

1. Vue d'ensemble: les problèmes de transparence tempèrent l'optimisme des marchés

Au cours des derniers mois de 2001, les investisseurs internationaux se sont départis de leurs stratégies de recherche de la qualité et de la sécurité adoptées durant l'été, pour se positionner dans l'attente d'une reprise économique imminente. Le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2001 faisait état de la résistance des marchés après les attentats du 11 septembre. Dans les semaines qui ont suivi, celle-ci s'est muée en optimisme et la plupart des grands marchés des actions sont repartis à la hausse, en dépit d'annonces de résultats médiocres et des défaillances de plusieurs entreprises réputées. À partir de début novembre, un sentiment tout aussi positif s'est installé sur les marchés à revenu fixe, entraînant un rétrécissement des primes de risque pour les entreprises et une accentuation des courbes des rendements sur le dollar EU et l'euro. Dans les économies émergentes, les marchés des actions et des titres ont été également dynamiques dans l'ensemble, les investisseurs ne paraissant pas découragés par les problèmes de l'Argentine.

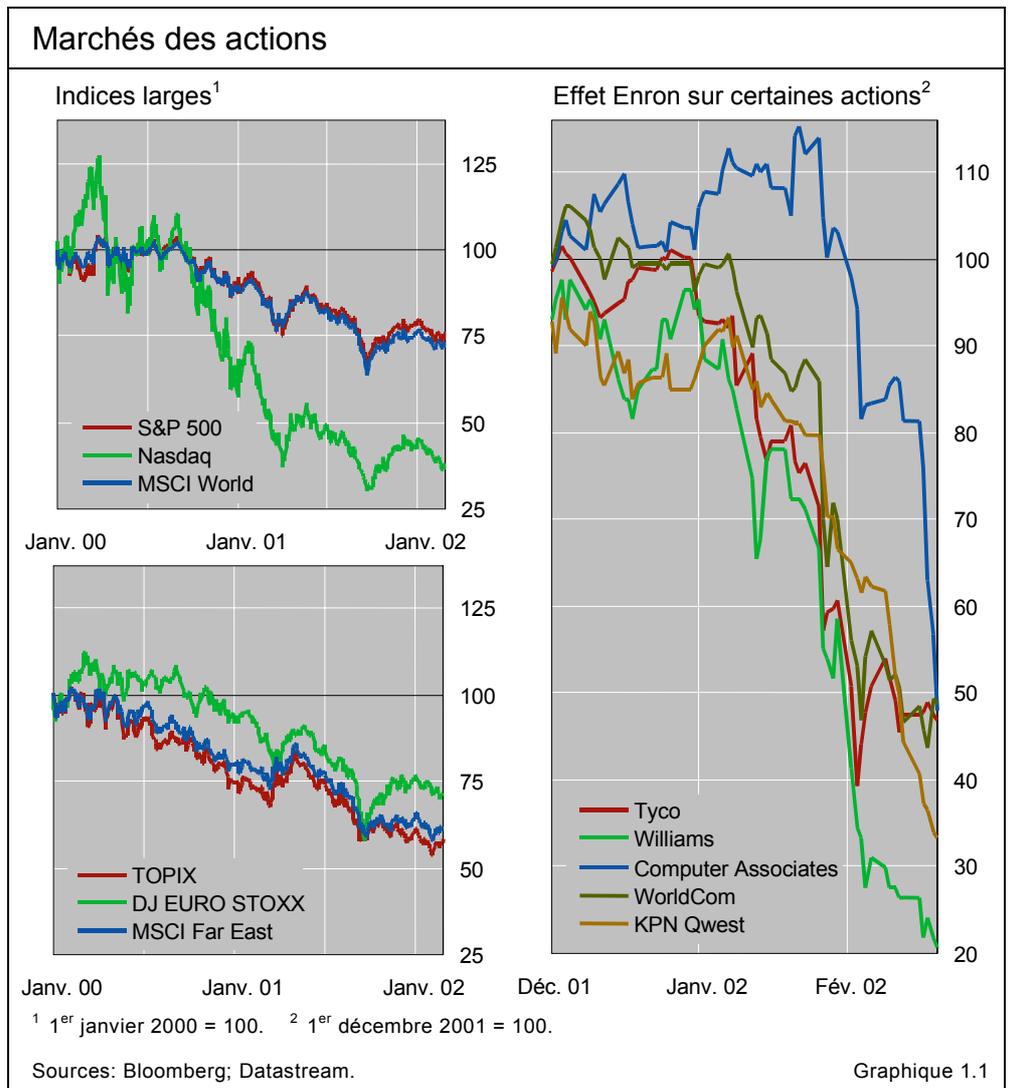
Début janvier 2002, dans la plupart des pays les cours des actions et des obligations intégraient les anticipations d'une amorce de reprise assez soutenue vers le milieu de l'année. Les investisseurs ont trouvé plusieurs raisons d'espérer: assouplissement monétaire opéré par la Réserve fédérale et la BCE, timides signes de redressement ou, tout au moins, de fin de détérioration des indicateurs macroéconomiques et progrès étonnamment rapides de l'action militaire conduite par les États-Unis en Afghanistan. Parmi les pays industriels, le Japon n'entraîne pas dans ce nouvel optimisme généralisé: durant les deux premiers mois de 2002, les investisseurs se sont montrés de plus en plus sceptiques sur les perspectives d'une restructuration financière importante et d'une fin prochaine de la récession au Japon.

Fin janvier-début février, un flot de révélations sur les circonstances entourant l'effondrement d'une grosse entreprise américaine a ébranlé la confiance des intervenants. Partout dans le monde, les marchés ont abandonné des gains substantiels en raison de la montée des préoccupations concernant la fiabilité des informations publiées par les sociétés sur leurs résultats et leur endettement. Les indications révélant des pratiques comptables douteuses et une gouvernance d'entreprise déficiente ont alimenté

des soupçons plus larges sur l'intégrité des données destinées aux marchés financiers. Les investisseurs ont alors sanctionné les actions et obligations des entreprises lourdement endettées ou dont les rapports financiers paraissaient manquer de transparence.

La première semaine de mars 2002 a vu renaître l'optimisme, même à l'égard du Japon. Aux États-Unis et en Europe, les opérateurs ont porté leur attention sur le chiffre révisé, étonnamment élevé, du PIB des États-Unis au quatrième trimestre, indicateur d'une reprise proche. Au Japon, le fait que Sato Kogyo, entreprise de construction, ait pu se déclarer en faillite a été interprété comme la manifestation d'un nouveau processus salutaire de restructuration, ce qui a contribué à dynamiser le marché des actions.

Les émissions d'obligations et actions internationales se sont redressées au quatrième trimestre, même si elles restent, sur l'année, sensiblement en deçà du niveau de 2000. Les grandes entreprises ont continué à remplacer leurs emprunts à court terme par des obligations longues pour bénéficier d'un financement stable, à un coût cependant supérieur. Certains débiteurs



récemment déclassés, trouvant le marché du papier commercial peu réceptif, se sont tournés vers l'obligataire. En dépit de la crise en Argentine, des signatures publiques et privées des économies émergentes ont pu accéder aux marchés internationaux des titres et des crédits consortiaux, pour des volumes toutefois limités en raison de la faiblesse de l'économie mondiale.

