

## 1. Vue d'ensemble : les marchés tournés vers la reprise

Un regain de confiance a mis fin à six mois de pessimisme croissant sur les marchés financiers. De mai à septembre 2002, les attentes des investisseurs ont été plusieurs fois déçues, de sorte que les actions se sont effondrées et que les taux d'intérêt à long terme n'ont cessé de baisser. En octobre, les bons chiffres de quelques entreprises ont semblé suffire à restaurer la confiance. En l'espace de sept semaines, sur octobre et novembre, les actions ont commencé à reprendre de la vigueur et les taux longs à monter. Toutefois, les avertissements sur résultats ont continué d'être plus souvent négatifs que positifs et, dans un premier temps, les données macroéconomiques ont été plutôt médiocres. La reprise reste donc à confirmer.

Les investisseurs en obligations d'entreprises ont eu tendance à partager le nouvel optimisme des marchés des actions. Les primes sur obligations d'entreprises se sont nettement resserrées en octobre et novembre, annulant en partie l'élargissement qui avait résulté du repli des actions. Cependant, les risques de crédit perçus dans certains secteurs sont restés importants. Ainsi, la capitalisation insuffisante des retraites dans l'automobile et l'aéronautique a conduit à des déclassements, notamment pour les unités de financement des constructeurs automobiles américains. Au troisième trimestre, lorsque les primes étaient particulièrement élevées, les émissions nettes de titres à taux fixe se sont contractées de deux cinquièmes, baisse sans précédent depuis la crise russe de 1998.

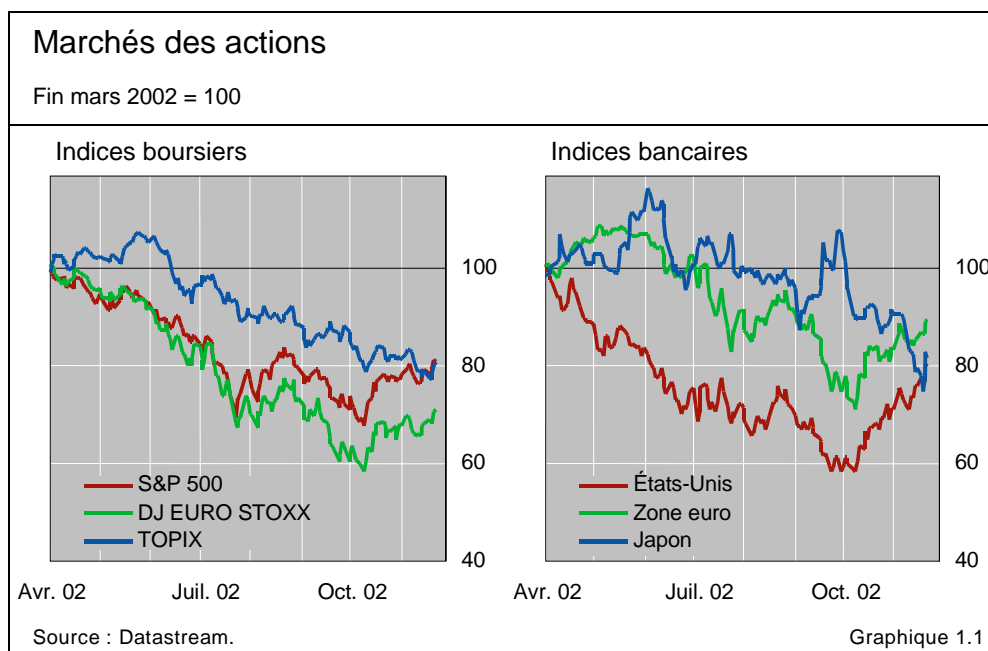
En octobre, les développements politiques ont pesé sur les économies émergentes. Au Brésil, il est clairement apparu que les élections présidentielles seraient remportées par un candidat dont les conceptions avaient été jusque-là sources de préoccupations pour les intervenants. Ses propos rassurants sur l'adoption d'une politique économique saine ont toutefois semblé restaurer une certaine confiance sur le marché des titres d'État. En Asie, l'attentat de Bali a déprimé la Bourse de Jakarta, exerçant une incidence passagère sur les places de Bangkok et Kuala Lumpur, mais sans effet notable ailleurs. Si, globalement, les apports de capitaux aux économies émergentes sont restés faibles, les meilleures signatures ont conservé leur accès au marché.

