent ainsi gérer le risque de corrélation en prenant des positions longues ou courtes dans plusieurs tranches.

Deuxièmement, les différents marchés sont plus intégrés, tant au niveau des investisseurs que des produits. Un éventail plus large d'investisseurs peut prendre des positions sur les divers aspects du risque de crédit au moyen de financements structurés. L'activité des fonds spéculatifs, peu soumis à des contraintes pour la composition de leurs portefeuilles, s'est fortement développée. En outre, parallèlement aux banques, compagnies d'assurances et fonds spéculatifs, d'autres gestionnaires de fonds recherchent de plus en plus les produits comportant des CDD et les TGC. Les investisseurs ont commencé à recourir à des stratégies encore plus globales, en associant instruments de taux, de crédit et actions ; de nombreuses salles de marché ont été réorganisées pour prendre en compte cette intégration accrue.

...intégration accrue...

Troisièmement, ces nouveaux instruments ont augmenté la liquidité, grâce notamment à la possibilité d'intervenir dans les deux sens. Les volumes ont fortement augmenté et les écarts de taux acheteur-vendeur sur indices de CDD et tranches indicielles sont devenus très faibles. Ils se situent désormais au-dessous de 1 pb sur l'indice large des signatures européennes de qualité et à quelque 4 pb et 2 pb sur les tranches intermédiaire (3-6 %) et de première qualité (12-22 %), respectivement (graphique VI.15, cadre de droite). Sur le marché des obligations d'entreprises, en revanche, la liquidité reste limitée et, ces dernières années, l'offre a été particulièrement faible en raison du désendettement des sociétés.

...et augmentation de la liquidité...

Dans l'ensemble, ces effets positifs devraient entraîner une réduction généralisée du risque financier à long terme et, en particulier, une baisse des marges moyennes. La diversification accrue des portefeuilles devrait abaisser les primes des signatures individuelles, et l'approfondissement du marché devrait comprimer les primes de liquidité. Reste à savoir, cependant, dans quelle mesure ces effets ont contribué à la récente faiblesse des marges. Certains signes laissent penser que la forte demande de sous-jacents de la part des arrangeurs de TGC a effectivement joué un rôle à cet égard.

...entraînant une réduction du risque à long terme

Malgré ces nombreuses innovations, le marché de la dette offre de vastes perspectives de développement. Ainsi, les contrats à terme standardisés restent à développer et le marché des options sur CDD demeure relativement étroit. L'instauration d'une cotation des CDD indiciels, en mars 2005, devrait favoriser l'expansion de ces marchés et des dérivés connexes.

Principaux motifs de préoccupation

Malgré leurs nombreux avantages, ces récentes innovations comportent aussi des risques, d'autant qu'elles se trouvent dans leur toute première phase de développement. Deux motifs de préoccupation retiennent particulièrement l'attention : la complexité des produits et le fonctionnement des marchés en période de tensions.

Malgré les avancées, des incertitudes subsistent :

Premièrement, les instruments de crédit structurés sont très complexes et les risques correspondants peuvent ne pas être pleinement perçus par tous les intervenants. Les clauses restrictives de nombreux TGC peuvent être difficiles à comprendre et la complexité des opérations pose de multiples problèmes de

...les financements structurés sont très complexes et peuvent comporter des risques cachés...

modélisation. Malgré les efforts entrepris pour élaborer des modèles de tarification et des systèmes de gestion du risque plus réalistes, les intervenants n'ont souvent pas dépassé le stade de la mise en place des capacités d'analyse, laissant aux agences de notation un rôle primordial dans le développement de ces marchés. Or, on manque encore de recul pour juger la notation des TGC, et la référence à celle des obligations d'entreprises reste approximative et peut induire en erreur lorsqu'elle est appliquée à des instruments structurés à fort effet de levier. Même sur un plan plus élémentaire, des progrès restent à faire pour apprécier la distribution des probabilités de pertes, le profil de risque des tranches TGC et leur sensibilité aux corrélations de risque de crédit. Le « sourire » de corrélation, par exemple, observé pour les prix des tranches des contrats indiciaires (graphique VI.17) suggère que les modèles classiques appliqués au risque de portefeuille peuvent être inadaptés. Ces modèles partent du principe que les relations entre toutes les composantes de l'indice sont prises en compte par un seul facteur de corrélation, alors qu'en fait les primes des diverses tranches impliquent des estimations chaque fois différentes.

...et la solidité de ces nouveaux marchés reste incertaine

Deuxièmement, on ne sait pas encore comment les marchés des CDD et des TGC se comporteraient en présence d'une succession de graves incidents de crédit ou d'un vif retournement. En effet, les conditions de crédit favorables qui ont favorisé leur développement peuvent ne pas perdurer. On peut redouter notamment l'effet qu'auraient alors les positions à fort effet de levier sur les bilans des établissements financiers. Il faut songer aussi à l'incidence systémique, pour la liquidité, des institutions à fort effet de levier, comme les fonds spéculatifs ; les marchés pourraient très bien s'assécher avec un retrait des vendeurs de protection, au moment même où l'assurance contre le défaut serait le plus nécessaire. D'ailleurs, malgré certaines turbulences, les marchés des CDD et des tranches indiciaires ont paru opérer un mouvement de correction, dans l'ensemble ordonné, à la suite des difficultés de Ford et General Motors. Il faut cependant préciser que les déclassements de ces sociétés avaient été anticipés depuis un certain temps, de sorte que cette évolution ne reflète peut-être pas la façon dont ces marchés pourraient véritablement se comporter en période de tensions.