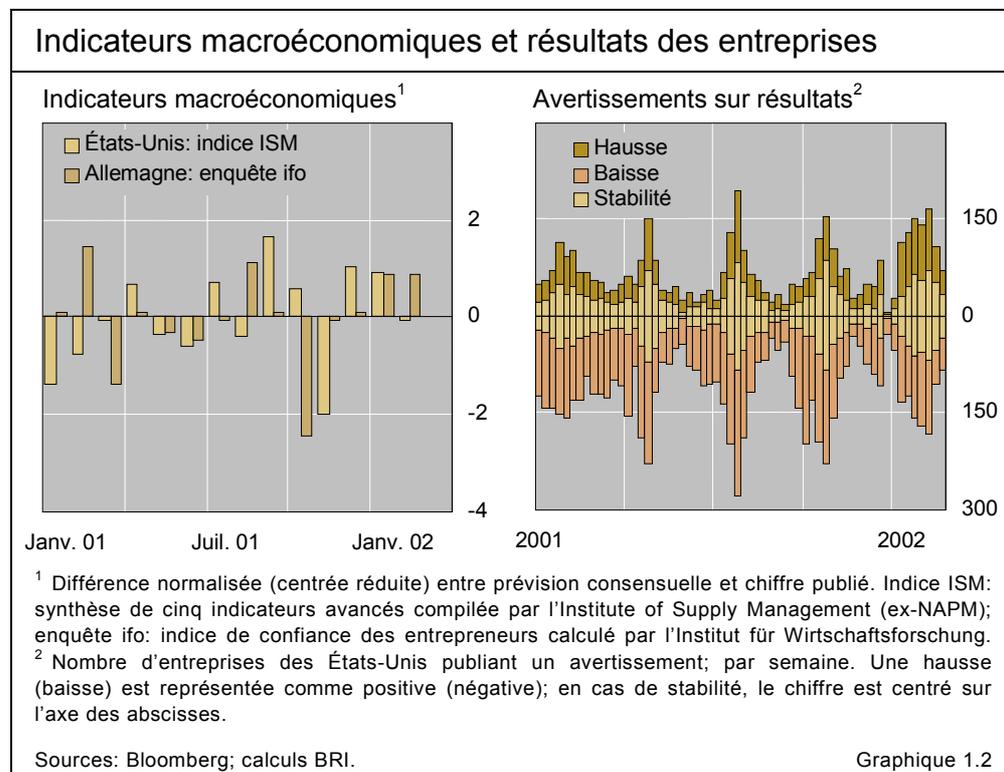
Reprise soutenue des marchés des actions

Reprise des marchés des actions ...

La reprise des marchés des actions, amorcée fin septembre 2001 et poursuivie jusqu'à début janvier 2002, a été la plus soutenue depuis avril 2000 (graphique 1.1). Les attentats du 11 septembre s'étaient produits après une série d'indicateurs économiques défavorables, qui avaient déjà sérieusement mis à mal les cours des actions dans le monde. Après avoir ensuite chuté pendant deux semaines, leurs niveaux avaient retrouvé, mi-octobre, leurs valeurs antérieures. Mi-novembre, le Nasdaq Composite avait gagné 33,5%, le S&P 500 18,3% et le MSCI World Index 18,1% par rapport à leurs creux de fin septembre.

... en dépit de données macroéconomiques d'abord décevantes ...

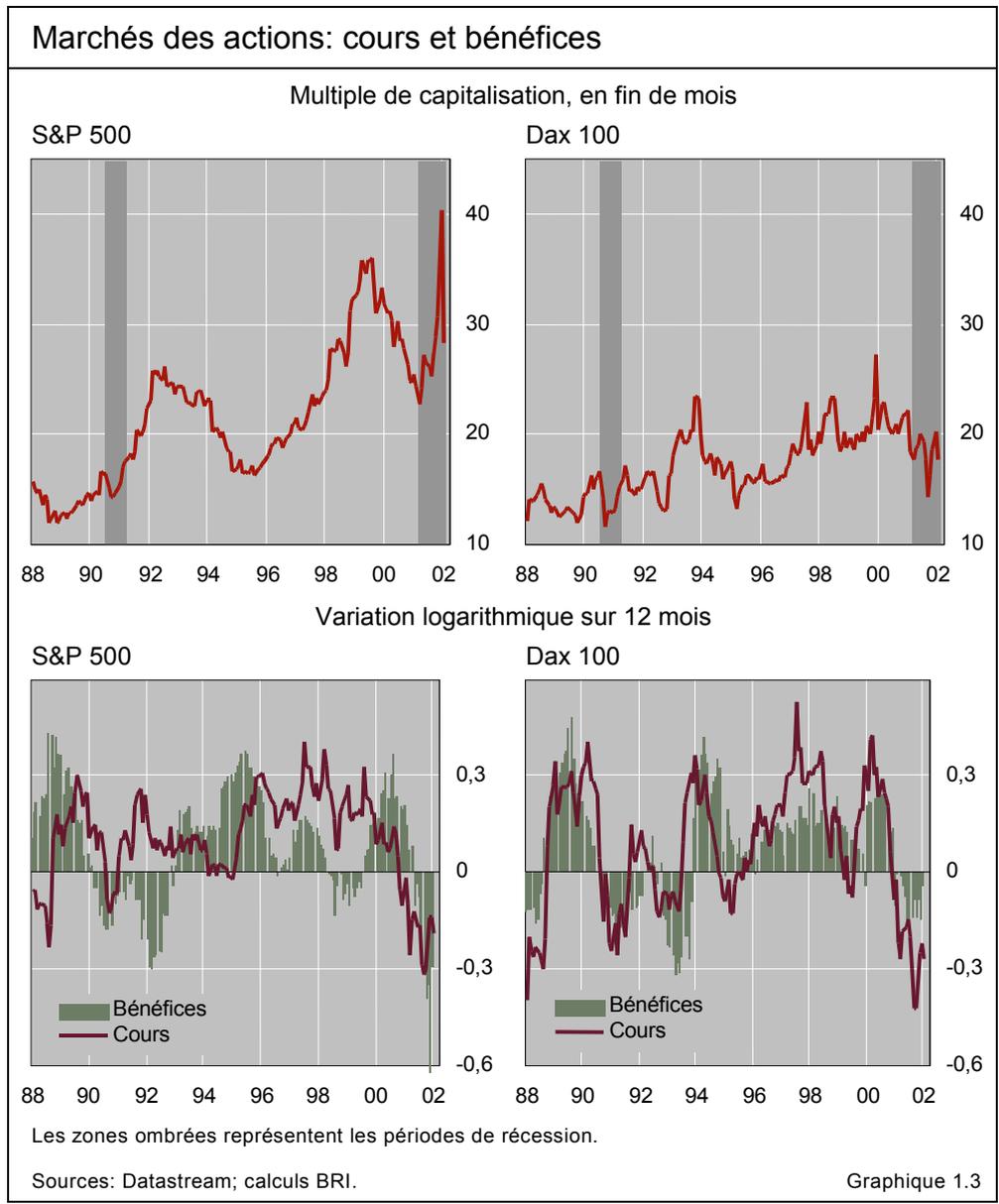
Ces gains ont été réalisés alors que les indicateurs traditionnels apportaient des nouvelles décevantes sur l'économie mondiale. Les emplois non agricoles aux États-Unis, publiés début novembre, faisaient apparaître, par exemple, une perte de 415 000 en octobre, et l'enquête ISM pour le même mois affichait le chiffre étonnamment bas de 39,8 (graphique 1.2). En novembre, le National Bureau of Economic Research confirmait que l'économie américaine était en récession depuis mars. Comme les dix phases de



récession intervenues aux États-Unis de 1945 à 1991 avaient duré en moyenne dix mois, les intervenants ont semblé voir dans cette nouvelle une preuve supplémentaire que l'économie avait atteint son point le plus bas et qu'une reprise était imminente.

