

1. Vue d'ensemble : affaiblissement de la confiance dans une reprise soutenue

Les premiers mois de 2002 ont tempéré les anticipations d'une forte reprise apparues sur les marchés financiers au quatrième trimestre. En conséquence, les cours des actions se sont repliés et, aux États-Unis, les taux longs se sont détendus. Des indicateurs macroéconomiques étonnamment vigoureux, fin février et début mars, ont engendré une nouvelle poussée d'optimisme, qui s'est toutefois essoufflée faute de confirmation. En Europe, l'augmentation des prix du pétrole a fait resurgir le spectre de l'inflation, poussant à la hausse les taux longs de l'euro. Sur les marchés des actions, les espoirs des investisseurs ont été brisés par l'absence de signes de redressement des résultats des entreprises parallèlement à l'amélioration de l'ensemble de l'économie. Les cours ont été affectés, en outre, par le scepticisme persistant concernant les pratiques d'information financière et de comptabilité des entreprises, par de nouvelles allégations de recommandations biaisées d'analystes financiers et par une défiance soudaine envers les sociétés considérées comme fortement endettées à court terme.

Le marché des obligations d'entreprises a continué de faire bon accueil à la plupart des emprunteurs, tandis que les sociétés non financières ont été de plus en plus fortement incitées à réduire leur financement à court terme. Devant le refus des banques d'accorder des facilités de soutien, certaines ont été exclues du marché du papier commercial ; d'autres ont voulu donner satisfaction à leurs actionnaires et aux agences de notation en limitant volontairement un tel endettement. Plusieurs grands groupes européens ont sollicité pour la première fois le marché obligataire, afin de ne plus dépendre exclusivement des crédits bancaires classiques. Les marchés ont bien accepté ce report sur le long terme : avec un volume net d'émissions relativement faible, les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont restés assez étroits durant les premiers mois de 2002.

Les économies émergentes ont bénéficié des anticipations de reprise dans les économies avancées. En dépit de la persistance de problèmes économiques en Argentine, les primes sur la dette souveraine se sont généralement rétrécies dans un contexte de faibles taux d'intérêt internationaux. Les économies émergentes ont cependant été peu nombreuses à profiter de l'amélioration des conditions de crédit. Parmi les marchés des

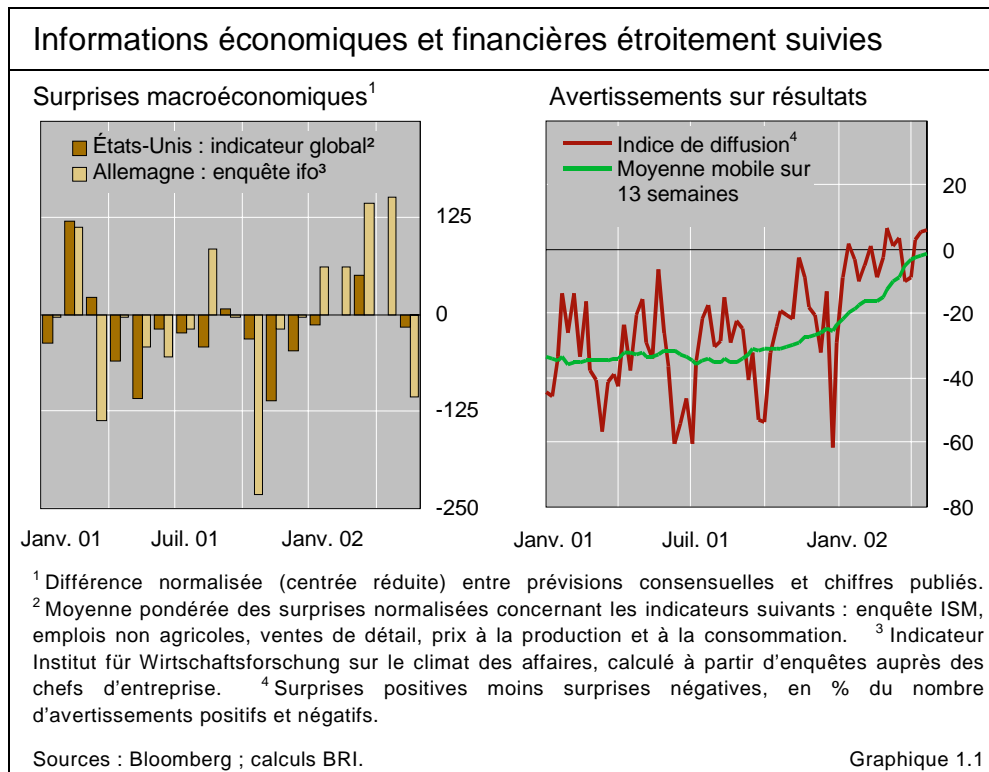
actions les plus performants, ceux du Mexique, de la Corée et des pays d'Asie du Sud-Est sont apparus les mieux en mesure de profiter d'un redémarrage de l'activité aux États-Unis.

