

VI. Marchés financiers

Faits marquants

Les prix des actifs à risque ont continué d'augmenter pendant la majeure partie de 2006 et du premier trimestre 2007 ; les deux replis marqués enregistrés ont été, en fait, davantage des corrections passagères que des tassements prolongés. Ainsi, plus d'un indice boursier a inscrit des records historiques, tandis que diverses primes de risque ont atteint des planchers. Pourtant, il est apparu que la croissance mondiale pouvait avoir atteint un pic, et le sentiment des investisseurs a commencé à se ressentir des perspectives économiques moins favorables aux États-Unis et des effets des hausses de taux antérieures.

Dans les économies industrielles avancées, les rendements obligataires se sont stabilisés vers la mi-2006, avant d'amorcer un recul. Aux États-Unis, en particulier, ceux du segment long ont diminué au second semestre, traduisant les interrogations des investisseurs sur l'évolution de la croissance dans ce pays ainsi que les anticipations d'un assouplissement monétaire. Au Japon, la persistance de perspectives économiques plus positives a soutenu les rendements ; dans la zone euro, l'embellie progressive a fini par faire monter ceux des euro-obligations.

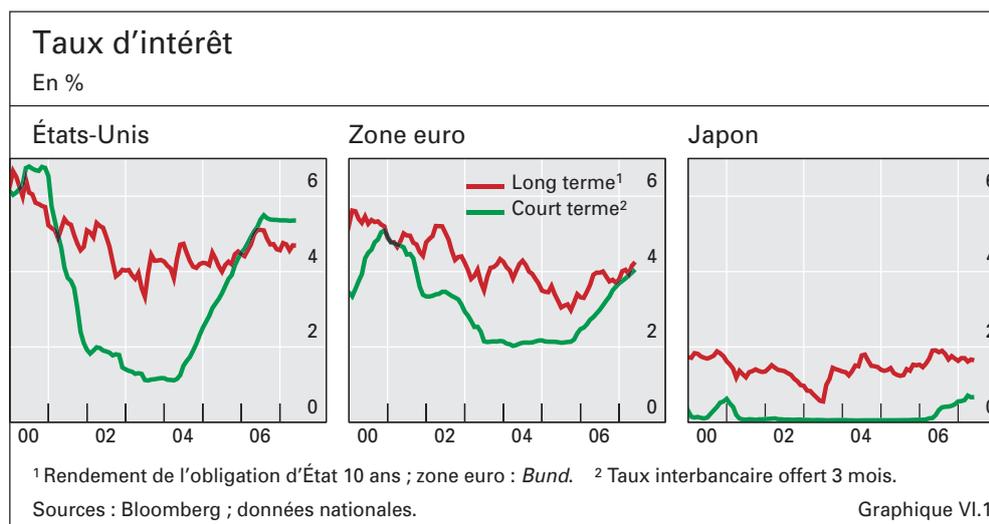
Si les actions ont pu être confortées, par moments, par la baisse des rendements obligataires, elles l'ont surtout été par la poursuite d'une vive progression des bénéfices. Elles ont également bénéficié des modifications survenues dans le capital des entreprises, avec l'augmentation des rachats d'actions et l'intensification des fusions-acquisitions, et du goût de plus en plus prononcé des investisseurs pour le risque.

L'amélioration des résultats économiques et l'attitude plus favorable des investisseurs à l'égard du risque ont également eu des conséquences bénéfiques sur les primes de risque des entreprises dans les pays développés. La solidité des bénéfices et les faibles niveaux d'endettement ont fait nettement reculer les perspectives de défaut. De même, les gains réalisés dans les économies émergentes se sont accompagnés de relèvements des notations et d'une situation macroéconomique généralement solide. Cependant, sur tous ces marchés, le goût croissant pour le risque a comprimé les primes.

Les rendements affectés par des perspectives de croissance contrastées

En mai 2006, lors du tassement sur les marchés financiers mondiaux, la progression enregistrée depuis quelque temps par les rendements longs des obligations d'État dans les pays développés s'est interrompue. Si les prix des

Amorce d'un recul des rendements à long terme vers la mi-2006



actifs à risque sont repartis à la hausse peu après, l'obligataire n'a pas suivi. Les rendements longs du G 3 ont amorcé un recul vers la mi-2006, lorsque les investisseurs ont revu en baisse leurs anticipations de croissance, en particulier pour les États-Unis (graphique VI.1), et que le marché a attendu à plusieurs reprises des réductions de taux par la Réserve fédérale. Au Japon, les perspectives de croissance, bien que meilleures, n'ont guère stimulé les rendements mais ont probablement limité leur repli. Dans la zone euro, le regain de dynamisme de l'économie a entraîné un mouvement de hausse. De début mai 2006 – avant le tassement – au 18 mai 2007, le rendement de l'obligation d'État 10 ans a perdu environ 35 pb, à 4,80 %, aux États-Unis, tandis qu'il gagnait quelque 30 pb, à 4,30 %, dans la zone euro et cédait près de 25 pb, à 1,65 %, au Japon.

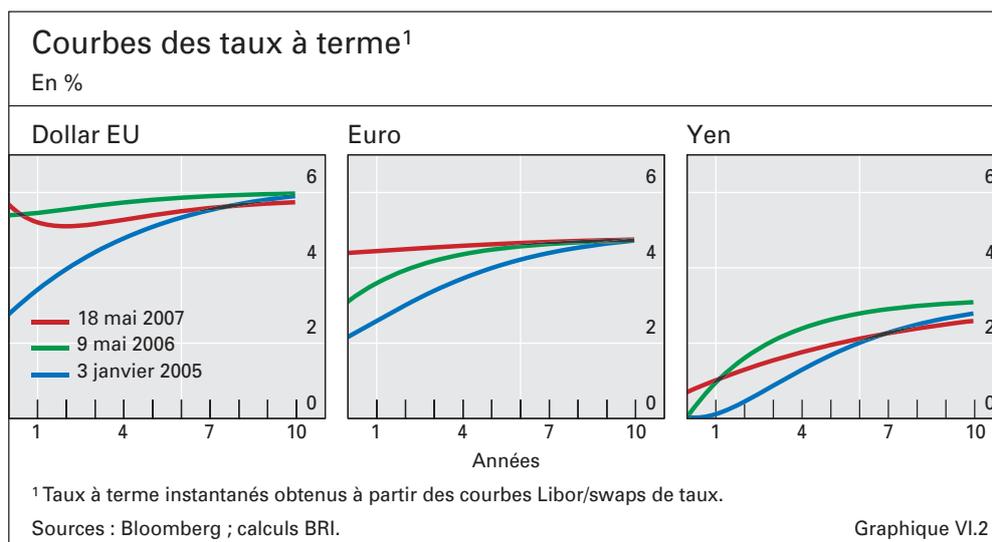
Aplatissement des courbes des rendements au Japon et dans la zone euro

Le 29 juin 2006, le 17^e relèvement consécutif des taux de la Réserve fédérale a été suivi d'une longue période d'attente, durant laquelle les variations des anticipations sur l'évolution de sa politique ont contribué au repli des rendements longs et courts. Les investisseurs tablaient au départ sur une poursuite du resserrement monétaire, à un rythme plus lent toutefois, puis ils ont été peu à peu amenés à penser que la banque centrale laisserait ses taux inchangés pendant une période prolongée et ont fini par envisager l'éventualité d'une baisse. Lors du relèvement de juin 2006, l'écart entre les rendements 10 ans et 2 ans était proche de zéro. Au 18 mai 2007, la pente de ce segment de la courbe n'avait guère évolué par rapport à juin 2006, tandis que l'extrémité courte de celle des taux à terme implicites américains s'était fortement inversée (graphique VI.2). Cette situation corroborait les attentes d'un assouplissement monétaire à court ou moyen terme.

Si les taux sont restés inchangés aux États-Unis, le resserrement monétaire s'est poursuivi en revanche au Japon et dans la zone euro, entraînant un aplatissement des courbes (graphique VI.2). Le Japon a cessé de maintenir son taux officiel proche de zéro et a procédé, en juillet 2006, à son premier relèvement depuis six ans, puis à un second en février 2007. De

Montée des anticipations de réduction des taux directeurs aux États-Unis...

...et relèvements au Japon et dans la zone euro



juin 2006 à mai 2007, la BCE a remonté ses taux de 25 pb à cinq reprises (chapitre IV). Dans le même temps, les rendements longs ont légèrement fléchi au Japon et ne sont que peu remontés dans la zone euro, atténuant la courbure de la structure par échéance. De début mai 2006 au 18 mai 2007, l'écart entre le 10 ans et le 2 ans s'est rétréci d'environ 55 pb dans la zone euro et de quelque 45 pb au Japon.

Divergence des perspectives de croissance et modération des anticipations d'inflation

Comme toujours, les décisions concernant les taux directeurs ont reflété les jugements portés sur la situation macroéconomique et ses perspectives, qui ont aussi déterminé dans une large mesure les rendements à long terme. En 2006, les anticipations et la tarification des titres d'État se sont probablement fondées essentiellement sur le rythme et l'ampleur attendus du ralentissement économique aux États-Unis. Les craintes suscitées par les répercussions du tassement rapide de l'immobilier, la hausse persistante des prix pétroliers et les relèvements antérieurs des taux ont progressivement tempéré l'optimisme des investisseurs sur la trajectoire de la croissance future de l'économie américaine. À partir de là, les prévisions de croissance pour 2007 n'ont cessé d'être revues en baisse, hormis une brève interruption au début de 2007 (graphique VI.3, cadre de gauche).

Si l'évolution des perspectives américaines a aussi influé sur les rendements obligataires hors des États-Unis, les anticipations de croissance dans la zone euro et au Japon ont certainement joué localement un rôle important. Dans la zone euro, où la croissance s'est accélérée et où les prévisions ont fait preuve d'un optimisme grandissant, les rendements ont, au départ, moins baissé qu'aux États-Unis, puis sont remontés progressivement. Au Japon, ils se sont également moins repliés, les investisseurs croyant de plus en plus à un retour à la normale de l'économie et à l'avènement d'une croissance solide.