Durant ce quatrième trimestre, les investisseurs se sont montrés de plus en plus confiants que les assouplissements monétaires de la Réserve fédérale, de la BCE et d'autres banques centrales, conjugués à l'expansion budgétaire aux États-Unis, assureraient une reprise rapide. La Réserve fédérale, en particulier, avait réduit son taux directeur de 150 points de base au total, en trois étapes pendant les deux mois qui avaient suivi les attentats. Ce point de vue paraissait corroboré par des données macroéconomiques américaines et européennes étonnamment favorables, publiées en novembre et décembre, ainsi que par l'estimation préliminaire d'une progression, certes très modeste,

... dynamisée
ensuite par des
chiffres plus
optimistes



du PIB des États-Unis au quatrième trimestre. Les résultats des entreprises confortaient également ce changement d'état d'esprit: le plus souvent inférieurs aux attentes durant la majeure partie de 2001, ils comportaient à peu près autant de bonnes que de mauvaises nouvelles fin 2001 et début 2002.

Les ratios
cours/bénéfice
élevés ...

L'un des aspects remarquables du marché américain résidait dans les niveaux exceptionnellement élevés des ratios cours/bénéfice. Début janvier 2002, celui du S&P 500 a dépassé pendant quelque temps les valeurs atteintes à l'apogée du boum d'avril 2000. On aurait pu penser que, sur la base des résultats différés, les ratios allaient s'accroître vers la fin de la récession, étant donné que le marché anticipe alors une hausse des bénéfices durant la reprise. Toutefois, même selon ce critère, ils paraissaient atteindre des valeurs inhabituelles début 2002. Durant les trois derniers mois de la récession américaine de 1990-91, par exemple, le ratio moyen n'avait été que de 18 (graphique 1.3).

... reflètent des
dépréciations
ponctuelles et
des perspectives
optimistes

À l'inverse des situations antérieures, les ratios plus élevés au quatrième trimestre 2001 s'expliquent par une contraction exceptionnelle des bénéfices plutôt que par une progression des cours. Durant la récession de 1990-91, les résultats avaient diminué d'environ un tiers, contre 47% de décembre 2000 à décembre 2001. La chute des bénéfices au quatrième trimestre a résulté, pour une part importante, d'éléments ponctuels, tels que coûts de restructuration et perte de valeur d'entreprises acquises antérieurement. En d'autres termes, les ratios ont augmenté sous l'effet non seulement de l'optimisme ambiant, mais aussi des efforts des sociétés pour comptabiliser la dévalorisation d'anciens investissements peu judicieux à un moment où l'attention du marché est essentiellement tournée vers les perspectives des résultats d'exploitation. Le phénomène a ainsi mis en évidence deux hypothèses fondamentales sur lesquelles se sont fondées les évaluations du marché: tout d'abord, le redressement des résultats d'exploitation sera beaucoup plus net que lors des précédentes reprises; ensuite, les cas de surévaluation des investissements (nécessitant ultérieurement des dépréciations d'actifs) seront moins critiques à l'avenir.

Enron ébranle la confiance des marchés

Sensibilité des
marchés aux
nouvelles
concernant
Enron ...

Les événements qui ont eu les effets les plus pernicioseux sur les marchés des actions au quatrième trimestre ont été liés à la détérioration des comptes financiers, puis à la faillite du courtier en énergie Enron. Le 16 octobre, Enron révisait son résultat net publié sur quatre ans d'un montant total de \$591 millions et réduisait ses fonds propres de \$1,2 milliard, suite à des pertes sur transactions avec diverses entités (encadré ci-après). Ces nouvelles provoquaient une chute de 4,4% du Nasdaq Composite et de 1,9% du S&P 500. Les marchés accusaient un repli supplémentaire le 29 octobre, de 3,9% pour le Nasdaq Composite et de 2,4% pour le S&P 500, à l'annonce du déclassement de la dette d'Enron à Baa2 par Moody's. Néanmoins, cette notation ne comportait qu'une probabilité de défaillance de 0,16% sur un an. En fait, Enron se déclarait en faillite, à quelques jours près, un mois plus tard.

Enron: trois partenariats, l'ascension, la chute

Trois mois après la faillite d'Enron, il reste à établir quand et comment l'un des plus gros courtiers en énergie des États-Unis a gagné et perdu en falsifiant ses rapports financiers. À ce jour, l'information la plus complète dont on dispose est contenue dans le Rapport Powers, document de 203 pages rédigé par un comité spécial du conseil d'administration de la société. Selon ce rapport, Enron a créé des entités ayant pour but de présenter des états financiers favorables et non de poursuivre des objectifs économiques justifiés ou de transférer des risques^①. L'analyse ci-après s'inspire largement de ce rapport pour examiner ces entités et puise à d'autres sources pour reconstruire certains événements ayant conduit à l'ascension puis à la chute d'Enron.

Trois partenariats

Enron a créé trois grands partenariats pour gonfler ses rapports financiers (tableau ci-dessous). Le premier, Chewco, a été constitué en décembre 1997. Son but était de sortir du bilan d'Enron un investissement dans Joint Energy Development Investment (JEDI). En juin 1999, Enron formait une deuxième entité, LJM1, utilisée pour instituer une structure ad hoc (SAH), Swap Sub, servant à son tour de contrepartie pour des opérations de couverture. Ces opérations prenaient la forme d'options de vente, censées protéger les investissements d'Enron dans Rhythms, fournisseur privé de services internet. Le dernier partenariat, LJM2, fondé en octobre 1999, était destiné à établir quatre SAH, les Raptors, contreparties pour plusieurs transactions de couverture. Ces transactions étaient supposées couvrir divers investissements, notamment dans TNPC, société de distribution d'énergie.

Les partenariats avaient en commun une déficience fatale: aucun n'était véritablement indépendant d'Enron. Dans le cas de Chewco, son indépendance, du point de vue des techniques comptables, nécessitait que des commanditaires extérieurs apportent une contribution financière de \$12 millions. Or, celle-ci a été presque entièrement financée par un prêt bancaire, garanti par \$6,6 millions en liquidités fournies par Enron, qui restait donc exposé au risque. Dans les cas de LJM1 et LJM2, Enron participait au capital en livrant ses propres actions et options sur actions. À leur tour, les partenariats s'appuyaient sur ces actions et options pour capitaliser Swap Sub et les Raptors. En d'autres termes, la viabilité financière de ces SAH dépendait essentiellement du maintien du cours des actions Enron. La SAH utilisée par Enron comme contrepartie pour couvrir son investissement dans TNPC était, pour sa part, étayée par des warrants sur TNPC elle-même, de sorte qu'il était impossible, par construction, de livrer les titres pour exercer la couverture. Dans la pratique, en couvrant ainsi Swap Sub et les Raptors, Enron s'autocouvrait.

L'ascension

Au départ, les résultats comptables fournis par les partenariats semblent n'avoir eu qu'un faible impact sur le cours de l'action Enron qui, en 1998 et 1999, suivait tout juste l'indice large du marché américain (graphique). C'est en 2000 qu'il commença à monter en flèche. Durant les trois premiers mois, il gagna 72%, tandis que le S&P 500 ne progressait que de 3%. Ce cours aurait traduit les

Trois partenariats et leur incidence sur les résultats déclarés d'Enron

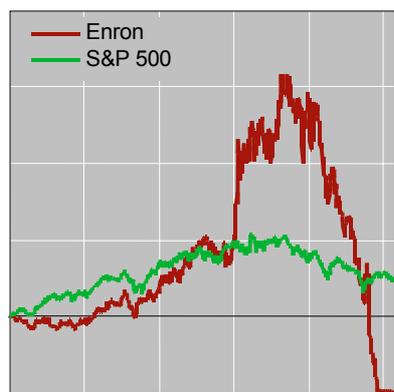
Date de création	Partenariat/SAH	Investissement final	Surdéclaration des résultats (chiffres cumulés)
Décembre 1997	Chewco	JEDI	\$405 millions
Juin 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$102 millions
Octobre 1999	LJM2/Raptors	TNPC et autres	\$1 077 millions

Sources: Rapport Powers; calculs BRI.