Hausse des taux longs en Europe devant des craintes d'inflation

Sur les marchés à revenu fixe, les grands espoirs de forte reprise, évidents au quatrième trimestre 2001, ont fait place à des attentes plus modestes dans les premiers mois de 2002. Alors que les indicateurs économiques étroitement suivis se montraient dans l'ensemble plus positifs (graphique 1.1), les opérateurs restaient apparemment déçus. Leur attention semble s'être essentiellement portée sur des variables telles que commandes de biens durables aux États-Unis, confiance des entreprises et des consommateurs dans la zone euro ou croissance du PIB allemand, qui ont toutes eu tendance à redescendre au-dessous des anticipations. De légères tensions reflationnistes ont empêché les taux longs de tomber plus bas, et les ont même orientés à la hausse en Europe. Vers la mi-mai, les taux des contrats d'échange 5 ans avaient perdu 15 points de base par rapport à leurs sommets de décembre pour le dollar EU, alors que, pour l'euro, ils s'étaient tendus de 25 points de base (graphique 1.2).

Taux longs en baisse aux États-Unis, en hausse dans la zone euro

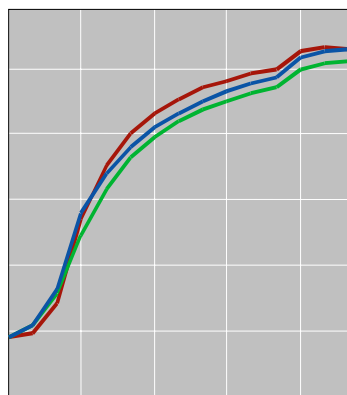
Fin février et début mars, des indicateurs macroéconomiques étonnamment bons ont déclenché une brève poussée d'optimisme ainsi qu'une brusque remontée temporaire des taux d'intérêt. Les opérateurs ont semblé particulièrement surpris, le 28 février, de l'importante révision en hausse du PIB américain au quatrième trimestre (+1,4 % en rythme annuel). Le 7 mars,



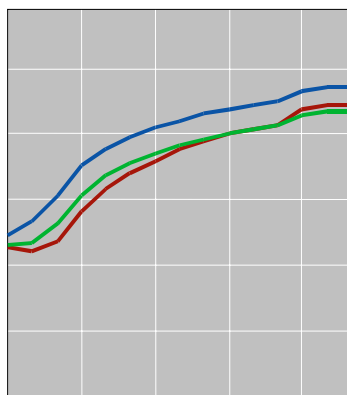
Courbes des rendements (contrats d'échange de taux d'intérêt)

En %

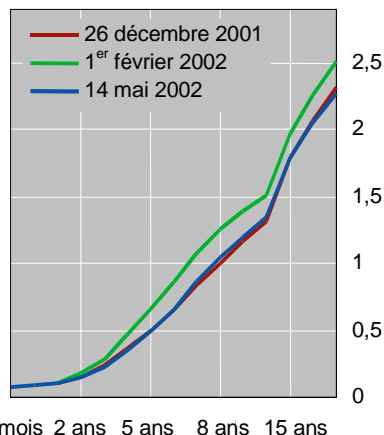
Dollar EU



Euro



Yen



3 mois 2 ans 5 ans 8 ans 15 ans

3 mois 2 ans 5 ans 8 ans 15 ans

3 mois 2 ans 5 ans 8 ans 15 ans

Échéance

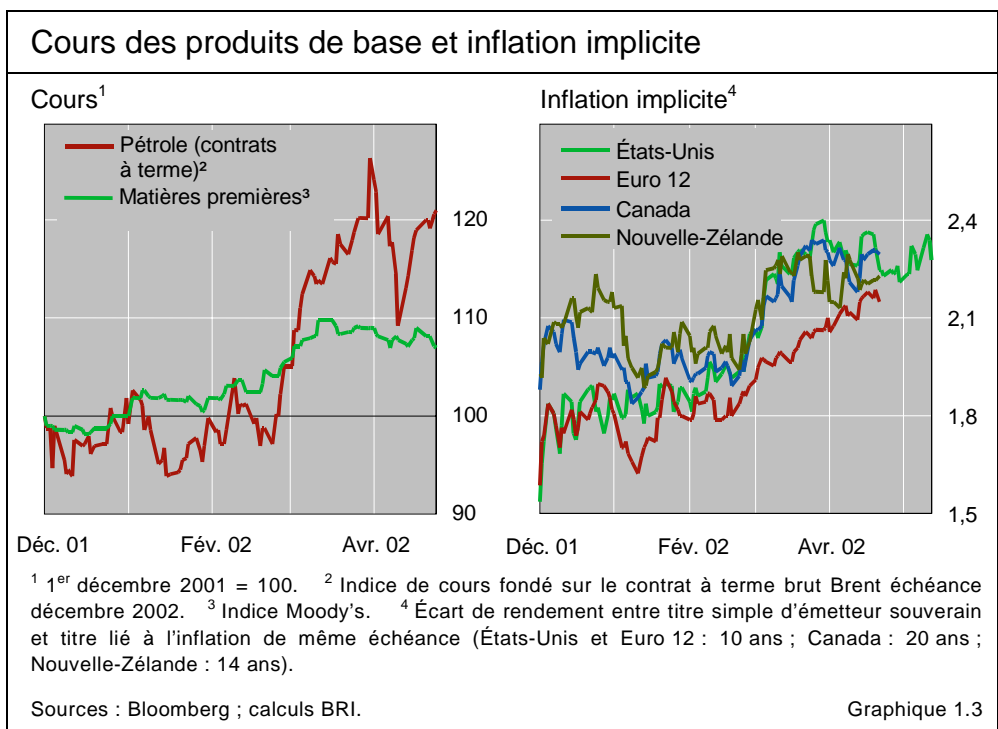
Source : Bloomberg.