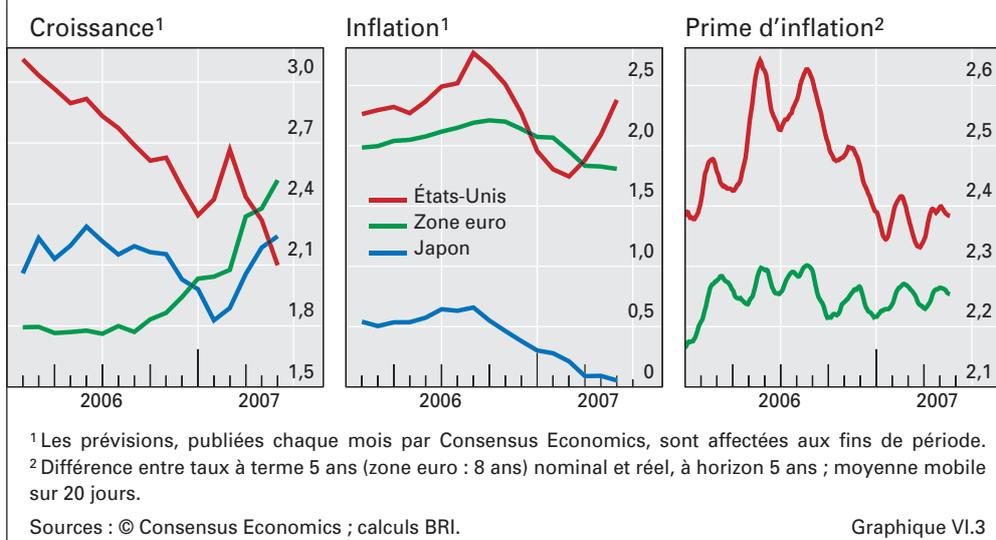
Outre les perspectives de croissance, le sentiment des investisseurs sur l'évolution de l'inflation a influé sur les rendements obligataires au cours de

Un ralentissement attendu a fait baisser les taux aux États-Unis...

...tandis que l'accélération de la croissance a stimulé les rendements dans la zone euro

Prévisions pour 2007 et indicateur de prime d'inflation

En %

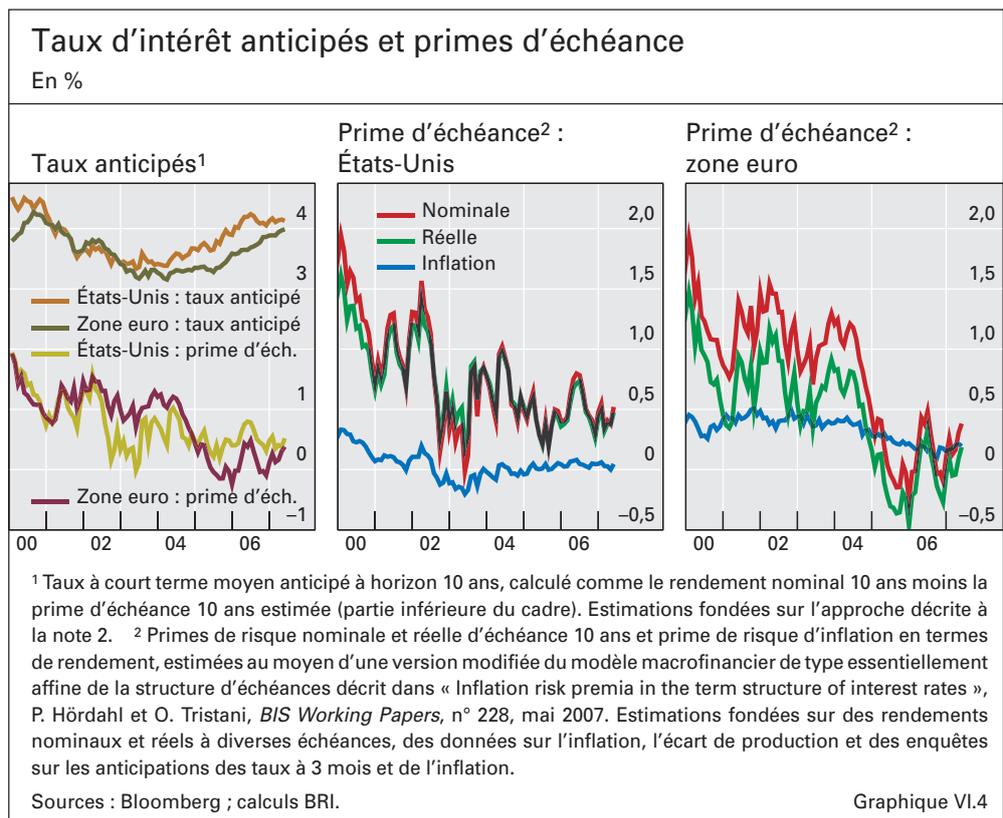


l'année écoulée. Au premier semestre, les tensions inflationnistes ont paru s'intensifier peu à peu, surtout aux États-Unis, puis s'atténuer au second, à la suite du resserrement monétaire et de la décline des prix du pétrole jusqu'en fin d'année. Sur la base de ces éléments, les prévisions d'inflation pour 2007 ont commencé à se modérer, après une montée progressive pour les premiers mois de 2006 (graphique VI.3, cadre du milieu). Au premier semestre 2007, des signes montrant que l'inflation diminuait moins vite que prévu ont entraîné un revirement partiel de ces prévisions. Les anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, mesurées par la différence entre les rendements obligataires à terme nominaux et réels, ont en grande partie reflété ces changements (graphique VI.3, cadre de droite). Parallèlement, les indicateurs correspondants de l'inflation dans la zone euro étaient plus stables, les marchés jugeant que les tensions sur les prix dues à l'amélioration de l'activité économique seraient contrebalancées par un resserrement graduel de la politique monétaire.

Les rendements affectés par la baisse de la prime d'échéance

Si l'évolution des rendements obligataires en 2006 a été en partie déterminée par les anticipations économiques, d'autres facteurs sont également intervenus. L'absence, en particulier, de tendance haussière notable dans la zone euro pendant la majeure partie de l'année a semblé contraster, dans une certaine mesure, avec les bons résultats économiques du groupe. Il apparaît plutôt que le repli de la prime d'échéance a joué un rôle important et contribué également aux pressions sur les rendements des titres du Trésor américain.

La prime d'échéance intégrée dans la structure par échéance des taux d'intérêt représente la rémunération des investisseurs en regard des risques liés à l'évolution incertaine des taux. Selon des estimations portant sur les États-Unis et la zone euro, cette prime est restée historiquement faible (graphique VI.4, cadre de gauche). En outre, même si elle paraît avoir



légèrement progressé de fin 2005 à mi-2006, elle s'est de nouveau repliée par la suite. De mi-2006 à mai 2007, la prime sur le rendement nominal de l'obligation 10 ans du Trésor américain aurait cédé environ 25 pb, ce qui équivaut aux trois quarts environ de sa baisse totale sur cette période, les 10 pb restants étant dus à des anticipations de recul des taux. Dans la zone euro, la prime à 10 ans a perdu quelque 40 pb au second semestre 2006, avant de refaire l'essentiel de ses pertes sur les cinq premiers mois de 2007.

Si l'on défalque, dans le rendement à 10 ans, la prime d'échéance estimée, le résultat semble mieux faire apparaître l'évolution contrastée des deux économies l'an passé. La trajectoire implicite des taux nominaux moyens attendus sur les dix prochaines années a continué de progresser sans interruption pour la zone euro, alors qu'elle a stagné puis s'est infléchi vers la mi-2006 pour les taux américains (graphique VI.4, cadre de gauche).

Les modèles récents de la structure par échéance fournissent des indications sur les déterminants sous-jacents de la prime ainsi estimée. Sur le rendement nominal, la prime d'échéance peut se décomposer grosso modo en deux éléments : la prime de risque d'inflation et la prime de risque réelle. La première représente la rémunération exigée par les investisseurs en regard des incertitudes relatives à l'inflation, et la seconde rétribue le risque lié aux variations des taux d'intérêt réels. La modélisation conjointe de la dynamique des rendements nominaux et indiciels ainsi que des variables macroéconomiques clés montre l'évolution de ces primes dans le temps. Ces estimations comportent, certes, un degré notable d'incertitude et peuvent également dépendre des conditions de liquidité sur les différents marchés et

Parmi les déterminants du recul de la prime d'échéance...

des facteurs institutionnels. Ainsi, la demande des investisseurs institutionnels et les acquisitions massives de titres d'État par les banques centrales étrangères et autres organismes publics ont pu compresser pour un temps les rendements (chapitre VI du 76^e Rapport annuel).

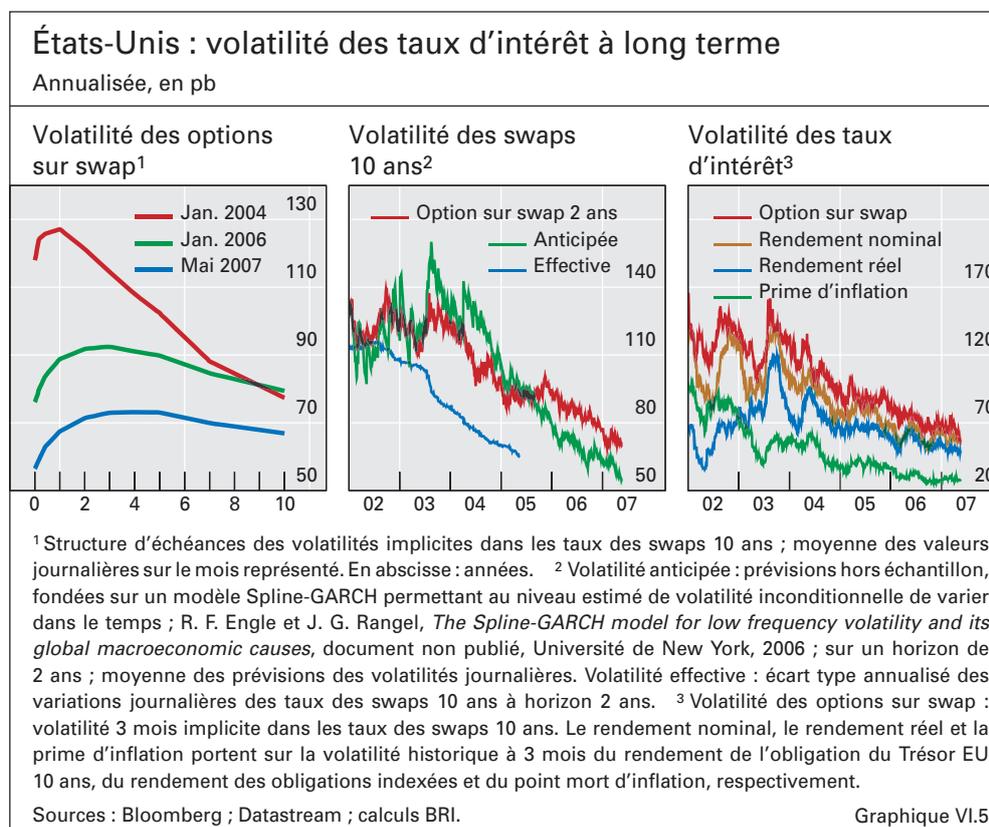
...la baisse de la prime réelle domine

Les chiffres semblent néanmoins indiquer que les fréquentes variations de la prime d'échéance nominale ont été dues, en grande partie dans la zone euro et presque exclusivement aux États-Unis, à celles de la composante réelle de cette prime (graphique VI.4, cadres du milieu et de droite). Dans le même temps, les estimations montrent que, pour l'ensemble de 2006, la prime de risque d'inflation a progressivement diminué dans la zone euro et est restée globalement inchangée aux États-Unis.