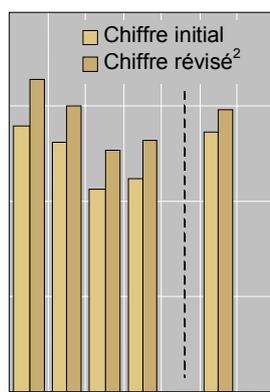
^① Voir *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* (Rapport Powers), 1^{er} février 2002.

Enron: résultats comptables et cours de l'action

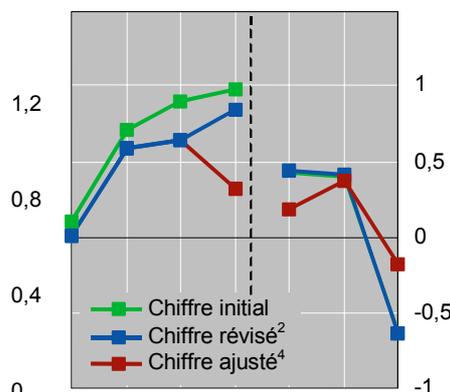
Cours de l'action¹



Ratio d'endettement



Bénéfice net³



1997 1999 2001

97 99 01 T2

97 99 01 T1 01 T3

¹ 1^{er} janvier 1997 = 100. ² 8 novembre 2001. ³ En milliards de dollars EU. ⁴ Pour tenir compte des structures Raptors (Rapport Powers, p. 133).

Sources: Bloomberg; déclarations d'Enron à la SEC.

bons résultats publiés par l'entreprise jusqu'à la fin de 1999: pour cette année-là, elle faisait état d'une augmentation de 27% de son résultat net. Cette augmentation était toutefois due, en grande partie, au rôle de Chewco et LJM1 dans la dissimulation des pertes encourues sur les investissements dans JEDI et Rhythms. Sans cette surdéclaration comptable, le résultat se serait accru de 9% seulement (un tiers du chiffre publié). Fin 1999, l'entreprise déclarait aussi au départ un endettement de \$8,1 milliards; un nouvel état comptable relevait cet endettement à \$8,8 milliards, portant le ratio endettement/capitaux propres de 0,85 à 1,01.

Même après le début de l'éclatement de la bulle internet en avril 2000, l'action Enron a continué d'enregistrer des résultats impressionnants. En juillet, l'entreprise annonçait un contrat sur vingt ans avec Blockbuster, grosse société de location d'équipements vidéo, pour la fourniture de services vidéo sur internet. En août, le cours du titre atteignait son maximum. Sur l'ensemble de 2000, il gagnait 91%, tandis que le S&P 500 perdait 9%. Cette année-là, Enron fit d'abord état d'une augmentation de 10% de ses bénéfices, qui ne reflétait pas les pertes accumulées dans le cadre des trois partenariats. Cette fois, l'essentiel des pertes provenait des investissements dans TNPC et autres, présumés couverts par LJM2 et les structures Raptors apparentées.

La chute

Le cours de l'action a commencé à chuter en 2001. En début d'année, certains ont rendu le courtier en énergie responsable d'une crise énergétique en Californie. En mars, le contrat vidéo avec Blockbuster était annulé. À mesure que la détérioration se poursuivait, il devenait de plus en plus clair que les partenariats n'étaient plus techniquement viables. Le 16 octobre, Enron surprenait les opérateurs en annonçant \$544 millions de charges après impôts et une réduction de \$1,2 milliard des fonds propres. Ces ajustements servaient à comptabiliser les pertes dissimulées à travers LJM2 et les Raptors. Après avoir perdu 59% depuis le début de l'année, le cours poursuivait sa chute, cédant 72% en trois semaines. Le 8 novembre, Enron annonçait une révision de ses rapports financiers à partir de 1997, réduisant son résultat net de \$591 millions au total sur les quatre années. Ce réajustement reflétait les pertes masquées à travers les entités Chewco et LJM1.

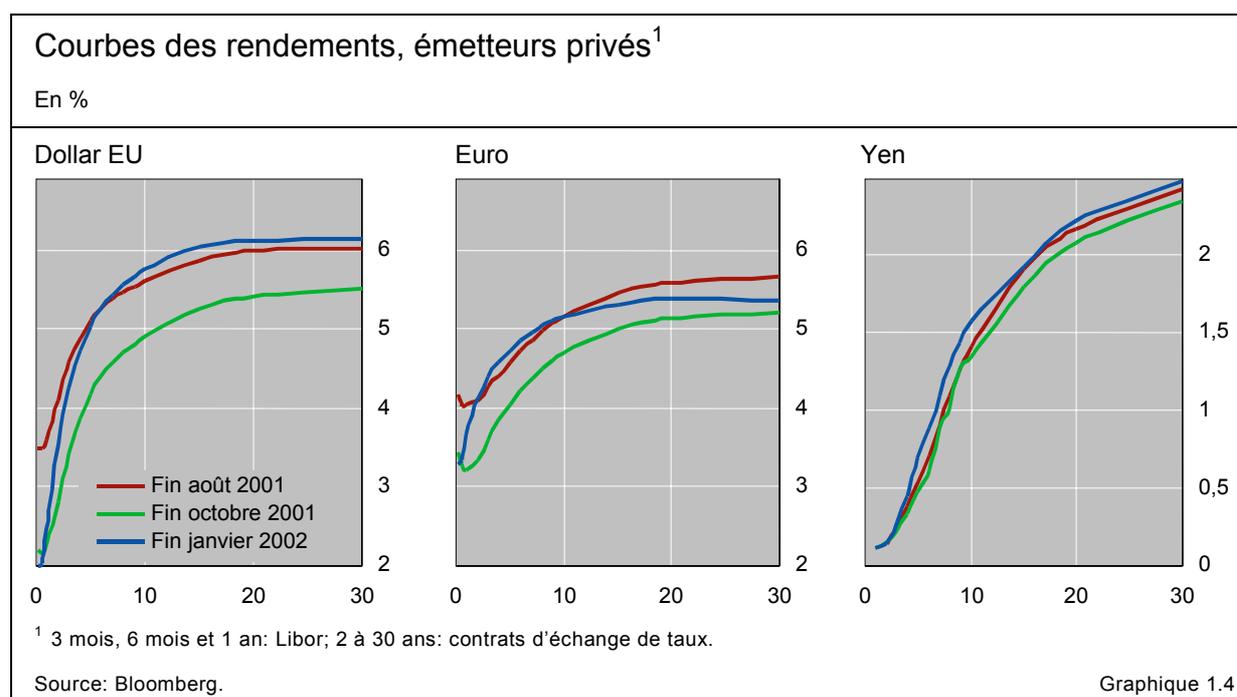
Les quinze séances boursières suivantes, le cours de l'action tombait pratiquement à zéro. Le 9 novembre, Enron acceptait son rachat par Dynegy, concurrent de dimension moindre. Le 20 novembre, l'entreprise révélait l'échéance prochaine d'un remboursement de près de \$690 millions. Le 28 novembre, Moody's et Standard & Poor's notaient la dette d'Enron au plus bas échelon et Dynegy renonçait à sa prise de contrôle. Le 2 décembre, l'entreprise demandait à bénéficier du régime de faillite.