Graphique 1.2

L'audition d'Alan Greenspan signale une croissance plus vigoureuse

l'audition du président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, devant le Sénat, présentant une estimation des perspectives économiques américaines plus confiante qu'une semaine plus tôt devant les Représentants, a eu un impact encore plus prononcé sur les taux longs. Le jour même, les courbes des contrats d'échange sur les principales devises se sont vivement tendues : 20 points de base pour le dollar EU et 8 points de base pour l'euro dans le compartiment à 5 ans. Les opérateurs tablaient davantage sur une croissance à long terme et un durcissement monétaire prochain. Entre le 27 février et le 25 mars, alors que les anticipations de taux directeurs implicites dans les contrats de taux à terme atteignaient un pic, les courbes des contrats d'échange se sont à la fois aplaties et tendues, avec une augmentation de 82 points de base pour le dollar EU et de 43 points de base pour l'euro dans le segment à 2 ans et de respectivement 55 points de base et 27 points de base dans le 10 ans.

Mars et avril ont également vu se dissiper les dernières anticipations de désinflation implicites dans les taux longs. Bien que les marchés aient apparemment eu du mal à prédire le rythme de la reprise économique, ils semblaient persuadés que les pressions désinflationnistes liées au ralentissement de l'activité étaient terminées. L'augmentation du cours du pétrole, en outre, laissait pressentir une accentuation des tensions sur les prix. En mars, une vive hausse des taux des contrats d'échange 10 ans a coïncidé non seulement avec des indices économiques particulièrement vigoureux, mais aussi avec un bond du cours du pétrole (graphique 1.3, cadre de gauche). Si le renchérissement des produits de base s'expliquait par des prévisions d'accroissement de la demande mondiale d'énergie, celui du pétrole comme la volatilité de son cours correspondaient à une montée des troubles politiques au Moyen-Orient et au Venezuela.



Les acteurs du marché ont considéré l'Europe particulièrement exposée aux tensions inflationnistes, en raison de sa dépendance envers les importations de pétrole et de produits de base, mais aussi de préoccupations concernant le coût de la main-d'œuvre. Le puissant syndicat allemand IG Metall a lancé une grève début mai et les opérateurs, comme les décideurs européens, se sont inquiétés de l'issue des négociations salariales. Lors de sa conférence de presse du 2 mai, le président de la Banque centrale européenne, M. Duisenberg, a ainsi déclaré que, s'il continuait de penser que l'inflation européenne avoisinerait 2 %, il ne pouvait plus prédire avec certitude qu'elle se maintiendrait en deçà de ce niveau.

L'évolution des rendements des titres d'État protégés contre l'inflation dénote l'influence de celle-ci sur les taux longs. L'inflation implicite - écart de rendement entre titre d'État classique et titre de même échéance indexé sur l'inflation - a commencé de s'accroître fin février, les rendements « nominaux » augmentant plus vite que les rendements « réels » (graphique 1.3, cadre de droite). Comme les titres liés à l'inflation sont peu négociés et soumis à un régime fiscal différent, leur rendement n'est pas, en *niveau*, un bon indicateur des taux d'intérêt réels, mais sa *variation* reflète souvent les anticipations. En mars, l'inflation implicite a suivi, pour l'essentiel, la hausse du cours du pétrole : 15 points de base pour l'obligation française indexée, qui tient compte de l'inflation dans les douze pays de la zone euro. Il faut également noter qu'elle n'a pas diminué, au Canada et en Nouvelle-Zélande, après que la banque centrale eut résolument relevé le taux directeur en mars et avril ; elle a même continué de progresser au Canada.

Tandis que les investisseurs en obligations observent les négociations salariales en Allemagne ...

... l'inflation implicite dans les obligations françaises s'inscrit en hausse

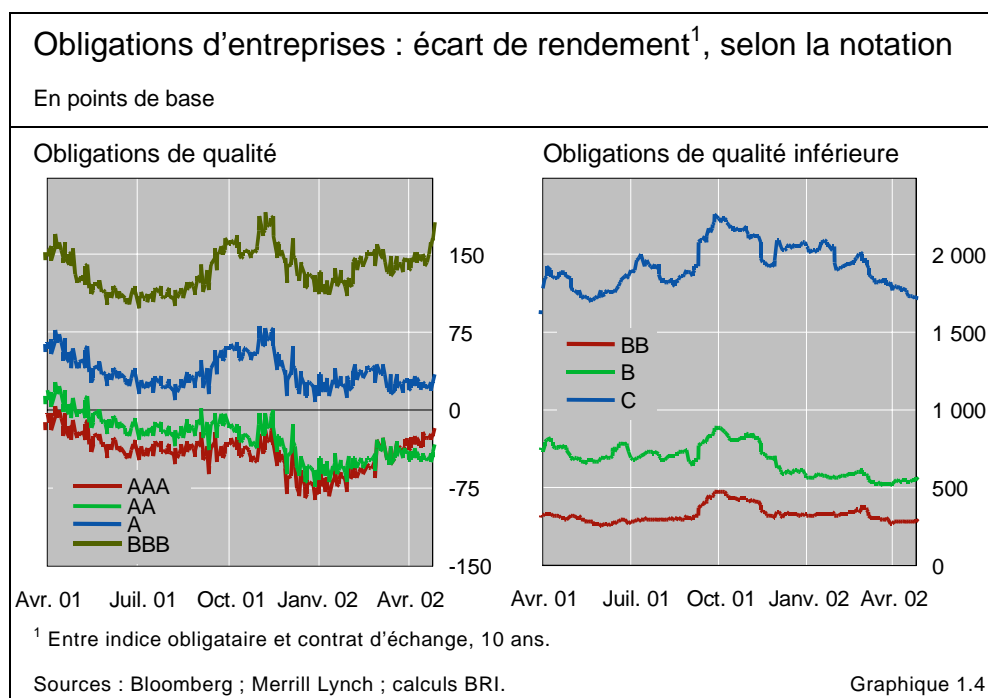
Au Japon, baisse des taux longs avec l'atténuation des craintes sur le déficit budgétaire