Poursuite de la baisse de la volatilité implicite des taux

Le recul de la prime d'échéance estimée peut s'expliquer, dans une certaine mesure, par le fait que les investisseurs ont considéré que les incertitudes liées à l'évolution future des taux d'intérêt avaient diminué. C'est ce qui ressort de la volatilité implicite des options sur swap de taux. Ainsi, la structure par échéance de cette volatilité implicite pour le taux des swaps 10 ans aux États-Unis n'a cessé de fléchir en 2006 et début 2007 (graphique VI.5, cadre de gauche) de même, d'ailleurs, que pour d'autres échéances. Les replis massifs de mai-juin 2006 et fin février-mars 2007 sur les marchés mondiaux n'ont guère influé sur la volatilité des options sur swap en général, même si la volatilité à court terme des taux courts est brièvement remontée pendant le second épisode.

Poursuite de la baisse de la volatilité implicite des options sur swap



Si les variations de la rémunération exigée pour le risque de volatilité ont pu également contribuer à la volatilité des options sur swap, des éléments indiquent qu'elles ont probablement joué un rôle mineur. On peut représenter cette prime pour risque de volatilité par l'écart entre la volatilité implicite et celle anticipée par les investisseurs. Les prévisions issues de modèles de séries chronologiques permettent de mesurer ces anticipations : selon les estimations obtenues, la diminution sur ces options, bien qu'importante, a été due principalement au fait que les investisseurs s'attendaient à une poursuite du recul de la volatilité. En d'autres termes, le repli de la volatilité implicite ces dernières années correspond en grande partie aux prévisions plus basses (hors échantillon) fournies par un modèle tenant compte des variations de la perception de la volatilité à long terme. De surcroît, la baisse de la volatilité implicite des options sur swap a coïncidé avec celle de la volatilité effective des taux longs (graphique VI.5, cadre du milieu).

Étant donné que l'écart entre les swaps et les valeurs du Trésor américain reste stable depuis quelque temps, le recul constant de la volatilité des taux des swaps depuis mi-2003 a correspondu, en grande partie, à une décreue de la volatilité du rendement de l'obligation 10 ans (graphique VI.5, cadre de droite). Ce recul pourrait donc traduire une augmentation de la stabilité perçue des fondamentaux économiques. La rémunération du risque d'inflation pour le rendement nominal, en particulier, est devenue moins volatile, ce qui, avec la stabilité de la prime pour risque d'inflation, corrobore des anticipations d'inflation à long terme moins fluctuantes. Cela peut être dû à une plus grande crédibilité de la banque centrale ou au fait que, d'après les investisseurs, les futurs chocs inflationnistes sur l'économie seront de moindre ampleur. La baisse généralisée des mouvements sur la prime d'échéance estimée, qui résulte surtout d'une prime de risque réelle moins volatile, peut aussi avoir contribué au recul de la volatilité des taux d'intérêt.

La baisse de la volatilité peut être liée à la stabilité macroéconomique perçue

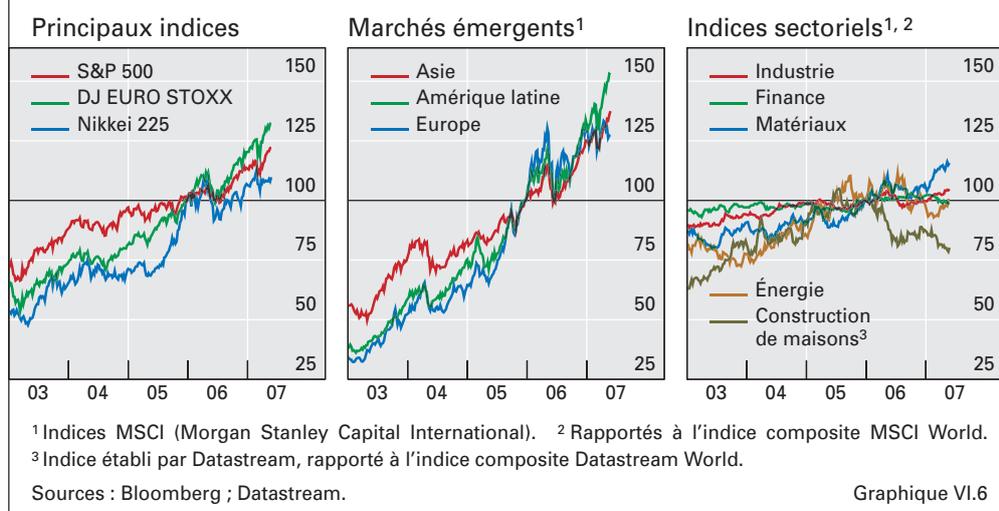
Vigueur des marchés d'actions malgré des épisodes de volatilité

La hausse amorcée début 2003 par les marchés mondiaux des actions s'est poursuivie pendant la majeure partie de la période examinée, malgré deux forts replis, en mai-juin 2006 et fin février-mars 2007. Pour la troisième année consécutive, les économies européennes avancées ont fait mieux à cet égard que les autres pays développés. Leur indice a gagné 19 % entre fin mars 2006 et mi-mai 2007, devançant la progression des titres américains et japonais, qui ont gagné respectivement 17 % et 2 % (graphique VI.6, cadre de gauche). Cette vigueur se retrouve dans l'ensemble dans les économies émergentes, avec des augmentations respectives de 37 %, 28 % et 10 % en Amérique latine, Asie et Europe (graphique VI.6, cadre du milieu). Les épisodes de volatilité accrue qui ont accompagné les périodes de repli des actions ont été brefs également. De ce fait, la volatilité globale des cours a inscrit un plancher historique fin 2006 et demeurait bien inférieure, en mai 2007, à ses moyennes à long terme (graphique VI.7, cadres de gauche et du milieu).

Hausse des cours des actions...

Cours des actions

Données de fin de semaine, en monnaie locale ; fin décembre 2005 = 100



Les marchés confortés par de bons résultats

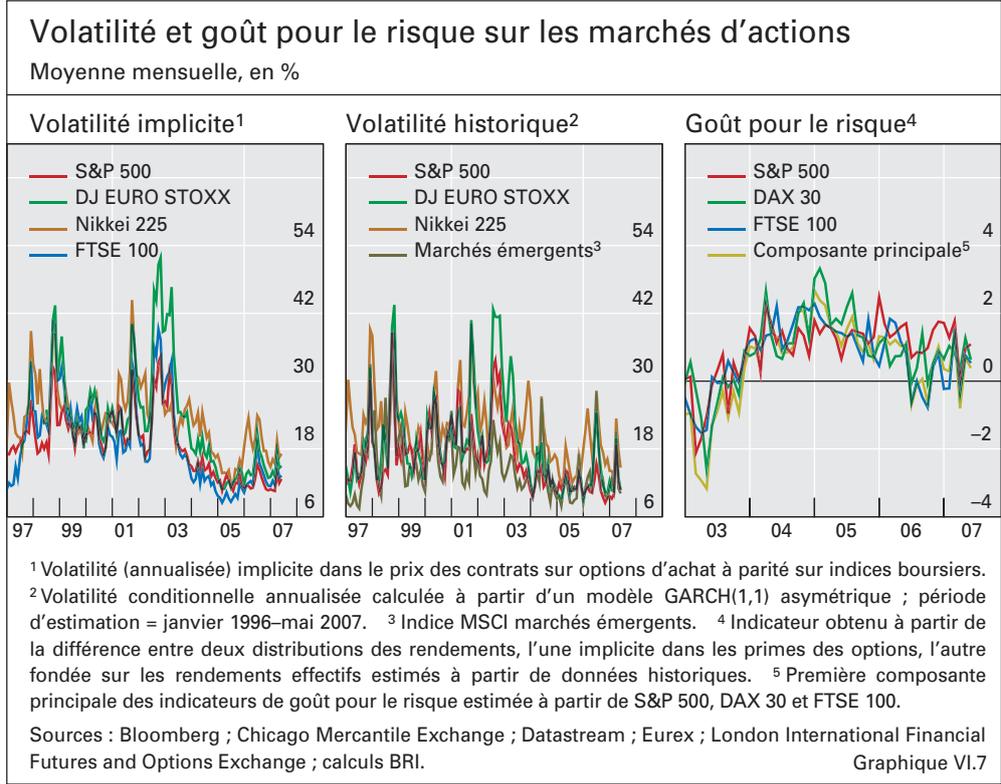
...étayée par de bons résultats

Les bons résultats des sociétés cotées sur les marchés des pays développés ont soutenu les cours des actions. Même le ralentissement de la croissance du PIB aux États-Unis au troisième trimestre 2006 n'a eu, au départ, qu'une faible incidence sur les résultats des entreprises, qui n'ont commencé à se tasser qu'en fin d'année. Pour autant, la stagnation des prix du logement a amoindri, en 2006, la rentabilité et les performances dans des secteurs tels que le bâtiment (graphique VI.6, cadre de droite). En Europe, les entreprises ont également connu de fortes progressions en général ; le dynamisme de l'activité économique au Royaume-Uni, en Allemagne et en France a aidé les marchés à faire face à la série de relèvements de taux de la Banque d'Angleterre et de la BCE. Après une accélération début 2006, les profits des sociétés japonaises ont marqué le pas.