## Les bénéfices des entreprises donnent espoir aux investisseurs en actions

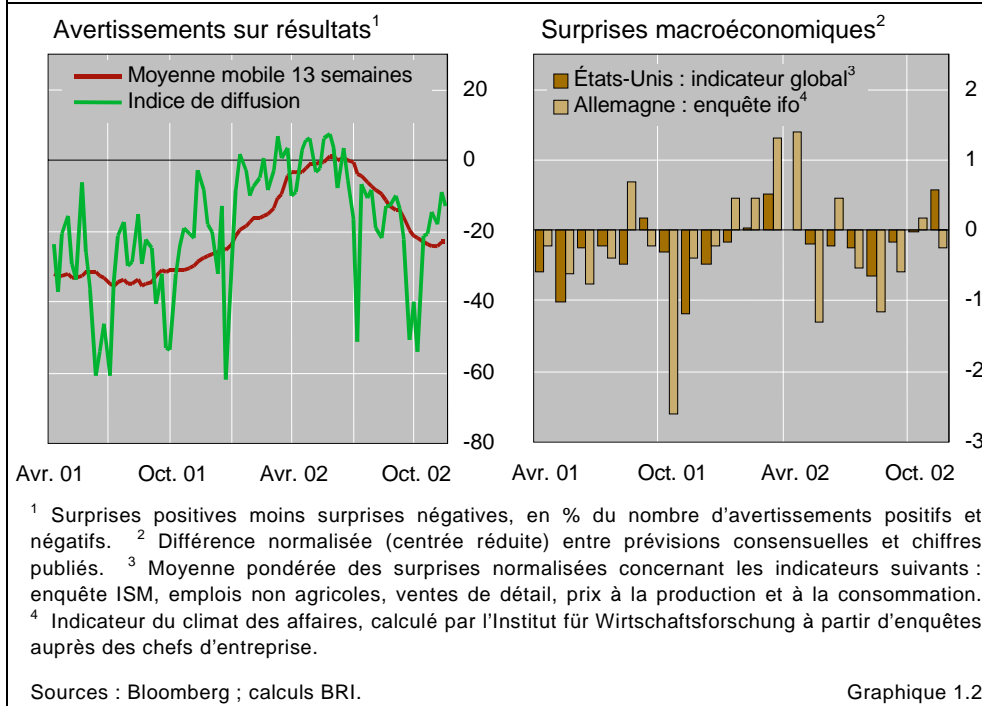
Octobre a paru marquer un tournant sur les marchés américain et européen des actions. La baisse des cours, depuis le mois de mai, n'avait été interrompue que par une reprise de cinq semaines sur juillet et une partie d'août. Elle découlait d'une série d'événements qui avaient de plus en plus miné la confiance des investisseurs, notamment tensions politiques mondiales, révision des états financiers de WorldCom et dégradation des résultats publiés par les entreprises. Septembre avait été le plus mauvais mois pour ces marchés, avec un recul de 11 % du S&P 500 et de 18 % du DJ EURO STOXX (graphique 1.1). Dans la deuxième semaine d'octobre, la situation s'est toutefois inversée avec un rebond de sept semaines. Entre le 10 octobre et le 22 novembre, les indices S&P 500 et DJ EURO STOXX ont progressé de respectivement 16 % et 18 %. En juillet-août, l'amélioration avait paru refléter un soulagement temporaire à l'idée que les problèmes de gouvernement d'entreprise étaient plus circonscrits qu'on ne l'avait craint ; cette fois, la reprise semblait plus généralisée et manifestement motivée par des anticipations de croissance des bénéfices.

Le sentiment s'inverse en octobre ...

Le sentiment des investisseurs a semblé changer d'orientation à la seule publication des résultats de quelques entreprises phares. Le 11 octobre, il a suffi d'une annonce positive sur les bénéfices de GE et d'un rapport d'analyste favorable sur IBM pour déclencher une vague d'achats. Le S&P 500 a augmenté de 4,3 % et le Nasdaq Composite de 6,2 % dans la semaine, mettant fin à un mois et demi de recul. La reprise s'est étendue la semaine suivante grâce aux bénéfices de plusieurs grandes banques. Les marchés européens se sont inscrits dans le sillage de leur homologue américain, malgré les importantes provisions pour pertes sur prêts des banques allemandes et des signes supplémentaires de problèmes de qualité des actifs pour les