En janvier et février, la publication de comptes financiers par diverses entreprises et l'annonce de l'ouverture d'enquêtes par les autorités ont provoqué d'importants replis généralisés. Intervenant juste après la révélation de la destruction de documents concernant Enron par le cabinet chargé de la vérification comptable, les mouvements de baisse paraissaient traduire des préoccupations sur la transparence des états financiers ainsi qu'un malaise plus vaste au sujet de l'intégrité des informations guidant les marchés. Pour les intervenants, l'un des aspects les plus déroutants de l'affaire d'Enron a été l'utilisation de transactions avec des entités constituées dans le but de produire des résultats comptables favorables. Les détails sur la nature de ces transactions - qui se sont poursuivies apparemment pendant quatre ans - et les allégations sur le rôle du cabinet de vérification ont davantage affecté le Nasdaq que le S&P 500. À l'évidence, les investisseurs ont pressenti que les entreprises technologiques constituant une grande partie du Nasdaq manipulaient probablement leurs résultats publiés, en particulier pour le traitement comptable des acquisitions. De fait, le 29 janvier 2002, le Nasdaq Composite perdait 2,6% à l'annonce de problèmes comptables dans plusieurs entreprises. Néanmoins, certaines des baisses les plus prononcées durant ces deux mois ont été enregistrées par des sociétés telles que Tyco (conglomérat diversifié), Williams (société construisant des pipelines pour l'énergie) et WorldCom (entreprise de communications à dimension mondiale).

... et, plus généralement, aux questions de transparence

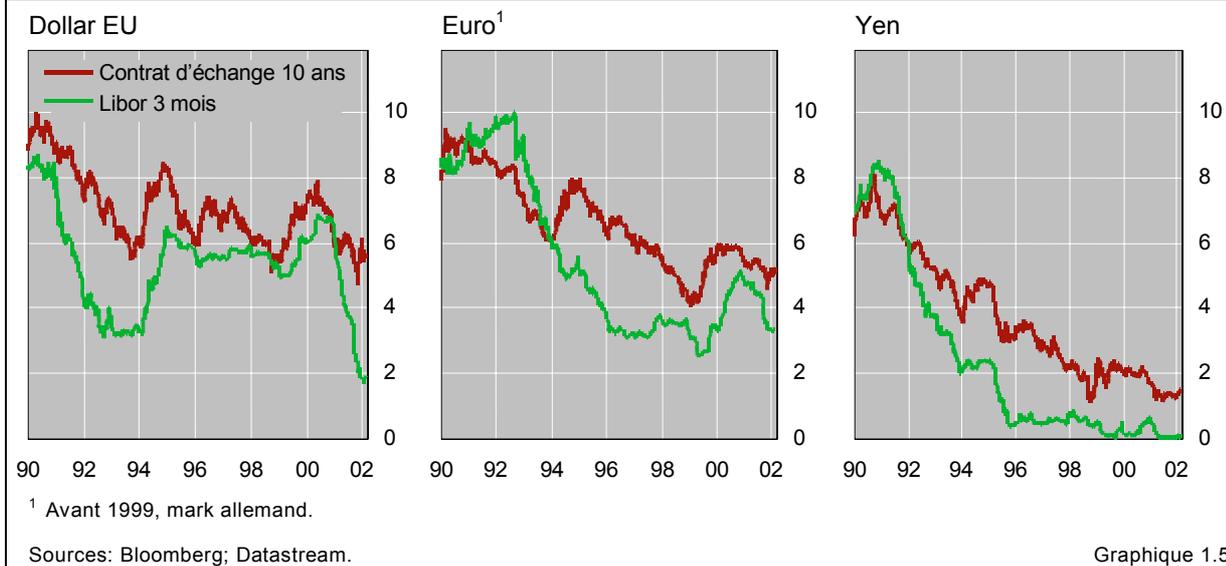
Les courbes des rendements traduisent l'anticipation d'une forte reprise

L'optimisme qui régnait sur les marchés des actions s'est manifesté sur l'obligataire début novembre 2001, lorsque la pente des courbes des



Taux: contrat d'échange et Libor

En %



L'accentuation des courbes des rendements du dollar et de l'euro traduit l'anticipation d'une reprise ...

rendements aux États-Unis et dans la zone euro est devenue exceptionnellement accentuée. Entre début septembre et fin octobre, le taux du dollar EU 3 mois a chuté de 120 points de base et les rendements des contrats d'échange 10 ans de 75 points (graphique 1.4). Sur les deux derniers mois de l'année, le court terme a continué de se détendre, sous l'effet de la réduction du taux-objectif des fonds fédéraux par la Réserve fédérale, à deux reprises, les 6 novembre et 11 décembre. Sur la même période, les rendements à 2 ans et au-delà sont revenus aux valeurs d'avant les attentats. En fin d'année, l'écart 10 ans-3 mois (en dollars EU) atteignait son niveau le plus élevé depuis début 1994, alors que le long terme restait proche des creux de l'automne 1998 (graphique 1.5).

... et une inversion des sorties de précaution

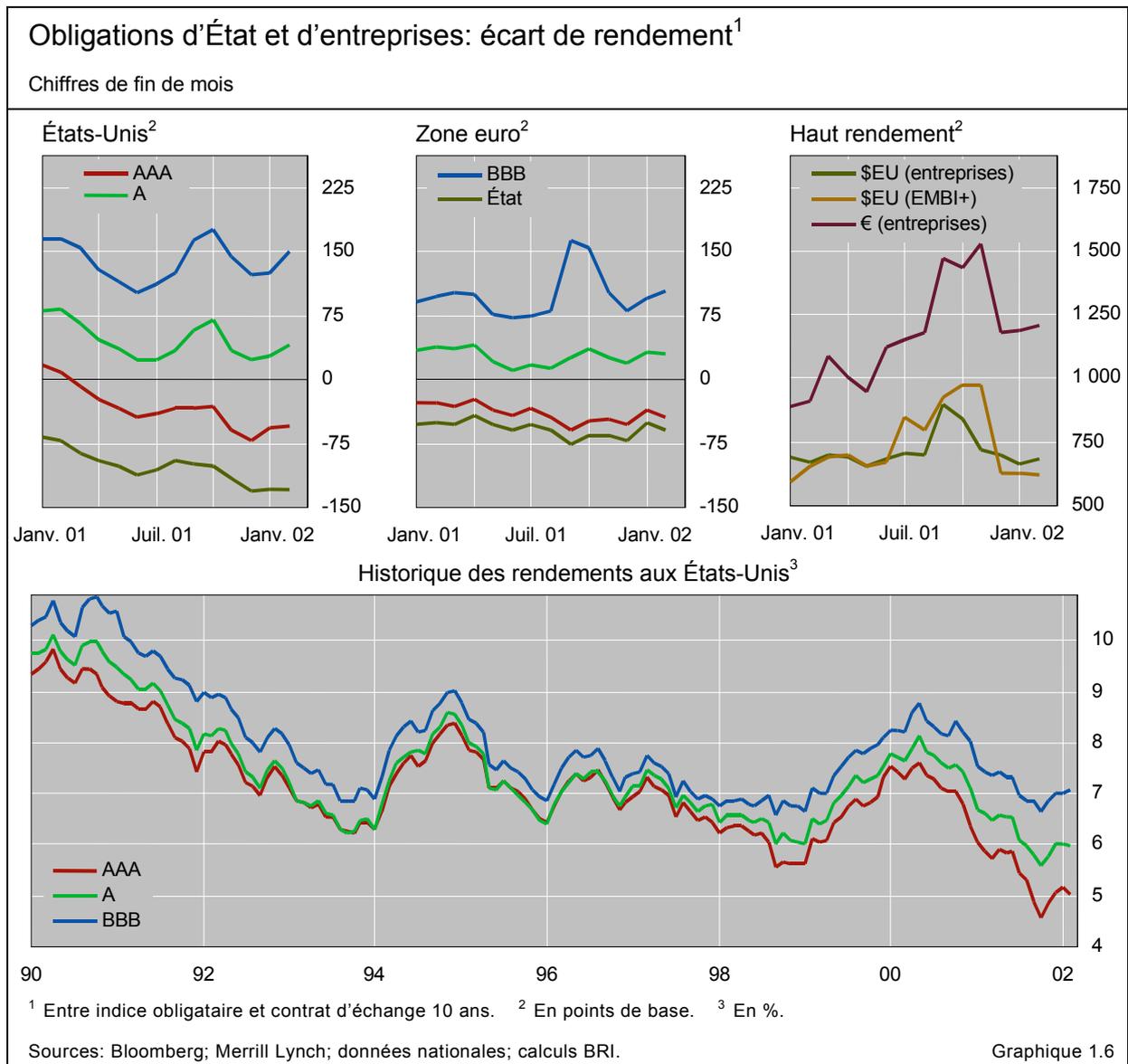
Les rendements américains à long terme ont commencé à se tendre début novembre, sous l'effet d'indicateurs économiques favorables, tels que ventes de détail d'une vigueur surprenante et demandes d'allocations-chômage en recul. En outre, les succès militaires de la coalition antitaliban en Afghanistan ont contribué à une inversion des sorties de précaution et apaisé les craintes d'un conflit long et incertain.