Les progressions des cours des actions dans les économies émergentes ont coïncidé avec des conditions macroéconomiques généralement favorables (chapitre III) et un goût prononcé pour le risque de la part des investisseurs mondiaux. La vive appréciation dans le secteur des matériaux (graphique VI.6, cadre de droite), englobant les métaux et l'industrie minière, a reflété en partie le dynamisme d'économies en voie d'industrialisation comme la Chine. De plus, les effets de contagion des troubles politiques dans certains pays, tels que la Hongrie, la Thaïlande et l'Équateur, ont été assez limités. Néanmoins, avec le repli des prix pétroliers, les actions du secteur de l'énergie ont stagné après la mi-2006 et celles du marché boursier en Russie, pays exportateur de pétrole, ont subi des revers particulièrement marqués début 2007. À l'inverse des marchés développés, les bénéfices des sociétés des économies émergentes n'ont pas suivi les cours des actions, et les ratios cours/bénéfices ont nettement augmenté (graphique VI.9, cadre du milieu), ce qui traduit le goût croissant pour le risque associé aux actifs des économies émergentes.

Le goût pour le risque a stimulé les rendements dans les économies émergentes...

Les marchés mondiaux des actions ont essuyé de lourdes pertes en mai-juin 2006 et fin février-mars 2007. L'indice global MSCI s'est alors replié



respectivement de 13 % et 7 %. La baisse de la mi-2006 semble avoir été davantage déclenchée par un tassement du goût pour le risque que par une réévaluation des fondamentaux (graphique VI.7, cadre de droite) ; de ce fait, c'est dans les économies émergentes que les cours ont le plus reculé (-26 %). Quant à l'épisode du début de 2007, il a coïncidé avec l'apparition de préoccupations au sujet de la faiblesse de l'économie américaine (en particulier du marché du logement). Malgré une ample correction subie par la bourse chinoise au début de ce mouvement, les marchés des économies émergentes n'ont pas autant perdu qu'à la mi-2006 par rapport aux marchés des pays développés. Le renversement a également duré moins longtemps que le précédent, et le regain de volatilité ainsi que la diminution du goût pour le risque ont pu être effacés en l'espace d'un mois (graphique VI.7).

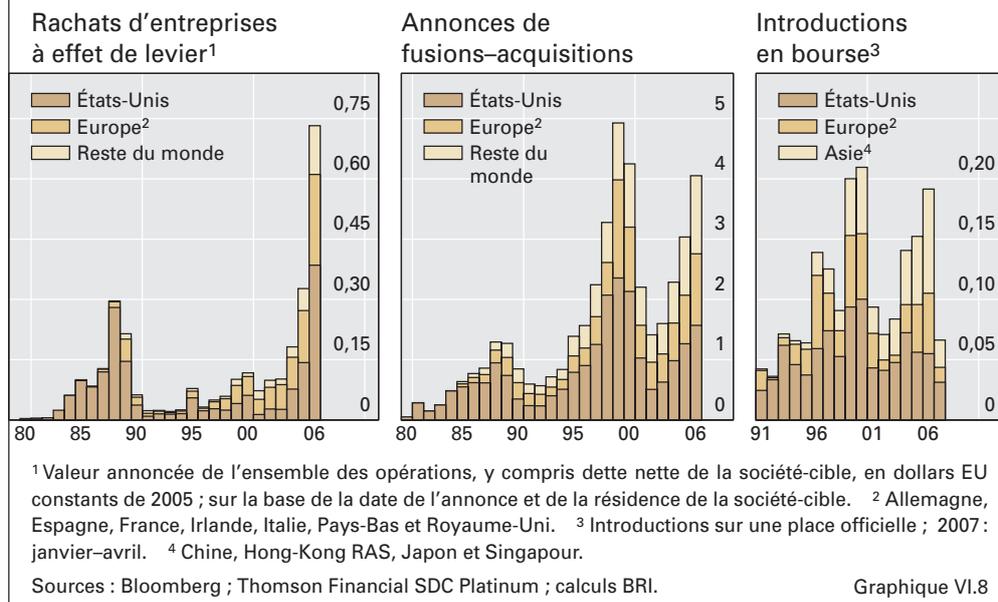
Le marché soutenu par les fusions-acquisitions

Les cours des actions ont également profité des changements effectifs et envisagés dans le capital des entreprises. Les rachats d'actions se sont intensifiés : en 2006, ils ont totalisé plus de \$430 milliards pour les entreprises du S&P 500, soit nettement plus que les niveaux records de l'année précédente. De plus, les rachats à effet de levier ont fait un bond, à \$753 milliards, les opérations des sociétés de capital-investissement dépassant (en dollars constants) les sommets de la fin des années 1980. L'une des grandes différences entre ces deux épisodes tient au fait que les entreprises ciblées n'ont plus été en majorité américaines : les sociétés européennes ont représenté, en effet, 31 % de la valeur annoncée des transactions, contre moins de 10 % en 1988. Celles d'économies émergentes et d'autres pays ont été également bien recherchées (graphique VI.8, cadre de droite).

...et dynamisé les fusions-acquisitions

Fusions–acquisitions et introductions en bourse

En milliers de milliards de dollars EU



Les fusions–acquisitions au sens large, déjà considérables en 2005, ont connu une progression substantielle, avec un total de \$4 100 milliards d'opérations annoncées en 2006, le plus élevé (en termes réels) depuis 2000. Elles ont été particulièrement dynamiques en Europe, où elles ont augmenté de 52 % l'an passé. La valeur globale des transactions s'est établie à \$1 200 milliards, non loin des chiffres enregistrés aux États-Unis (graphique VI.8, cadre du milieu). Cette vigueur sans précédent constitue probablement l'une des causes de la vitalité des marchés européens des actions. En décembre 2006, le principal indice européen, stimulé dans une large mesure par l'annonce de rachats potentiels, a affiché des rendements positifs pendant dix séances consécutives, ce qui ne s'était pas produit depuis 1997.

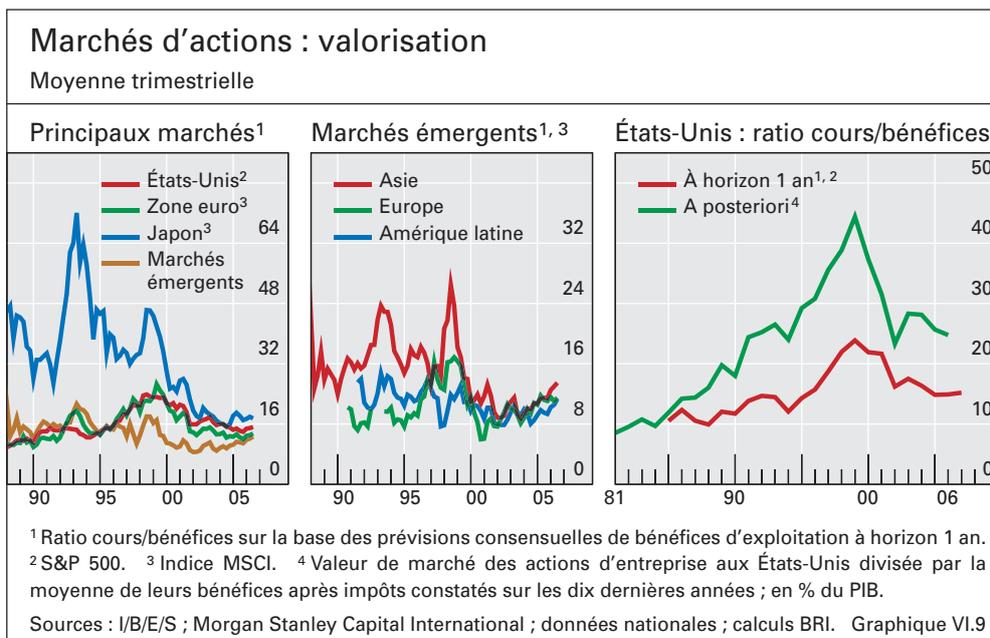
Le volume des introductions en bourse n'avait jamais été aussi élevé depuis 2000. Ces opérations ont été particulièrement nombreuses en Asie, où elles ont atteint le record de \$86,4 milliards, en hausse de 53 % par rapport à l'année précédente (graphique VI.8, cadre de droite). Les volumes ont été exceptionnels à Hong-Kong et Shanghai. Ils ont progressé de 27 % en Europe mais ont stagné aux États-Unis, où leur valeur, exprimée en pourcentage du total des principaux marchés, est revenue à moins de 30 %.

Valorisations

Dans ce contexte d'excellents résultats, la résilience des cours des actions n'a pas tiré les valorisations vers le haut dans les pays développés, tout au moins selon plusieurs indicateurs couramment utilisés. En fait, les révisions des prévisions de bénéfices ont été généralement supérieures à la progression des cours. En 2006, le ratio cours/bénéfices prévisionnels à un an s'est maintenu aux alentours de 15 pour les entreprises du S&P 500, soit un peu au-dessus de celui du MSCI pour la zone euro. L'un et l'autre étaient d'ailleurs légèrement

Le marché européen des prises de contrôle particulièrement dynamique

Ratios cours/bénéfices en baisse aux États-Unis et dans la zone euro...



en deçà de leur moyenne à long terme de 16 sur 1988–2005. Au Japon, malgré une forte augmentation au second semestre 2005 et début 2006, les ratios sont restés bien inférieurs aux niveaux des décennies précédentes (graphique VI.9, cadre de gauche).

En revanche, dans les économies émergentes, les valorisations ont poursuivi sur leur lancée de 2005 (graphique VI.9, cadre du milieu). Cette appréciation a été particulièrement marquée en Asie, même si les économies émergentes d'Europe font mieux depuis cinq ans. Malgré ces récents progrès, les valorisations demeurent bien inférieures à celles de la fin des années 1990, avant le repli boursier, dans chacune des grandes régions émergentes.

Certes, dans les pays développés, les valorisations apparaissent plus favorables sur la base des indicateurs historiques des bénéfices que sur la base des prévisions à court terme. Comme le montre l'analyse ci-après, aux États-Unis, les bénéfices, exprimés en pourcentage du PIB, ont avoisiné leurs sommets historiques en 2006 (graphique VI.15). Sur la base d'une moyenne mobile des bénéfices (choisie sur dix ans pour lisser la variation cyclique), le ratio cours/bénéfices, en termes réels, des actions américaines constitue un indicateur historiquement fiable des rendements à venir (relation inverse). Fin 2006, il se situait bien au-dessus de sa moyenne historique, à environ 25, contre une moyenne d'un peu moins de 20 depuis le début des années 1980 (graphique VI.9, cadre de droite).