## Informations économiques et financières étroitement suivies



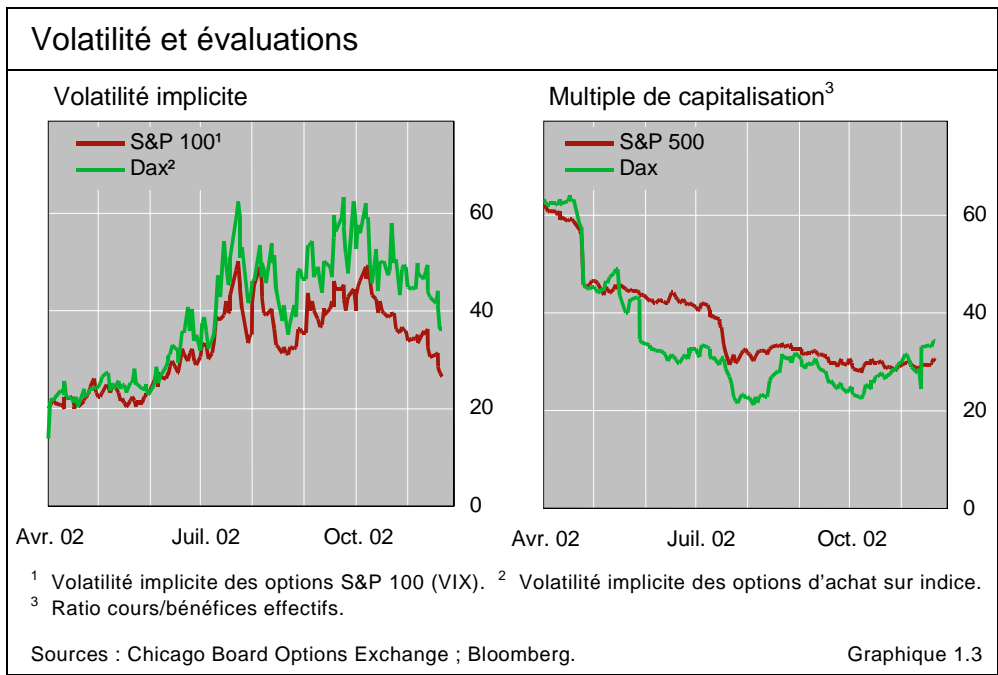
... malgré des avertissements sur résultats plus négatifs que positifs

compagnies d'assurances. Ce climat globalement positif s'est installé alors que, dans l'ensemble, les avertissements sur résultats continuaient d'être plus négatifs que positifs, en dépit d'une amélioration (graphique 1.2). Si les indicateurs macroéconomiques se sont avérés initialement moins favorables que prévu, l'optimisme des investisseurs a apparemment été validé, le 14 novembre, par un chiffre des ventes au détail laissant penser que le consommateur américain restait disposé à dépenser. Le rebond d'octobre a également été provoqué, semble-t-il, par des couvertures de positions courtes sur le marché, pour des niveaux étonnamment élevés. Il est possible que cette vague de couvertures ait amplifié la réaction des cours aux bonnes nouvelles.

Les actions des établissements tirent le marché

Il convient de noter que, si les secteurs technologiques et des télécommunications ont continué de concourir à la volatilité, les actions des banques européennes et américaines ont tiré le marché. Leur rôle moteur a pris une dimension inhabituelle, ces derniers mois. Lors de la chute des marchés, en septembre, elles ont été parmi les plus affectées : -18 % aux États-Unis et -19 % en Europe, où elles ont particulièrement souffert de leurs pertes sur risque de crédit ainsi que des performances médiocres de leurs filiales d'assurances. Au cours des sept semaines de reprise après le 10 octobre, les actions des banques américaines ont enregistré une hausse de 31 %, et celles des banques européennes de 21 %, redressement d'autant plus important qu'il atténuait le risque d'un resserrement du crédit, les établissements pouvant être réticents à prêter en raison de tensions sur les marchés financiers.

Le Comité fédéral de l'open market (CFOM) a semblé tirer parti de cette dynamique pour accroître l'efficacité d'une baisse des taux directeurs. Le 6 novembre, il a annoncé une réduction étonnamment vigoureuse (50 points de



base) du taux-objectif des fonds fédéraux. Dans une enquête Bloomberg, le jour précédent, seuls 20 économistes sur 138 avaient prévu une telle action. Après avoir hésité dans un premier temps, les investisseurs en actions ont réagi positivement et le S&P 500 a gagné 1 % sur la séance. Le 18 avril 2001, le CFOM avait pris une mesure similaire après deux semaines de redémarrage du marché des actions ; cette décision était intervenue en dehors des réunions ordinaires et avait donc surpris les opérateurs ; elle avait été suivie d'une hausse de 8 % du Nasdaq Composite sur la séance. Le 7 novembre, la BCE et la Banque d'Angleterre ont opté pour le statu quo. Déçus, les investisseurs ont vendu, provoquant ce jour-là une baisse de 1 % en Europe.