Au Japon aussi, les taux d'intérêt se sont montrés exceptionnellement volatils pendant les quatre premiers mois de l'année et ont semblé se démarquer de leur évolution dans les autres pays industriels. À partir de fin décembre et jusqu'à début février, alors que les taux du dollar EU et de l'euro diminuaient, celui des contrats d'échange 10 ans en yens gagnait plus de 20 points de base. Les résultats décevants de l'économie et le peu de progrès dans la résolution du problème des créances douteuses des banques japonaises ont apparemment fait anticiper une augmentation des besoins de financement du gouvernement et ont soumis les obligations d'État à des pressions à la vente, au commencement de 2002. Fin février et début mars, les taux du yen sont toutefois repartis à la baisse, revenant presque, dans les premiers jours d'avril, à leurs creux de décembre. Ce mouvement concorde avec le redressement des cours des actions nippones et avec l'appréciation de la monnaie. Fin février, la Banque du Japon avait annoncé qu'elle accroîtrait de 25 % ses achats d'obligations d'État ; deux semaines plus tard, le ministère de la Santé, du Travail et des Affaires sociales indiquait son intention d'en faire de même.

Les entreprises incitées à emprunter à long terme

Pressions des investisseurs, banques et agences de notation

Les sociétés non financières ont été de plus en plus poussées à se reporter du court terme sur le long terme. Les pressions sont venues des actionnaires des grands groupes, des investisseurs sur le marché du papier commercial (PC), des banques offrant des lignes de soutien PC et des agences de notation. Elles ont même visé des emprunteurs qui étaient parvenus à conserver une note élevée. Parmi les entreprises exclues du PC, certaines se sont orientées vers l'obligataire, où le coût des emprunts à long terme demeurerait relativement



intéressant (graphique 1.4). Tel a été aussi le cas, en Europe, de nombreuses grosses entreprises qui recouraient traditionnellement au crédit bancaire à court terme.

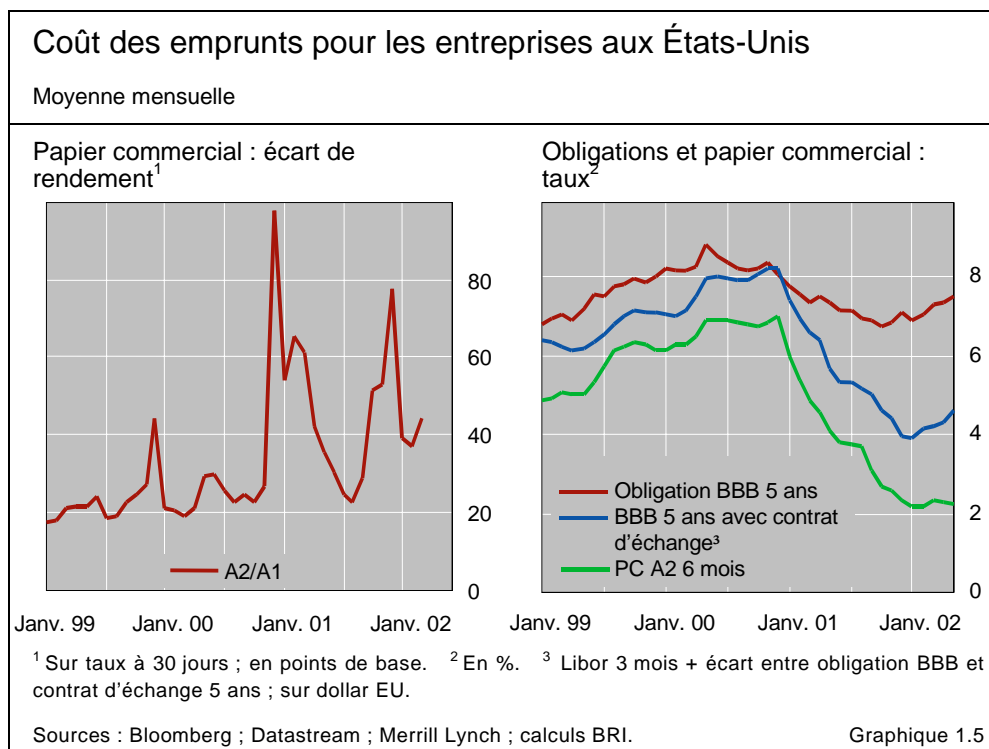
Les actionnaires de grands groupes ont également fait pression. En effet, face aux difficultés de financement notoires de certains emprunteurs de renom, les investisseurs ont sanctionné le cours des actions d'autres grosses entreprises considérées comme faisant excessivement appel au court terme. Même les signatures triple A n'ont pas été épargnées. Fin mars, le cours de l'action General Electric, par exemple, a plongé lorsque le gestionnaire d'un fonds obligataire américain de premier plan a critiqué l'utilisation du PC par la société et sa couverture incomplète en lignes de soutien bancaire.