Des primes de risque proches de leurs planchers historiques

Les primes de risque se sont resserrées sur toutes les catégories de dette, mais surtout sur le compartiment à haut risque. L'essor des marchés a été interrompu à deux reprises par des épisodes de turbulences, d'une durée relativement courte cependant. Il semble dû surtout à la solidité des fondamentaux des entreprises, à la forte demande de produits structurés et à un goût retrouvé pour le risque.

...et en hausse dans les économies émergentes

Bonne tenue des titres à haut rendement

La tendance
baissière des
primes sur la dette
à haut rendement...

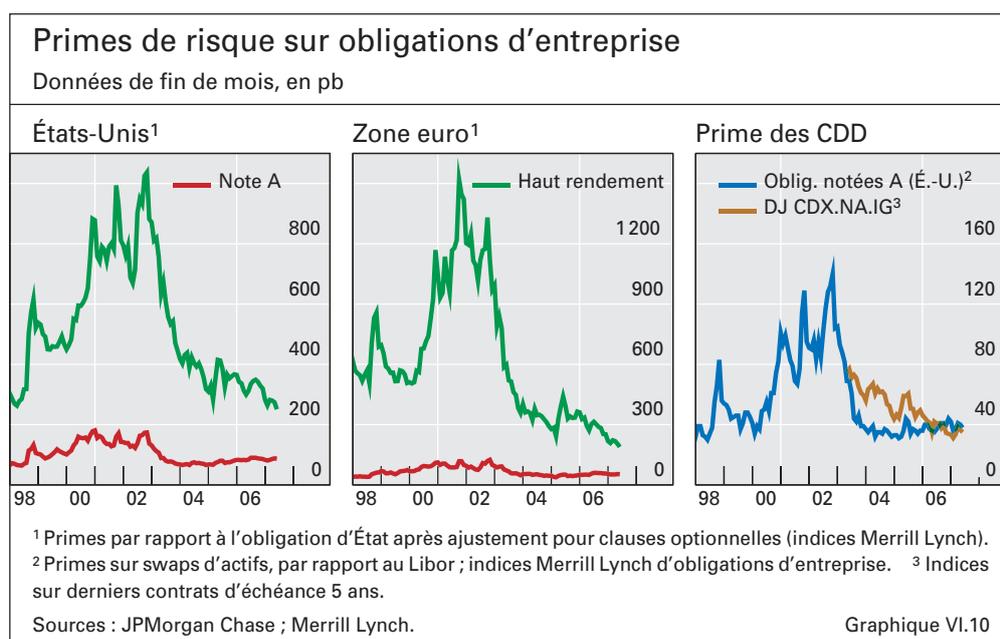
Sur certains marchés, le regain d'intérêt pour les instruments à haut risque a comprimé un peu plus les primes (graphique VI.10). Fin mai 2007, l'indice des primes des obligations d'entreprise américaines à haut rendement était retombé juste au-dessus de 250 pb, soit moins que son minimum précédent enregistré avant le repli des marchés au deuxième trimestre 2005 et non loin du creux de 235 pb d'octobre 1997. De même, les primes sur les obligations européennes étaient redescendues au-dessous de 190 pb, ce qui est inférieur de plus de 40 pb à leur plancher antérieur de mars 2005. Celles sur les titres d'entreprise américains et européens de qualité investissement, qui se maintenaient dans une fourchette relativement étroite, n'avaient augmenté, fin mai 2007, que de quelques points de base par rapport à mars 2006.

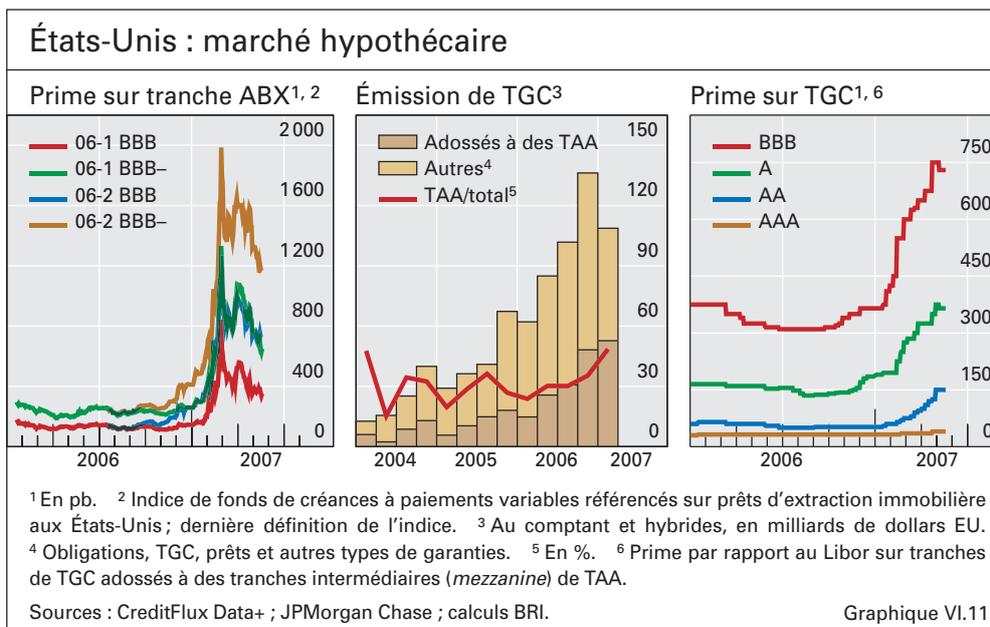
...a résisté aux
turbulences de
mai-juin 2006...

Le risque de crédit a été temporairement réévalué pour la première fois à partir de la mi-mai 2006. De 288 pb le 12 mai 2006, les primes des obligations d'entreprise à haut rendement des États-Unis s'étaient élargies, fin juin, de 47 pb. Les marges correspondantes des contrats dérivés sur défaut (CDD) auraient été sensiblement plus grandes en juin et juillet sans le secteur de l'automobile : celles de General Motors et Ford se sont contractées, en effet, de plus de 300 pb entre fin juin et fin août. Pour les actifs à risque, les niveaux sont restés élevés pendant tout le mois d'août, mais ont recommencé à descendre fin septembre. En mai et juin, les investisseurs se sont détournés de la dette à haut rendement pour des actifs plus sûrs, ce qui a moins affecté les primes sur les signatures de qualité. Ainsi, celles des obligations d'entreprise notées A aux États-Unis et en Europe ont augmenté de moins de 10 pb pendant cet épisode.

...et de fin février-
mars 2007

Les marchés de la dette ont traversé une deuxième zone de turbulences à la fin de février et en mars 2007, mais son incidence globale a été plus modérée. Le 27 février, alors que les marchés mondiaux des actions étaient en repli, les primes sur les obligations à haut rendement des États-Unis sont





montées de plus de 20 pb et ont continué d'augmenter pendant quatre jours environ. Si les places boursières ont ensuite annulé l'essentiel de leurs pertes en trois semaines, les marchés de la dette ont mis davantage de temps à se remettre. Il a fallu attendre la mi-mai pour que ces primes se rapprochent de leurs creux de fin février.

La montée des préoccupations suscitées par les crédits immobiliers à risque aux États-Unis a accentué les incertitudes. Les taux de défaut sur les prêts de qualité inférieure, qui étaient proches de 10 % pendant la majeure partie de 2004 et 2005, atteignaient 13 % fin 2006, cette détérioration étant essentiellement intervenue au quatrième trimestre (chapitre VII). Plusieurs établissements de ce segment ont alors fait faillite et, à compter de novembre 2006, les primes sur les tranches de moindre qualité des prêts d'extraction hypothécaire se sont sensiblement accrues (graphique VI.11, cadre de gauche). Après l'annonce, par HSBC, le 8 février 2007, de la nécessité de provisionner davantage de fonds pour couvrir les créances douteuses de son portefeuille de prêts de qualité inférieure, et suite à la révision en baisse des volumes de prêts anticipés par New Century Financial pour 2007, les primes sur ce segment se sont élargies de pas moins de 200 pb en deux jours.

Il est difficile de savoir si et comment les problèmes des prêts immobiliers de qualité inférieure aux États-Unis peuvent se propager à d'autres marchés. La taille relativement restreinte de ce compartiment limite en partie ce risque. Les prêts à cette catégorie d'emprunteurs n'ont représenté que 21 % du total des crédits hypothécaires aux États-Unis en 2006 et 14 % de l'encours des prêts immobiliers en fin d'année. Cela étant, les investisseurs sont devenus de plus en plus attentifs aux effets qu'une détérioration persistante pourrait avoir sur la valorisation des titres garantis par des créances (TGC), constituées elles-mêmes de titres adossés à des actifs (TAA). Le problème, en fait, est de pouvoir déterminer exactement sur quel segment du marché des TGC se concentrent les risques induits par les crédits de qualité inférieure et les prêts aux emprunteurs Alt-A (qui – de par leur documentation réduite – ne peuvent

Montée des préoccupations concernant le marché hypothécaire américain...

...et répercussions sur les marchés des TGC

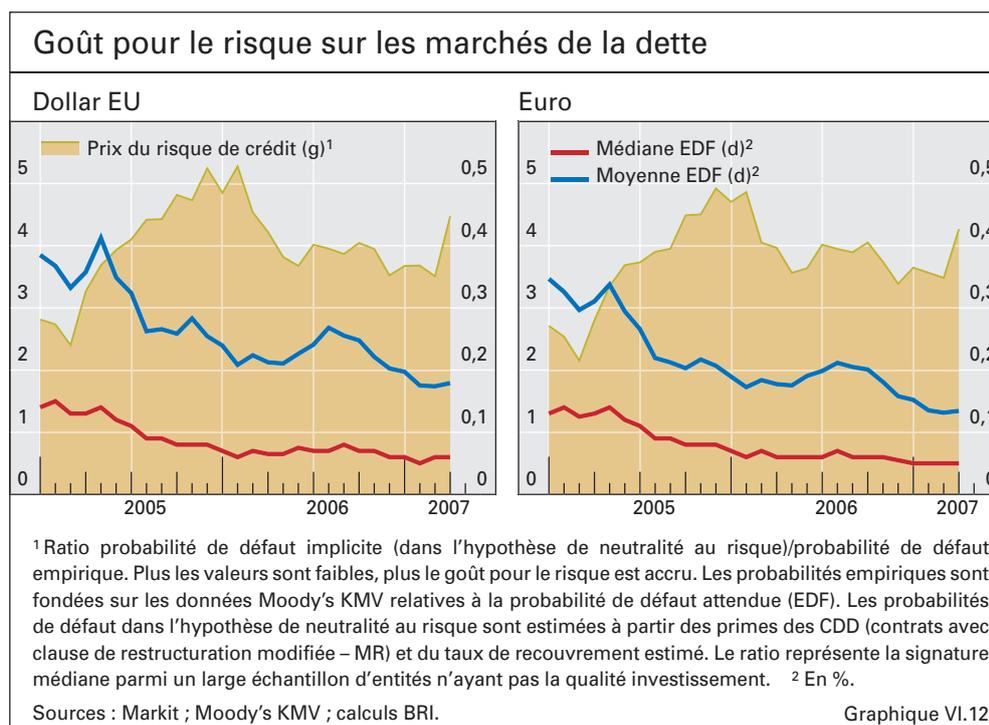
prétendre au statut d'emprunteur de qualité). Selon des estimations, les TAA comptent approximativement pour un tiers du total des sûretés des TGC au comptant (graphique VI.11, cadre du milieu). Selon des prévisions de marché, une bonne partie serait adossée à des crédits de qualité inférieure et Alt-A. Les primes sur les tranches de TGC garantis par des tranches intermédiaires de TAA ont commencé à augmenter fin janvier 2007, ce qui montre que les investisseurs tablaient davantage sur la probabilité d'une détérioration significative du lot de sûretés sous-jacent (graphique VI.11, cadre de droite).