L'écart entre rendements du Trésor 2 ans et 3 mois a fait un bond, passant de 40-60 points de base en octobre à environ 140 points en décembre, montrant que les intervenants avaient avancé la date prévue du retour à un léger resserrement de la politique monétaire américaine. La hausse des rendements sur obligations d'État à long terme s'explique peut-être aussi par l'assouplissement de l'orientation budgétaire. Toutefois, le fait que les rendements des contrats d'échange aient augmenté encore plus que ceux des obligations d'État, en novembre-décembre, porte à croire que des facteurs plus fondamentaux que les conditions de l'offre sur le marché du Trésor étaient à l'origine de cette tendance haussière fin 2001-début 2002. Fin 2001, un

élément a pu y contribuer: le processus par lequel les courtiers en titres adossés à des hypothèques (TAH) ajustent les durations pour couvrir leurs positions de portefeuille face à l'évolution des rendements obligataires (Marchés dérivés, page 34).

Quoique un temps spectaculaire, l'amélioration de l'emprunt d'État américain 30 ans, fin octobre, a illustré, une fois de plus, le rôle complexe des facteurs d'offre. Son rendement a chuté, suite à l'annonce, le 31 octobre, que toute nouvelle émission serait suspendue; en réalité, il n'a fait que rattraper le 10 ans, en baisse après le 11 septembre. Par conséquent, l'écart 30 ans-10 ans, qui s'était largement creusé fin septembre en raison de la stabilité à long terme, est revenu à ses niveaux des huit premiers mois de 2001. De même, la marge entre contrats d'échange 30 ans et emprunts d'État s'est fortement élargie après l'annonce du Trésor, mais seulement pour retrouver la valeur d'avant le 11 septembre.

Rôle des facteurs d'offre



Accentuation de la courbe des rendements: influences transatlantiques pour l'euro ...

Les rendements de la zone euro ont suivi de près ceux du dollar, pour deux raisons: la réduction du taux principal de refinancement de la BCE, le 8 novembre; un sentiment généralisé que les évolutions macroéconomiques resteraient proches, à court terme, des deux côtés de l'Atlantique. Toutefois, la pente de la courbe de l'euro, à l'inverse de celle du dollar, n'était pas exceptionnelle au regard du passé (graphique 1.5). La faiblesse de l'euro vis-à-vis du dollar, plus prononcée en début d'année, corroborait aussi le consensus d'une reprise plus tardive, et peut-être moins forte, qu'aux États-Unis.

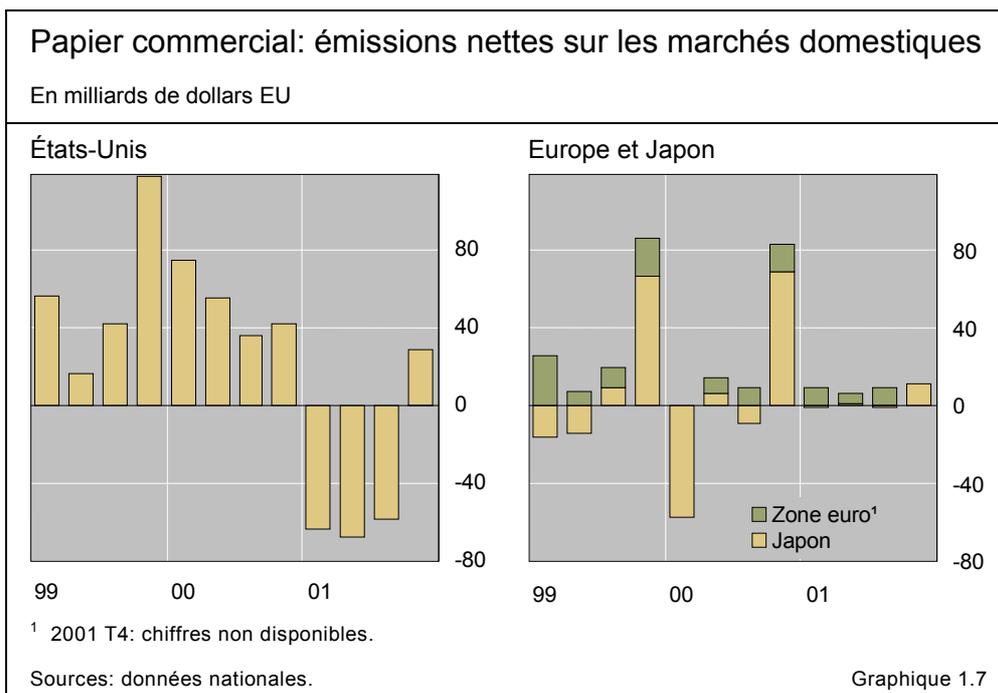
... aversion accrue à l'égard du risque pour le yen

La courbe des rendements s'est aussi accentuée au Japon. Entre fin octobre 2001 et fin janvier 2002, le 10 ans a progressé de 17 points de base, à partir d'un très bas niveau, tandis que les échéances courtes restaient quasiment inchangées. Cette évolution ne semblait pas résulter, comme aux États-Unis et dans la zone euro, d'un optimisme sur la reprise. C'est plutôt la solidité du secteur bancaire qui suscitait de nouvelles craintes, étant donné l'effet négatif de la dépréciation des actions sur les bilans des banques et les incertitudes entourant l'incidence de la réduction programmée de l'assurance des dépôts après le 31 mars. En conséquence, certains investisseurs se sont montrés plus prudents à l'égard des actifs libellés en yens - y compris obligations d'État à long terme. Les grandes agences de notation sont devenues, elles aussi, de plus en plus sceptiques. Le 4 décembre, Moody's a abaissé d'un cran la note de la dette intérieure du Japon puis annoncé, le 13 février, son intention de la déclasser de deux échelons. Suite à la défaillance d'Enron et aux difficultés de l'Argentine, les investisseurs nippons sont devenus très réticents envers les titres étrangers libellés en yens. C'est pourquoi les émissions internationales dans cette monnaie sont devenues négatives, en termes nets, au quatrième trimestre (tableau 3.3, page 31).