Les bonnes signatures elles-mêmes ne sont pas épargnées

Ces pressions ont tout spécialement pesé sur les emprunteurs mal notés sur le marché du PC. Comme pendant la majeure partie de 2001, ce marché n'a accepté que les emprunteurs les plus solvables. Dans les premiers mois de 2002, les nombreux déclassements effectués par les agences de notation ont encore réduit les bénéficiaires. Les principaux acheteurs de PC, fonds de placement du marché monétaire, sont tenus de préserver le capital de leurs investisseurs. C'est la raison pour laquelle la Securities and Exchange Commission (SEC) a édicté une réglementation, en 1991, exigeant que leur portefeuille PC comporte au minimum 95 % de titres d'excellente qualité. Il est possible que les défaillances récentes les aient amenés en deçà de ce seuil.

Surtout, les banques ont commencé à mettre à exécution leur menace de ne plus accorder de facilités de soutien dans le cadre de programmes PC, à défaut d'un relèvement substantiel de leurs commissions. Le 29 avril, JPMorgan Chase, numéro un incontesté dans ce secteur, annonçait son retrait.

Les banques retirent leurs lignes de soutien



On peut rappeler à ce propos que ces lignes de substitution avaient été créées dans les années 70 pour remédier aux problèmes de financement sur un marché du PC sujet à des blocages. En 2002, elles constituaient un préalable à l'émission de PC ; leur retrait par les grandes banques n'a donc fait qu'accentuer la paralysie.

Les emprunteurs se reportent sur l'obligataire ...

Les exclus du marché du PC ont trouvé d'autres sources de financement. Certains se sont reportés sur l'obligataire, où même les emprunteurs notés A2/P2 sur leur dette à court terme, de ce fait incapables d'émettre du PC, ont constaté qu'un triple B sur leur dette à long terme attirait encore les investisseurs. Avec un volume d'émissions nettes relativement faible (« Marché des titres de dettes », page 25), leur écart de rendement à 10 ans avoisinait en moyenne 136 points de base durant les quatre premiers mois de 2002, contre 152 points de base au dernier trimestre 2001. D'autres sociétés ont pu avoir recours au PC adossé à des actifs à recouvrer, ces sûretés pouvant alors rehausser la notation de l'émission. En avril 2002, l'encours de tels titres atteignait \$723 milliards, contre \$658 milliards pour le PC non garanti.

... certains concluant en outre un contrat d'échange pour obtenir un taux variable

Malgré les conditions avantageuses sur l'obligataire, la pente assez prononcée de la courbe des rendements signifiait que le passage du court au long terme coûtait cher aux entreprises. Fin mars 2002, par exemple, un emprunteur américain noté triple B payait environ 7,5 % pour un titre à 5 ans à taux fixe. Sans accès au PC, il pouvait néanmoins s'endetter à taux court grâce à un contrat d'échange lui permettant d'obtenir un taux variable, quelque 4,4 %, soit un gain de 3,1 points (graphique 1.5). Selon les sources de marché, nombre de grosses entreprises américaines ont procédé ainsi. Les écarts de rendement à 5 ans entre contrats d'échange et titres du Trésor EU se sont contractés de 22 points de base au cours des quatre premiers mois de 2002, partiellement en raison de tels arbitrages.

La possibilité pour les emprunteurs de recourir à ces contrats d'échange permet d'évaluer les difficultés du marché du PC. L'écart entre taux du PC noté A2/P2 et taux variable obtenu par contrat d'échange est un indicateur approximatif du coût de la restriction de l'accès au marché du PC, la commission afférente à la ligne de soutien, 10-20 points de base, n'ayant qu'une incidence marginale. Cet écart s'est creusé, passant de 1,3 % début 2002 à 2,3 % fin avril, ce qui laisse supposer que les difficultés se sont aggravées sur le marché du PC.

Les avertissements sur résultats et les questions comptables stoppent la reprise du marché des actions

Les investisseurs sont préoccupés par la faiblesse des bénéfices des entreprises ...

Les marchés des actions ont subi les mêmes fluctuations de la confiance que l'obligataire, mais ils ont globalement baissé dans la plupart des pays industriels. Ils ont surtout souffert de l'absence de signes de redressement des bénéfices des entreprises, parallèlement à la reprise de l'activité. Les avertissements sur résultats ont continué d'être plus négatifs que positifs, même si l'écart s'est en grande partie comblé depuis 2001 (graphique 1.1, cadre de droite). Les préoccupations suscitées par les pratiques des