Regain de goût pour le risque

L'évolution du goût pour le risque...

Si la solidité générale des bilans des entreprises (*infra*) a soutenu les valorisations sur les marchés de la dette, il apparaît également que le regain de goût pour le risque chez les investisseurs a contribué à faire baisser les primes sur les actifs à risque. Le ratio des probabilités de défaut, calculées à partir des primes de risque, sur celles résultant d'informations de bilans, en l'occurrence les probabilités de défaut attendues (*estimated default frequencies* – EDF) de Moody's KMV, permet d'obtenir une estimation simple du prix d'une « unité » de risque pour une classe de risque donnée. Plus ce ratio est élevé, plus la rémunération demandée par les créanciers pour supporter un niveau de risque de défaut donné le sera également. Certes, les EDF peuvent elles-mêmes intégrer une composante correspondant au sentiment du marché, puisqu'elles reflètent en partie le prix et la volatilité du capital ; néanmoins, elles constituent une approximation raisonnable de l'opinion des intervenants sur le risque de défaut fondamental.

Globalement, ces indicateurs suggèrent que le goût du risque s'est accentué durant la majeure partie de 2006. Il est évident que les solides



résultats des entreprises ont contribué aux faibles niveaux des EDF et des primes sur les CDD. Cependant, comme ces dernières ont enregistré un recul relativement plus marqué, on peut penser que l'évolution du goût pour le risque, au-delà des modifications des fondamentaux, explique en partie les variations des primes sur les instruments à haut rendement (graphique VI.12). Le prix estimé du risque de crédit, qui avait culminé fin 2005, a le plus souvent diminué en 2006 et début 2007, sauf durant le bref repli de mai-juin 2006. Les derniers chiffres disponibles indiquent que la hausse des primes sur les titres à haut rendement, à la fin de février et en mars 2007, était due pour beaucoup au renchérissement du risque.

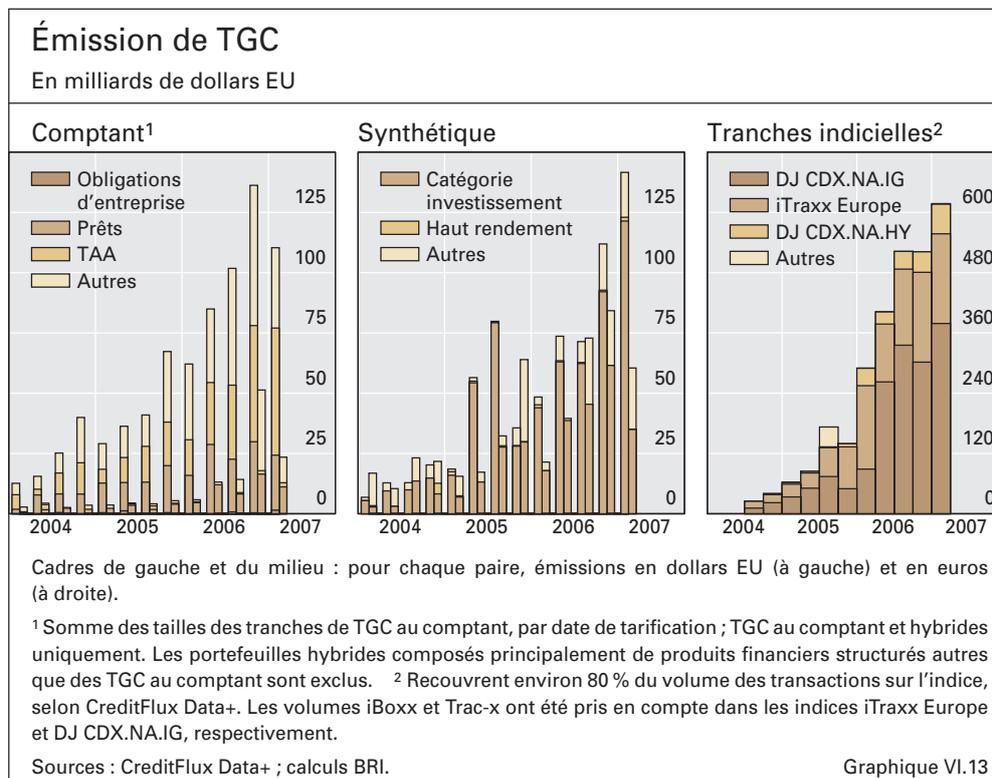
...a contribué au resserrement des primes de la catégorie à haut rendement

Bond des émissions de produits structurés

Le mouvement de baisse des primes sur les instruments à haut rendement a coïncidé avec une période d'abondantes émissions de produits structurés. Certains observateurs en ont déduit que l'expansion du marché des TGC depuis 2004 pouvait avoir contribué à cette contraction. Avec \$470 milliards en 2006, les émissions mondiales de TGC au comptant libellées en dollars EU et en euros, particulièrement abondantes au quatrième trimestre, ont battu leur record (graphique VI.13). De même, celles de TGC synthétiques (ou de TGC de CDD) ont aussi beaucoup progressé, à \$524 milliards, tout comme les transactions sur les tranches indicielles de CDD (\$1 736 milliards).

Les effets des émissions records de TGC...

Les émissions de produits structurés peuvent exercer des pressions sur les primes de risque à travers deux mécanismes au moins. Sur un plan général, l'émission de TGC au comptant élargit la clientèle d'investisseurs et, partant, la demande pour les obligations d'entreprise. Les investisseurs



ciblant des titres bien notés peuvent indirectement être exposés à la dette d'entreprises n'ayant pas la qualité investissement en achetant les tranches supérieures de TGC. De plus, les émetteurs de TGC synthétiques et autres instruments de crédit structurés génèrent des rendements en vendant des protections contre les défauts sur le marché des CDD, ce qui peut ajouter à la liquidité à la fois sur les marchés des dérivés et au comptant. En fait, l'offre de protection résultant des émissions de produits structurés pourrait même être plus abondante que ne le suggère la valeur notionnelle des TGC. Ainsi, la couverture de TGC à tranche unique, où seul un segment donné de la distribution des défauts est cédé aux investisseurs, nécessite une vente de protection au multiple de la valeur notionnelle afin de compenser la forte sensibilité de ces tranches à l'égard du prix. Les multiples de produits plus complexes, tels que l'assurance de portefeuille à proportion constante et les titres à proportion constante (TPC), peuvent être encore supérieurs.

...n'ont guère été ressentis sur la catégorie à haut rendement...

Si, en principe, l'émission de produits structurés peut faire baisser les primes par le biais de l'un ou l'autre de ces mécanismes, les données disponibles permettent de penser que ce facteur n'a peut-être pas été déterminant en 2006, tout au moins sur les marchés à haut rendement. Moins de 1 % des montages de TGC au comptant étaient adossés à des obligations, essentiellement de qualité investissement. De même, l'essentiel des émissions de TGC synthétiques, de tranches indicielles et de TPC se rapportait à des entités de cette catégorie. Si, au total, l'émission de TGC coïncide avec un resserrement des primes sur les CDD à haut rendement, une régression simple semble indiquer que cette relation est ténue et n'est que marginalement significative sur le plan statistique pour une fréquence mensuelle.

...mais plutôt sur les segments de qualité investissement

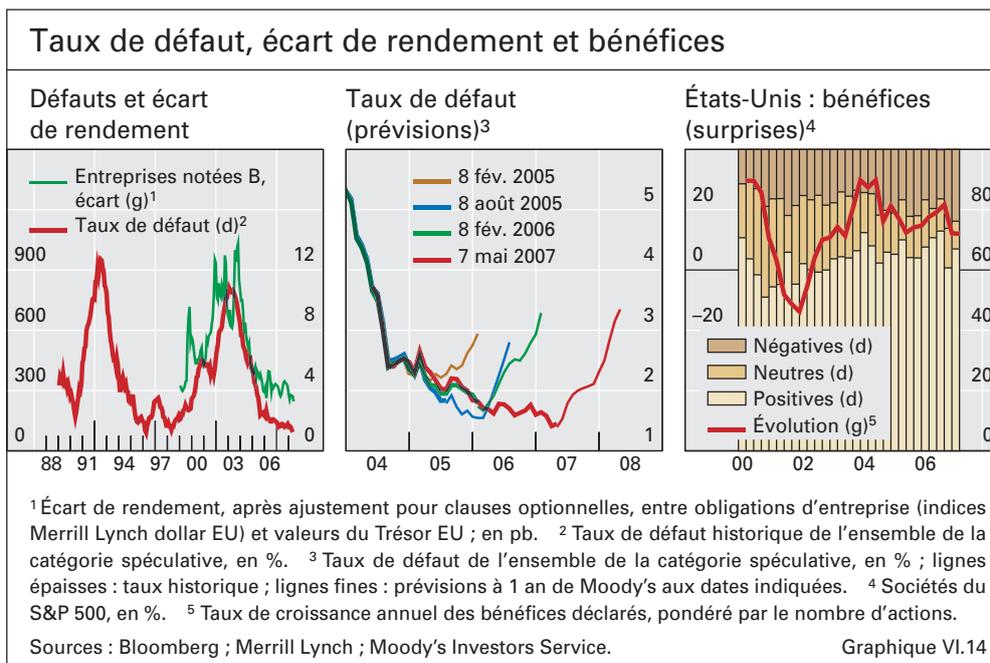
Il apparaît toutefois que l'expansion des émissions de TGC synthétiques peut avoir contribué au découplage entre les primes sur les obligations de qualité investissement et celles correspondantes des CDD (graphique VI.10, cadre de droite). Entre la fin du mouvement de repli des marchés de la dette, en mars 2005, jusqu'à fin février 2007 – période d'intense activité d'émission de produits structurés –, les primes sur les CDD de qualité investissement libellés en dollars EU et en euros n'ont cessé de diminuer. En revanche, celles des contrats d'échange d'actifs de même catégorie n'ont guère varié dans l'ensemble.