Les marchés du crédit sont stables à long terme et perturbés à court terme

Le climat d'optimisme contribue à la contraction des primes pour les entreprises

Malgré plusieurs défaillances et déclassements retentissants, les primes appliquées aux entreprises se sont rétrécies sur les deux derniers mois de l'année, inversant la tendance du troisième trimestre (graphique 1.6). Moody's a signalé que le taux de défaillance a continué d'augmenter jusqu'en décembre, annonçant toutefois une stabilisation début 2002 et une baisse ultérieure. Au quatrième trimestre, les emprunteurs bien notés, voire ceux qui, comme Ford et AT&T, avaient été déclassés par les agences de notation, n'ont eu aucune difficulté à émettre des titres à long terme. Les émissions nettes ont fortement progressé (Marché des titres de dette, page 26). Fin janvier-début février, les primes se sont à nouveau quelque peu élargies, après une série de défaillances d'entreprises et les révélations sur les pratiques comptables douteuses d'Enron, notamment pour les grands conglomérats et les emprunteurs très endettés.



Confirmant l'évolution décrite à plusieurs reprises dans le *Rapport trimestriel BRI*, les émissions nettes à court terme sur le marché international ont été faibles au quatrième trimestre 2001, alors que les émissions à long terme, surtout d'emprunteurs européens, progressaient vivement. L'encours de papier commercial (PC) sur le marché intérieur américain a augmenté de \$28 milliards au quatrième trimestre, période où les émissions sont généralement fortes, mais régressé de \$161 milliards sur 2001 (graphique 1.7). Il semble que cette tendance se soit poursuivie début 2002. Le recul du compartiment à court terme est dû en partie au fait que les grandes entreprises ont moins de stocks à financer en raison du ralentissement conjoncturel; il s'explique aussi par le désir de s'assurer des rendements à long terme relativement faibles, moyennant même une prime par rapport à des taux courts extrêmement bas.

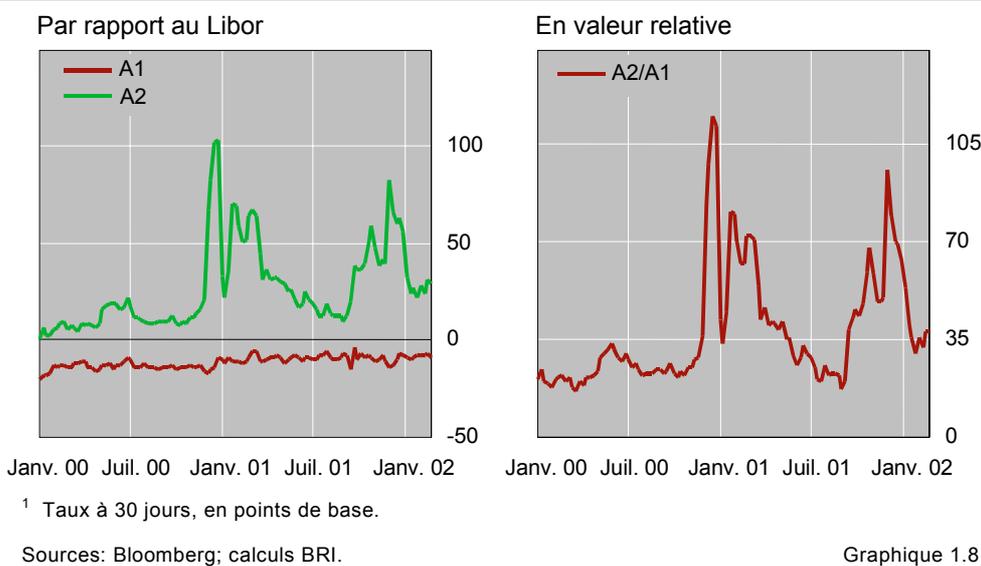
Toutefois, l'émission de PC était devenue beaucoup trop onéreuse pour plusieurs grosses signatures, en raison de leur déclassement et d'une aversion accrue des investisseurs du marché monétaire à l'égard du risque. Certaines se sont tournées vers l'obligataire, même pour leurs financements à court terme. Les primes sur PC, déjà volatiles après les attentats de septembre, se sont fortement élargies après la défaillance d'Enron, en novembre; elles se sont à nouveau rétrécies début janvier, puis sont restées stables, pour l'essentiel (graphique 1.8). Certains observateurs ont souligné que les banques, qui contribuent traditionnellement au bon fonctionnement de ce segment en fournissant des lignes de soutien, sont devenues plus réticentes. Parmi leurs raisons figurent peut-être l'accroissement du risque de tels engagements en période de récession et, plus généralement, l'attention accrue qu'elles accordent à la gestion de leur exposition au risque de crédit.

Poursuite de l'allongement des échéances ...

... tandis que des turbulences affectent le papier commercial

Marge du papier commercial aux États-Unis¹

Moyenne hebdomadaire



Les marchés dérivés semblent avoir bien réagi aux faillites d'entreprises et à la défaillance de l'Argentine. Ces événements ont peut-être constitué l'épreuve la plus révélatrice de l'aptitude de ce jeune marché à transférer l'exposition au risque de défaillance des acheteurs aux vendeurs de protection. Plusieurs questions étaient apparues concernant l'Argentine. L'offre de conversion antérieure constituait-elle une défaillance? Les titres reçus à cette occasion étaient-ils livrables en exécution des contrats? Quoi qu'il en soit, les participants ont semblé persuadés que ces problèmes seraient résolus et que l'incidence systémique serait modeste.

Resserrement de la prime sur la dette souveraine malgré la défaillance de l'Argentine

Resserrement de la prime sur la dette souveraine des économies émergentes

Au quatrième trimestre, un regain de confiance à l'égard des perspectives de reprise mondiale a également influencé la tarification de nombreux titres d'économies émergentes, en dépit de l'aggravation continue de la situation en Argentine. À l'inverse du troisième trimestre, où les investisseurs étaient demeurés prudents vis-à-vis du Brésil et des Philippines, par exemple, les primes se sont réduites pour presque tous les emprunteurs souverains du groupe (graphique 1.9). Cela reflète en partie la poursuite du rééquilibrage des portefeuilles, les investisseurs se désengageant progressivement de l'Argentine. À noter qu'il ne semble pas y avoir eu de révision substantielle du coût du risque par les investisseurs en titres des économies émergentes suite aux événements en Argentine.

Émissions de plusieurs pays d'Amérique latine ...

Certaines économies émergentes ont même été fort bien accueillies pendant la crise argentine. Si les émissions nettes sont restées limitées pour l'ensemble du groupe au quatrième trimestre, plusieurs emprunteurs

souverains d'Amérique latine (notamment Chili, Colombie et Mexique) ont collecté des fonds. Par ailleurs, des signatures privées mexicaines et brésiliennes n'ont eu aucune difficulté à obtenir des prêts consortiaux (encadré page 25).