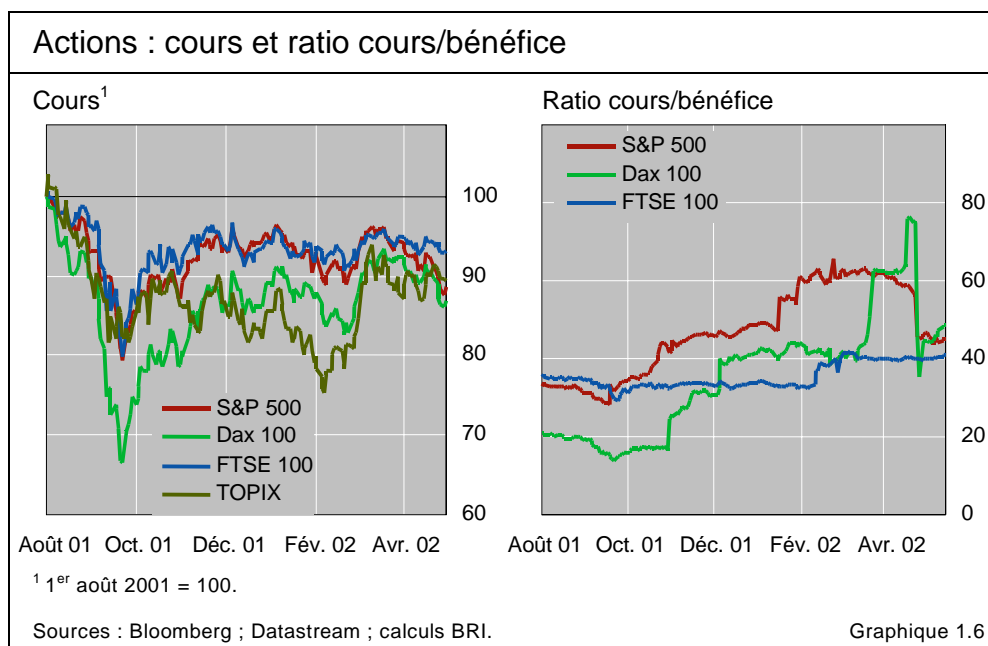
entreprises en matière de comptabilité et de communication financière, ainsi que de nouveaux scandales mettant en cause les conflits d'intérêts au sein des entreprises d'investissement, ont contribué à accroître la méfiance, début 2002, et ont orienté les cours à la baisse. Les investisseurs ont particulièrement sanctionné les actions des sociétés présentant des états financiers relativement complexes, voire opaques, ou de celles considérées comme empruntant trop sur le marché monétaire.

Le redressement des marchés des actions amorcé en octobre 2001 a été stoppé en janvier 2002 en raison des préoccupations sur la fiabilité des états financiers suscitées par la faillite d'Enron. Les cours n'ont repris leur hausse que fin février-début mars, après la publication d'indicateurs macroéconomiques dénotant une économie dynamique (graphique 1.6). La révision du PIB américain pour le quatrième trimestre, mentionnée précédemment, a stimulé particulièrement les actions, faisant progresser l'indice S&P 500 de 2,3 % dans la journée. Les gains se sont toutefois avérés éphémères. Dès la deuxième semaine de mars, les avertissements sur résultats de grands noms du secteur technologique, tels Lucent et Nokia, avaient fait chuter la cote ; ils ont également amené à s'interroger à nouveau sur la durabilité et la vigueur d'une reprise économique où les entreprises ne réalisent pas de bénéfices et ne relancent pas l'investissement.

L'information, fin mars, selon laquelle la SEC examinait les méthodes comptables de plusieurs sociétés technologiques de premier plan a amplifié le repli des cours, en même temps que réapparaissaient les préoccupations sur la communication financière. L'annonce simultanée de l'ouverture d'enquêtes sur les pratiques d'éminents analystes financiers de Wall Street a encore accentué le malaise. La dégradation des indices boursiers s'est, en conséquence, révélée particulièrement forte entre le 19 mars et fin avril : le S&P 500 a perdu 8 %, le FTSE 100 4 % et le Dax 7 %.

... les pratiques comptables douteuses ...

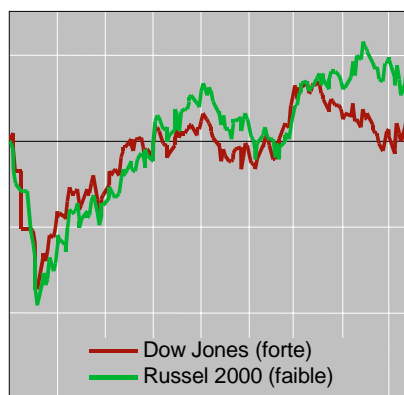
... et le manque d'objectivité des analystes financiers



Indices boursiers, selon la capitalisation

1^{er} septembre 2001 = 100

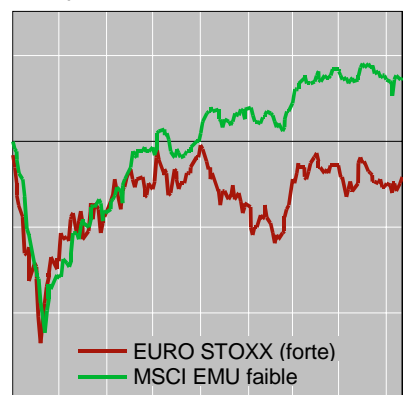
États-Unis



Sept. 01 Déc. 01 Mars 02

Sources : Bloomberg ; Datastream.

Europe



Sept. 01 Déc. 01 Mars 02

Graphique 1.7

La méfiance vis-à-vis des informations financières des sociétés a aussi contribué à creuser l'écart de cours entre valeurs de forte et faible capitalisation. Pendant la période susmentionnée, le Dow Jones Industrial Average (les plus grandes sociétés cotées aux États-Unis) perdait 6 %, tandis que l'indice Russell 2000 (valeurs de faible et moyenne capitalisation) s'élevait de 5 % (graphique 1.7). Les petites entreprises auraient bénéficié de la lisibilité de leurs activités, de leur comptabilité et de leurs transactions financières. Nombre d'opérateurs ont également eu le sentiment qu'elles profiteraient plus de la reprise économique, car leurs investissements s'appuient davantage sur leurs flux de trésorerie.