Retournement du cycle ?

Avec des primes proches de leurs creux historiques, les marchés de la dette étaient sans doute exposés à une réévaluation du risque. Les épisodes de turbulences ont pu traduire la nervosité latente d'intervenants redoutant une sous-estimation des risques liée à une conjoncture favorable.

Peu de craintes d'un retournement imminent

Pour le proche avenir, cependant, rares sont ceux qui s'inquiètent outre mesure d'une dégradation soudaine et généralisée de la qualité des signatures. Le taux de défaut sur les obligations d'entreprise de catégorie spéculative, tombé au-dessous de 2 % en 2005, se maintient depuis autour de ce niveau, c'est-à-dire en deçà des prévisions des agences de notation (graphique VI.14). On peut néanmoins penser que le marché s'attend dans



l'ensemble à ce qu'il augmente, car les primes des instruments à court et moyen terme se sont davantage resserrées que celles de la dette à échéance longue.

Le risque de crédit pourrait être réévalué si, par exemple, la rentabilité des entreprises connaissait un tassement. C'est aux États-Unis qu'elle a été la plus élevée en 2006 (*supra*), mais elle a nettement fléchi en fin d'année et début 2007. Même si, une nouvelle fois, lors des présentations de résultats du quatrième trimestre, les bonnes surprises ont été plus nombreuses que les mauvaises, leur proportion s'est très fortement réduite par rapport aux trimestres précédents. Le léger mieux enregistré sur les trois premiers mois de 2007 a davantage été dû à une révision en baisse des anticipations qu'à une élévation de leur rythme de progression.

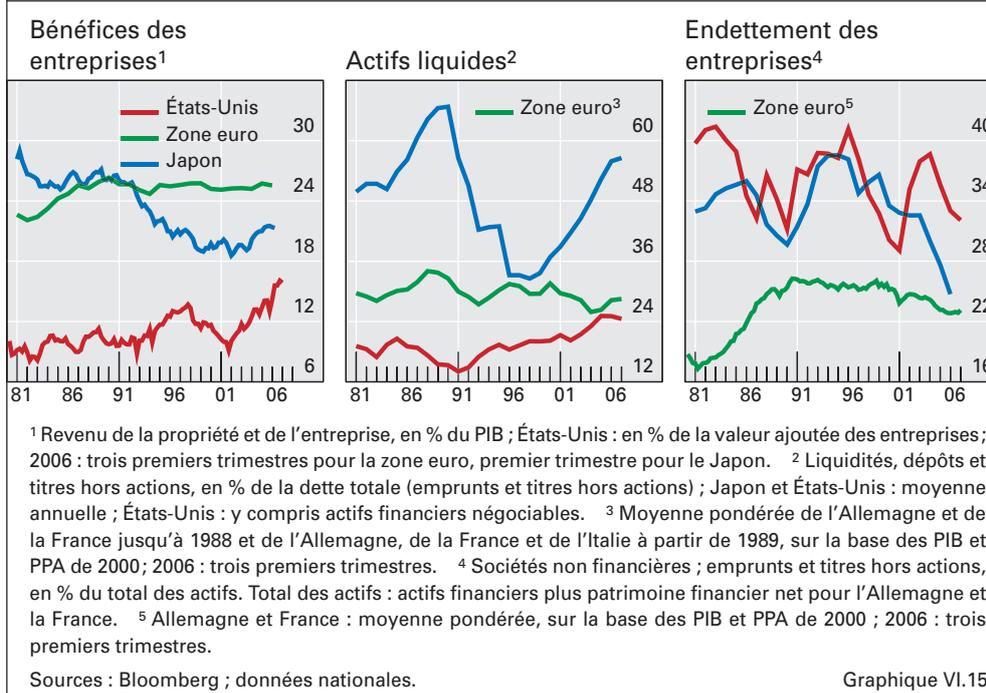
La solidité des bilans des entreprises pourrait atténuer quelque temps l'incidence d'un tassement des profits sur le taux global de défaut. En fait, les grands indicateurs de la situation financière des entreprises restent au vert (graphique VI.15). Dans l'ensemble, aux États-Unis et au Japon, le taux d'endettement demeure bien inférieur aux niveaux observés au plus fort de la bulle Internet et décroît dans la zone euro. De même, le ratio des actifs liquides sur la dette totale se maintient juste au-dessous de son récent pic aux États-Unis et continue d'augmenter au Japon et dans la zone euro. Enfin, les bénéfices des entreprises en termes de PIB ont été confortables en 2006. Pour les États-Unis au moins, la situation est actuellement très différente de celles de la fin des années 1980 et 1990, avant le retournement du cycle. Les entreprises américaines affichaient alors des bénéfices plus bas et étaient relativement plus endettées qu'aujourd'hui.

De prime abord, le désendettement des entreprises apparaît incompatible avec les volumes croissants de fusions-acquisitions et autres opérations, décrites plus haut, en faveur des actionnaires (graphique VI.8). Ces dernières restent modestes, cependant, par rapport au poids des

Son déclenchement pourrait venir d'un tassement de la rentabilité des entreprises

La solidité des bilans pourrait en atténuer l'incidence

Solidité du bilan des entreprises



Augmentation du risque circonstanciel pour certaines entreprises dans le cadre de fusions-acquisitions et de rachats à effet de levier

entreprises dans la comptabilité nationale. Même aux États-Unis, les rachats d'entreprises à effet de levier ont représenté environ 3 % de la valeur totale des actifs en 2006 et leur répartition a été relativement homogène entre les différentes branches.

Cela étant, les rachats à effet de levier peuvent entraîner une augmentation substantielle de l'endettement de certaines entreprises, accentuant le risque de défaut de grands groupes et les difficultés sectorielles. La plupart des récentes fusions-acquisitions ont été payées comptant, au moyen de capitaux souvent levés sur les marchés de la dette. Les opérations financées par actions n'ont représenté en 2006 que 12 % du total annoncé, contre 19 % en 2004 et 26 % en 2002. En général, les achats au comptant aggravent davantage l'endettement que ceux financés par actions. D'après les données d'une grande agence de notation, le ratio moyen dette/flux de trésorerie des sociétés rachetées par des fonds de capital-investissement a atteint le niveau record de 5,4 en 2006 (chapitre VII). Les détenteurs de titres de dette des sociétés-cibles ont subi de lourdes pertes, en raison de changements non anticipés dans la structure du capital : selon certains calculs, en 2006, les pertes auraient avoisiné \$2 milliards en valeur de marché pour les cinq plus gros rachats à effet de levier de sociétés cotées.

Le cycle du crédit s'inversera tôt ou tard et les taux de défaut se mettront à augmenter. Les stratégies qui procurent de confortables bénéfices dans un contexte de primes faibles pourraient soudainement s'avérer plus périlleuses que prévu. Il est difficile de savoir, en particulier, si le niveau actuel des primes est suffisamment élevé pour compenser un retour à des taux de défaut même légèrement plus élevés. Une banque d'investissement a calculé que, à leurs niveaux d'aujourd'hui sur le marché des titres à haut rendement en dollars EU,

elles n'auraient pas pu rémunérer les investisseurs pour les défauts effectifs subis depuis le milieu des années 1970, quel que soit l'échantillonnage d'obligations d'entreprise à 5 ans retenu.

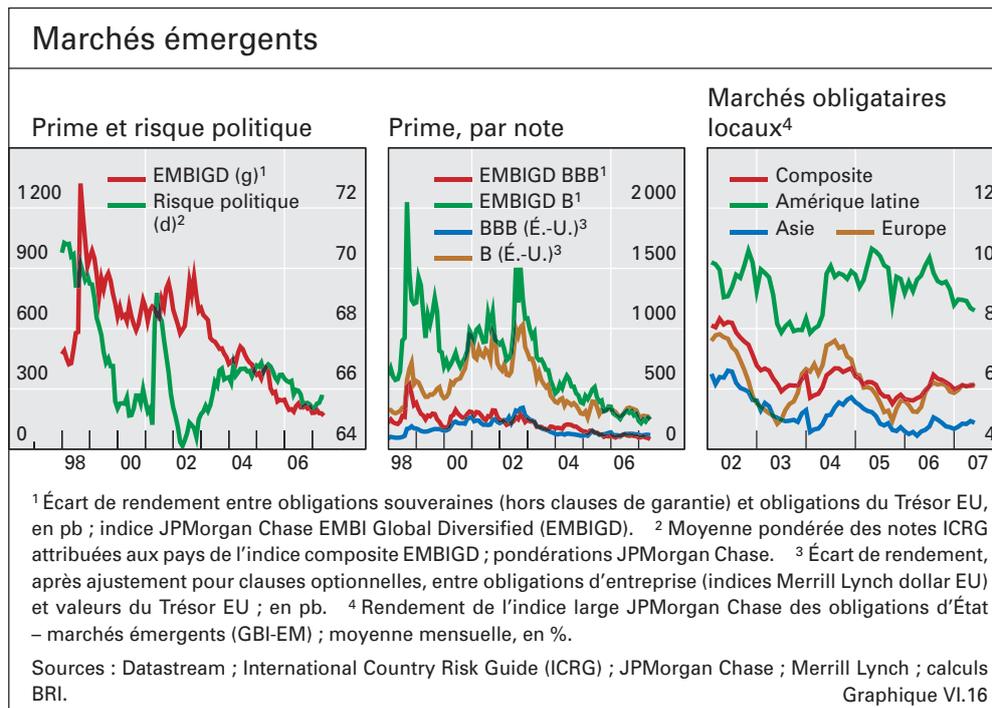
Fortes demandes d'actifs des économies émergentes

Dans les économies émergentes, les prix des actifs ont suivi une trajectoire analogue à celle des marchés développés. Les cours des actions, en particulier, ont conforté leurs bonnes performances des années précédentes (*supra*). Les primes sur la dette souveraine extérieure se sont encore resserrées, mais à un rythme plus lent qu'en 2005, l'indice EMBI Global étant tombé à de nouveaux plateaux (graphique VI.16). Elles sont revenues au-dessous de celles sur la dette des entreprises américaines de même qualité. Comme dans le monde développé, les primes ne se sont accentuées que temporairement lors des deux replis survenus durant la période examinée. Les rendements de la dette en monnaie locale sont fortement montés au premier semestre 2006, pour fléchir par la suite.