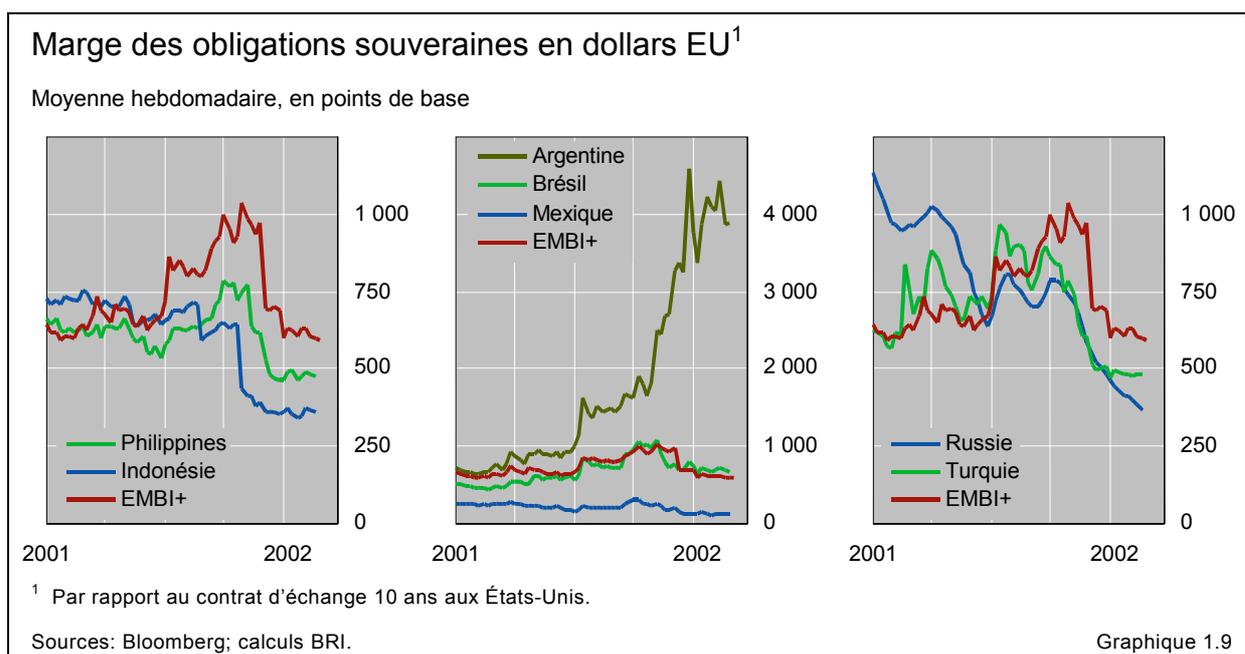
Les investisseurs ont également été plus optimistes au sujet des perspectives des économies de l'Est asiatique, pensant, en particulier, que l'atonie du secteur technologique aurait un effet limité sur les exportations de l'Asie. La Bourse coréenne a progressé de 33,2% en 2001 (de 38,6% à partir du 1^{er} octobre), tandis que celle de Taiwan affichait, elle aussi, une forte expansion. Au troisième trimestre, les émissions nettes des emprunteurs de la région étaient négatives, les annonces de placements d'actions internationales s'étaient ralenties et les prêts s'étaient contractés; plusieurs pays avaient, en outre, prélevé sur leurs dépôts auprès de banques étrangères (Marché bancaire, page 16). Au quatrième trimestre, en revanche, les placements d'actions se sont redressés et les émissions nettes sont devenues légèrement positives. Les résidents privés coréens ont été particulièrement actifs sur les marchés internationaux des obligations et des prêts consortiaux.

... et de résidents privés de Corée

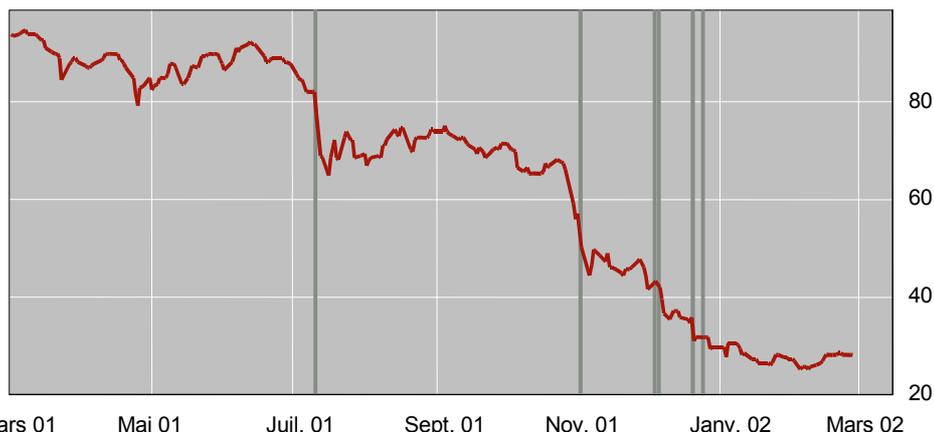
Si la crise argentine n'a eu que des effets limités sur la situation financière des autres économies émergentes, c'est en partie parce que les marchés anticipaient depuis plusieurs mois la forte probabilité de défaillance de la République argentine (graphique 1.10). Pour l'affaire Enron, à l'inverse, l'ampleur des problèmes du groupe n'est apparue que peu avant la faillite. La probabilité d'une défaillance de l'Argentine était sanctionnée par les marchés au moins depuis le 10 juillet 2001: ce jour-là, le gouvernement s'est trouvé contraint de payer des taux d'intérêt plus élevés que prévu lors d'une adjudication interne d'emprunt d'État; l'obligation phare cédait 5,1%. Le risque de défaillance perçu a encore augmenté en novembre, lorsque le projet de restructuration de l'encours d'obligations d'État a été mal accueilli par les

Incidence limitée des événements en Argentine ...

... avant et après la défaillance



Argentine: cotation de l'obligation d'État¹



Lignes verticales = événements majeurs: 10 juillet, adjudication de titres d'État marquée par des taux d'intérêt élevés; 1^{er} novembre, annonce de la restructuration de la dette argentine; 2 décembre, non-convertibilité des dépôts bancaires et contrôle des changes imposés par le gouvernement; 5 décembre, déblocage de crédits refusé par le FMI; 20 décembre, démission du Président de la Rúa; 23 décembre, annonce de la défaillance du pays.

¹ République argentine 11%% 1997, échéance 2017.

Source: Datastream.

Graphique 1.10

investisseurs. Il s'est de nouveau intensifié début décembre, au moment du gel des comptes bancaires et lorsque le FMI, arguant de la lenteur de la réforme budgétaire, a différé le décaissement prévu dans le cadre d'un programme d'aide antérieur. L'annonce, fin décembre, que le pays suspendait les remboursements sur sa dette extérieure, chiffrée à \$132 milliards, avait été précédée de vigoureux efforts pour défendre le système de caisse d'émission et le secteur bancaire ainsi que d'une période de turbulences politiques et sociales.

Au premier trimestre 2002, le nouveau gouvernement s'est efforcé de réformer le cadre économique, en instituant un régime de change d'abord double puis flottant (avec une monnaie fortement dévaluée). Pourtant, malgré un horizon incertain, les problèmes de l'Argentine n'ont pas semblé se propager aux autres pays d'Amérique latine et n'ont pas causé, non plus, de grave perturbation dans le système financier mondial. Nul doute que les entreprises très engagées en Argentine, en particulier les banques étrangères, devront passer en charges une partie de leurs activités. Néanmoins, la majorité des créanciers ont réussi à ramener leur exposition à des niveaux acceptables dans les mois qui ont précédé la défaillance; en conséquence, ils ont pu l'absorber sans avoir à se défaire soudainement d'un grand nombre d'autres obligations souveraines pour couvrir leurs pertes.