Au Japon, le marché des actions a semblé évoluer généralement de pair avec les prix des actifs en yens, souvent à contre-courant des perspectives de l'économie. Les valeurs du TOPIX se sont ressaisies en même temps que les titres de dette, avec un fort rebond fin février-début mars. La remontée des prix des actifs et l'appréciation simultanée du yen, avant le 31 mars, ont été imputées par des opérateurs à des opérations d'habillage de bilan pour la clôture de l'exercice financier. D'autres ont attribué la reprise du marché des actions au fait qu'une grande entreprise de construction a été autorisée à faire faillite ; cela a été ressenti comme le signe favorable d'un changement d'attitude des autorités face aux restructurations d'entreprises. D'autres ont considéré qu'elle était plutôt due à la nouvelle réglementation du marché au comptant, interdisant de vendre des actions à découvert sans hausse préalable du cours. De nombreux intervenants détenaient des positions courtes sur actions japonaises lorsque la règle est entrée en vigueur et, avant l'annonce officielle, une certaine confusion régnait quant aux sanctions prévues. Les opérations de couverture d'opérateurs inquiets auraient suffisamment gonflé les prix pour obliger d'autres participants à liquider leurs positions courtes, créant ainsi des réactions en chaîne.

Au Japon, les nouvelles règles du comptant soutiennent le marché des actions

Les économies émergentes participent à la reprise

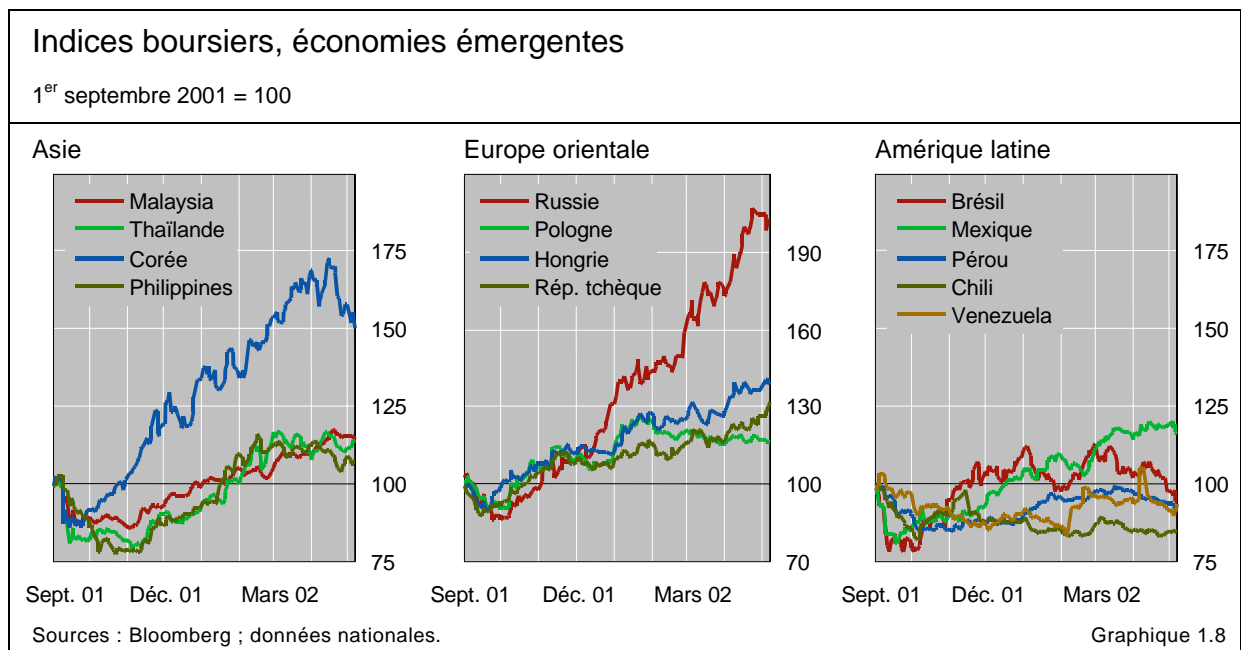
Les économies émergentes ont bien profité des anticipations de reprise de l'économie mondiale, début 2002. Malgré les difficultés persistantes en Argentine, les écarts de rendement pour les émetteurs souverains ont généralement diminué, en présence de taux d'intérêt faibles dans les pays industrialisés. Les marchés des actions de Corée, du Mexique et des pays d'Asie du Sud-Est figurent parmi ceux qui ont obtenu les meilleurs résultats ; ils sont considérés comme ayant le plus à gagner de la reprise de l'activité aux États-Unis (graphique 1.8). Le marché russe des actions a continué de grimper en flèche : les hausses récentes des prix pétroliers ont stimulé l'amélioration du climat des affaires.