L'essor des marchés des économies émergentes...

La belle performance des actifs de ces régions a été étayée par une nouvelle année de bons résultats économiques. La croissance est restée soutenue et, dans de nombreux pays, la poursuite de l'amélioration de la situation budgétaire et de la balance des paiements a permis de limiter les emprunts à l'étranger (chapitre III). De plus, certains ont continué à substituer à leur dette en devises des obligations en monnaie locale. À \$6 milliards, les émissions souveraines nettes sur le marché international ont été supérieures à celles de l'année précédente (\$5 milliards), mais sont demeurées bien en dessous des niveaux de la fin des années 1990 (près de \$50 milliards par an). Profitant des conditions de financement favorables en 2006, les emprunteurs

...fondé sur de solides fondamentaux...



autres que les États ont émis \$130 milliards de titres, dont pratiquement quatre cinquièmes émanant d'établissements financiers. Les émissions d'actions ont également atteint de nouveaux sommets, grâce à plusieurs grosses introductions en bourse d'établissements financiers, principalement en Chine et en Russie.

...n'a guère été menacé par les événements politiques

Si des événements politiques et économiques locaux ont contribué à accroître la volatilité, ils n'ont pas eu d'effets durables. Ainsi, en Équateur, les primes sur la dette extérieure sont passées de moins de 500 pb à l'été 2006 à plus de 1 000 pb en janvier 2007, en raison de craintes d'une restructuration de la dette à la façon de l'Argentine, pour ensuite refaire une bonne partie de cet écart. En septembre 2006, les primes ont augmenté, à la suite d'un coup d'État en Thaïlande et de troubles en Hongrie, mais la tendance s'est inversée en quelques jours. En décembre 2006, l'instauration de contrôles des capitaux en Thaïlande, destinée à enrayer l'appréciation du baht, a provoqué un recul de 15 % de la bourse de Bangkok le jour de cette annonce et une baisse de 4 % de la monnaie les jours suivants, avec toutefois peu de répercussions ailleurs. Les cours des actions ont pu combler l'essentiel de leurs pertes en quelques mois, les autorités ayant décidé d'exempter de nombreuses transactions de ces contrôles. Au Venezuela, un vaste programme de nationalisation lancé début 2007 a fait monter les primes de risque et provoqué une chute des actions, sans pour autant peser sur les autres marchés. En Turquie, une crise politique survenue à la même période n'a guère eu d'incidence sur les économies émergentes dans leur ensemble. D'après un indicateur largement utilisé, le risque politique moyen dans 22 économies recensées a sensiblement diminué, en dépit de ces événements, au premier semestre 2006 et est resté stable ensuite : l'accroissement des risques dans certains pays a été contrebalancé par le phénomène inverse dans d'autres (graphique VI.16, cadre de gauche).

Les actifs des économies émergentes vont-ils perdre leur spécificité ?

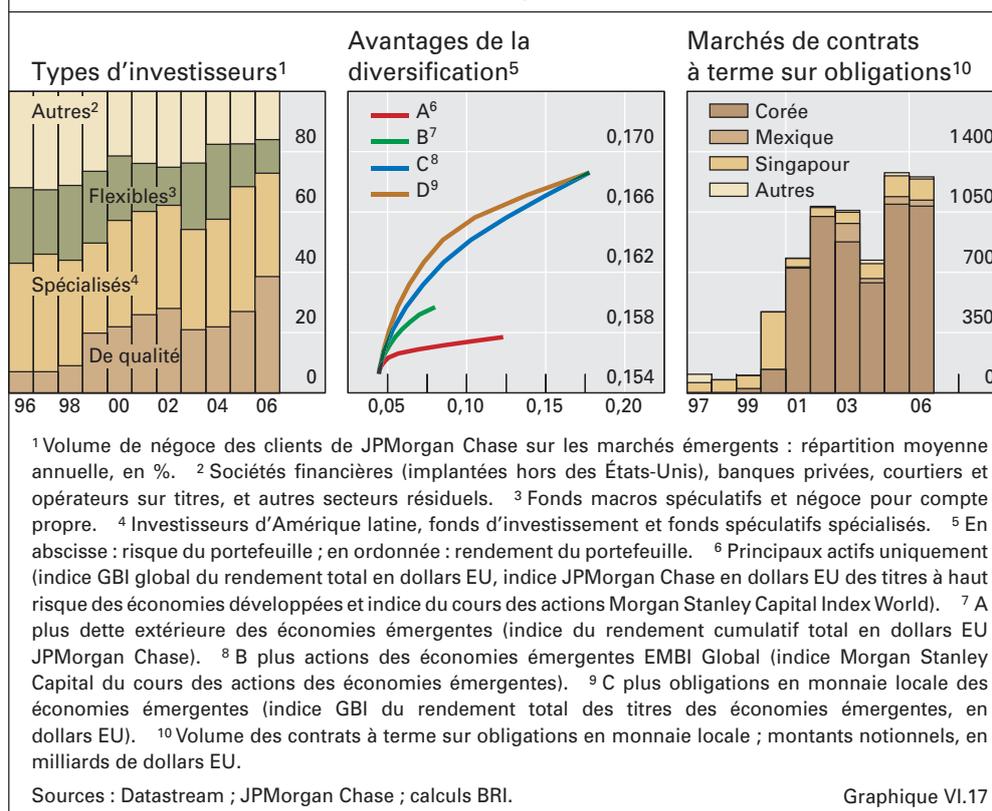
Les investisseurs de qualité...

Les placements en actifs des économies émergentes étaient réservés jusque-là à des investisseurs spécialisés, mais ce n'est plus le cas. Certaines sources indiquent que la participation d'investisseurs de qualité, ou qui recherchent principalement des placements dans des actifs de premier rang, s'est accrue : elle atteignait presque 40 % en 2006, contre 7 % dix ans auparavant (graphique VI.17, cadre de gauche). Les opérateurs spécialisés, tels que fonds communs de placement ou fonds spéculatifs, restent présents, même si leur stratégie paraît ne plus être axée essentiellement sur la dette souveraine extérieure mais sur les actifs en monnaie locale.

...ont été attirés par les avantages de la diversification

Les rendements élevés ainsi que les avantages perçus de la diversification des portefeuilles ont amené les investisseurs non spécialisés vers les économies émergentes. L'analyse d'un modèle de portefeuille standard, de janvier 2002 à mars 2006 (période correspondant à des rendements élevés), révèle qu'un placement dans des obligations souveraines d'économies émergentes en dollars EU aurait nettement rehaussé le profil risque/rendement d'un portefeuille par rapport à une référence ne comportant aucun titre d'économies émergentes (graphique VI.17, cadre du milieu). Sur

Placements sur les marchés émergents



une base *ex post*, on constate que l'ajout de dettes en monnaie locale et d'actions de ces économies l'aurait même encore amélioré.

Si les expositions envers les économies émergentes peuvent accroître en principe le risque de pertes massives en période de tensions, cela n'a pas été le cas pour les deux épisodes de baisse relativement modérée de la période considérée. Certes, lors du repli de mai-juin 2006, un portefeuille composé d'un pourcentage élevé d'actifs d'économies émergentes aurait affiché de moins bons résultats qu'un portefeuille comparable ne contenant que des titres de pays développés, surtout s'il avait comporté des obligations en monnaie locale. Cependant, cette différence aurait disparu en quelques semaines avec le redressement des marchés. En février 2007, un placement à dominante économies émergentes aurait même eu un effet stabilisateur sur la valeur d'un portefeuille.

Il est néanmoins trop tôt pour affirmer que ces titres forment une véritable catégorie d'actifs, malgré leur popularité croissante auprès des investisseurs institutionnels. Les contrôles des capitaux instaurés par nombre d'économies émergentes constituent un premier frein à un élargissement de la participation d'investisseurs étrangers. Ces limitations pourraient expliquer la présence encore plus réduite de ces derniers sur les marchés obligataires d'Asie en monnaie locale, par rapport à ceux d'Europe centrale et orientale ou d'Amérique latine, régions dans lesquelles ces contrôles sont moins courants. Les investisseurs étrangers ont toutefois la possibilité de nouer des positions sur des marchés à accès restreint de manière indirecte par le biais de contrats

à terme non livrables (chapitre III). Négociés sur des places franches et réglés en devises, ces instruments reproduisent les rendements d'instruments locaux sans nécessiter de transaction dans la monnaie du marché-cible.

Deuxième frein à l'investissement étranger, en particulier sur l'obligataire en monnaie locale : le manque d'instruments disponibles pour couvrir le risque de change et de taux d'intérêt. Si l'on peut généralement se prémunir contre les mouvements de change sur quelques mois, il est beaucoup plus difficile de trouver une protection sur des périodes plus longues. Le problème se complique encore lorsqu'il s'agit du risque de taux. Seuls quelques pays, à savoir la Corée, Singapour et, à un degré moindre, le Mexique, sont dotés d'un marché liquide pour les contrats à terme sur obligations (graphique VI.17, cadre de droite). Les dérivés sur taux courts sont, eux, plus largement disponibles. En outre, étant donné que les opérateurs sur swaps recourent souvent à des contrats à terme pour couvrir leurs positions, l'absence d'un marché liquide pour ces contrats pourrait également entraver le développement d'un marché de swaps de taux. Bien qu'incomplètes, les statistiques BRI font état d'importantes positions de swaps de taux sur le dollar de Hong-Kong uniquement, mais des données locales révèlent l'existence de transactions sur plusieurs autres monnaies.

Troisième frein : la résilience des actifs des économies émergentes reste à démontrer dans un contexte mondial moins favorable. Depuis que l'Argentine a fait défaut sur sa dette fin 2001, ces régions n'ont pas connu de perturbation importante. Cette situation contraste fortement avec les années 1980 et 1990, où les investisseurs ont parfois subi de lourdes pertes sur ces marchés.