Bons résultats des actions coréennes, mexicaines et russes

En Asie, les nouvelles économies industrialisées ont bénéficié de l'incidence attendue, sur la demande d'exportations, d'une reprise, même modérée, aux États-Unis. Fin avril, les cours à la Bourse de Séoul avaient progressé de 22 % depuis le début de l'année et doublé de valeur par rapport à leurs creux de septembre 2001. Pour la Corée, un redémarrage particulièrement prononcé de la demande mondiale des ménages en produits électroniques et un accroissement de la demande intérieure ont permis des résultats exceptionnels à l'échelle de la région. Fait sans précédent : fin mars, Moody's a rehaussé de deux crans la note de l'État coréen, ce qui a déclenché une petite amélioration à la fois sur les marchés des actions et sur la dette extérieure. Dans d'autres pays asiatiques également, les actions ont affiché des rendements élevés sur cette période, sans toutefois égaler l'exemple coréen.

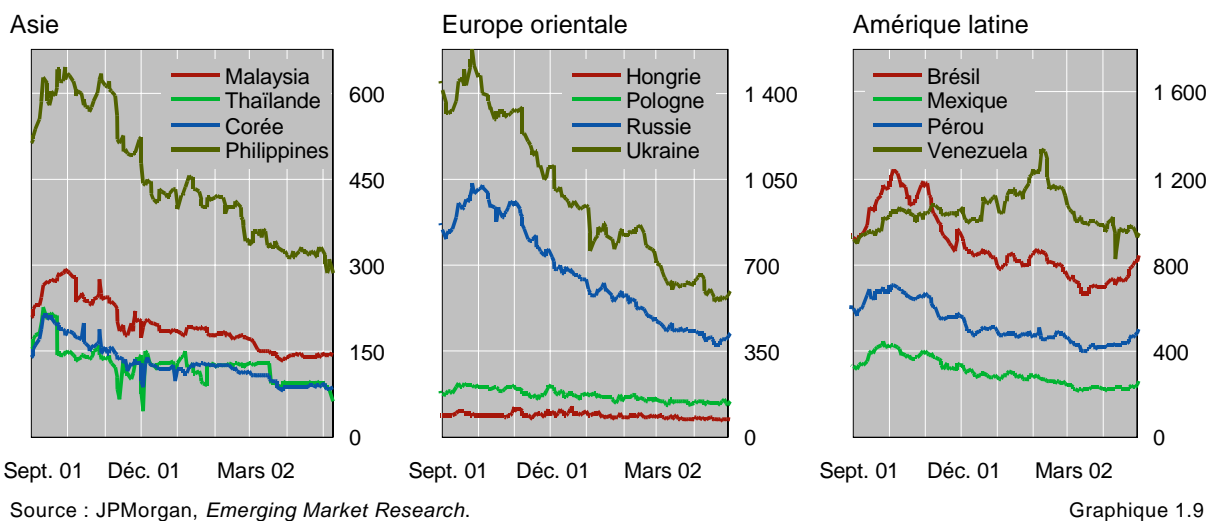
Moody's relève la note de la Corée

Les résultats des actifs mexicains ont continué de se démarquer par rapport au reste de l'Amérique latine. Malgré un repli de l'économie sur plusieurs trimestres consécutifs, parallèlement au ralentissement de l'activité



Économies émergentes : écart de rendement entre obligations souveraines en dollars EU et titres du Trésor EU

En points de base



chez son principal partenaire commercial, le Mexique a continué de bénéficier des anticipations de retour à la croissance aux États-Unis. Les agences de notation ont également relevé la note de sa dette extérieure. Début 2002, la Bourse mexicaine a gagné 14 % jusqu'à début mai et l'écart de rendement sur les obligations souveraines a diminué de près de 50 points de base (graphique 1.9). D'autres économies d'Amérique latine sont restées moroses, après une brève reprise, suite à la défaillance de l'Argentine et à la dévaluation de sa monnaie. Au Brésil, les investisseurs sont de plus en plus préoccupés, alors que l'économie continuait de ralentir et qu'un candidat populiste présentant un programme hostile aux marchés creusait l'écart en tête des sondages pour les présidentielles. L'indice boursier Bovespa, qui était remonté fortement après la crise argentine, a perdu près de 11 % entre janvier et mai ; de même, l'écart de rendement sur les emprunts souverains brésiliens s'est creusé de 200 points de base, pour atteindre près de 900 points de base.

La Russie - dont les marchés financiers sont restés bien orientés tout au long de 2001 malgré le repli de l'activité mondiale et des cours du pétrole - a maintenu un rythme d'expansion élevé au premier trimestre 2002. À la Bourse, les actions ont gagné près de 60 % depuis le début de l'année et, moins de quatre ans après le moratoire, l'écart de rendement sur la dette souveraine est revenu au-dessous de 500 points de base.

Les économies émergentes ont été favorisées par le bas niveau à la fois des marges souveraines (graphique 1.9) et des taux d'intérêt dans les pays industriels. Ce dernier facteur a facilité l'assouplissement des politiques monétaires sans compromettre le cours de change : au Mexique et en Corée, l'abaissement du taux directeur n'a pas freiné l'appréciation de la monnaie. La faiblesse des taux d'intérêt a probablement permis, en outre, d'atténuer les risques perçus sur actifs des économies émergentes. Les émissions

Les élections au Brésil préoccupent les investisseurs

internationales de titres de dette sont, certes, demeurées faibles, comme les années précédentes, mais les pays d'Asie ont commencé à effectuer des tirages sur crédits bancaires à l'étranger au dernier trimestre 2001 et au premier trimestre 2002 (« Marché bancaire » et encadré sur les crédits consortiaux).