Seul un économiste sur sept present l'action de la Fed

Le rebond des marchés en octobre-novembre a maintenu les évaluations des actions au-delà des niveaux habituels. Mi-novembre, les ratios cours/bénéfices effectifs se sont établis à 29 pour le S&P 500 et 33 pour le Dax (graphique 1.3), contre une moyenne historique de 15 aux États-Unis. Parallèlement, la volatilité implicite dans les options sur indices est restée étonnamment forte, ce qui indiquerait que les primes de risque sur actions étaient en rapport. Or, si celles-ci étaient effectivement élevées, elles devraient faire baisser les cours, ce qui n'explique donc pas pourquoi les valorisations avaient atteint de tels niveaux. Les évaluations semblaient plutôt résulter de prévisions de forte croissance des bénéfices. En effet, calculés sur la base des résultats prévus par les analystes, les ratios cours/bénéfices sont beaucoup plus proches des normes historiques. La question est donc de savoir si ces prévisions sont réalistes. Sur la base d'un modèle BRI simple utilisant des courbes des rendements pour prévoir les bénéfices des entreprises sur l'ensemble du marché américain, les estimations consensuelles des analystes apparaissaient optimistes en novembre, mais pas autant qu'en août.

Les prévisions de bénéfices sont-elles réalistes ?

## Le marché de Tokyo évalue la réforme du secteur bancaire et des entreprises

Le marché hésite entre deux scénarios de réforme ...

Au Japon, le marché des actions a été guidé par des signaux contradictoires sur les perspectives de la réforme financière tant attendue. En interprétant ces signaux, les marchés ont hésité entre deux scénarios possibles, aux répercussions bien différentes pour les investisseurs en actions. Dans l'option généreuse, l'État apporterait des fonds aux banques en difficulté selon des modalités favorables aux actionnaires, tout en agissant pour que les ratios de fonds propres ne tombent pas au-dessous des 8 % requis. Dans l'option « atterrissage en catastrophe », des mesures plus strictes feraient baisser les ratios de fonds propres (encadré ci-après), ce qui nécessiterait, en fin de compte, une injection de capitaux accompagnée de la mise en place de nouvelles équipes de direction avec contrôle direct de l'État. Les actionnaires perdraient ainsi la valeur résiduelle de leurs actions. En outre, les grandes entreprises responsables des prêts improductifs seraient autorisées à se déclarer en faillite et, là encore, leurs actionnaires perdraient la valeur résiduelle de leur participation.

... réagissant positivement d'abord ...

Sur la place de Tokyo, les réactions des investisseurs en septembre et octobre ont suivi le scénario apparaissant le plus probable. L'attitude positive, dans un premier temps, est apparue le 18 septembre, lorsque la Banque du Japon a déclaré son intention de racheter des actions détenues par les banques commerciales. Cette annonce a semblé donner consistance au scénario généreux et le Nikkei 225 a augmenté de 2 % ce jour. Les opérateurs ont adopté une position inverse le 30 septembre, quand un partisan d'une réforme radicale a été nommé ministre des Services financiers, choix qui a suscité la crainte d'un atterrissage en catastrophe : les investisseurs ont vendu les valeurs des banques et des entreprises jugées les plus concernées par les créances improductives. En dix jours, le Nikkei 225 a chuté de 11 %, pour tomber à son plus bas depuis vingt ans.

... puis négativement

## L'obligataire reprend confiance grâce aux actions

La période mars-septembre 2002 a été marquée par une érosion de la confiance sur les marchés obligataires. Aux États-Unis, en Europe et au Japon, les investisseurs ont réagi à une succession d'indicateurs économiques médiocres en se reportant sur le compartiment long. Les taux courts étant ancrés aux taux directeurs, la baisse des taux longs a induit un aplatissement des courbes (graphique 1.4). Ce fléchissement de l'optimisme - représenté par des courbes plus plates - s'est poursuivi pendant la reprise des marchés des actions en juillet-août.

Les courbes des rendements restent relativement accentuées

Même durant leur phase d'aplatissement en Europe et aux États-Unis, les courbes des rendements ont continué de refléter un certain optimisme vis-à-vis de l'économie mondiale. La courbe américaine des contrats d'échange, en particulier, est restée plus pentue que sa moyenne des dernières années, indiquant la persistance d'anticipations de forte croissance aux États-Unis. Les pentes ont été très accentuées en mars 2002, lorsque l'écart entre

## Réforme bancaire au Japon : audace tempérée

*Patrick McGuire*

La nomination d'un partisan de longue date d'une action énergique à la tête de l'Agence des services financiers (FSA) est apparue comme une décision audacieuse du gouvernement nippon, signe d'un desserrement des freins politiques. La FSA a immédiatement constitué un groupe de travail sur les créances improductives chargé de proposer un programme de réforme. Cependant, à mesure qu'approchait la date de communication de ce programme, le 22 octobre, et que diverses propositions du groupe de travail faisaient l'objet d'un large débat dans la presse, des pressions politiques ont conduit à certains compromis. La portée du processus de réforme sera-t-elle réduite ?

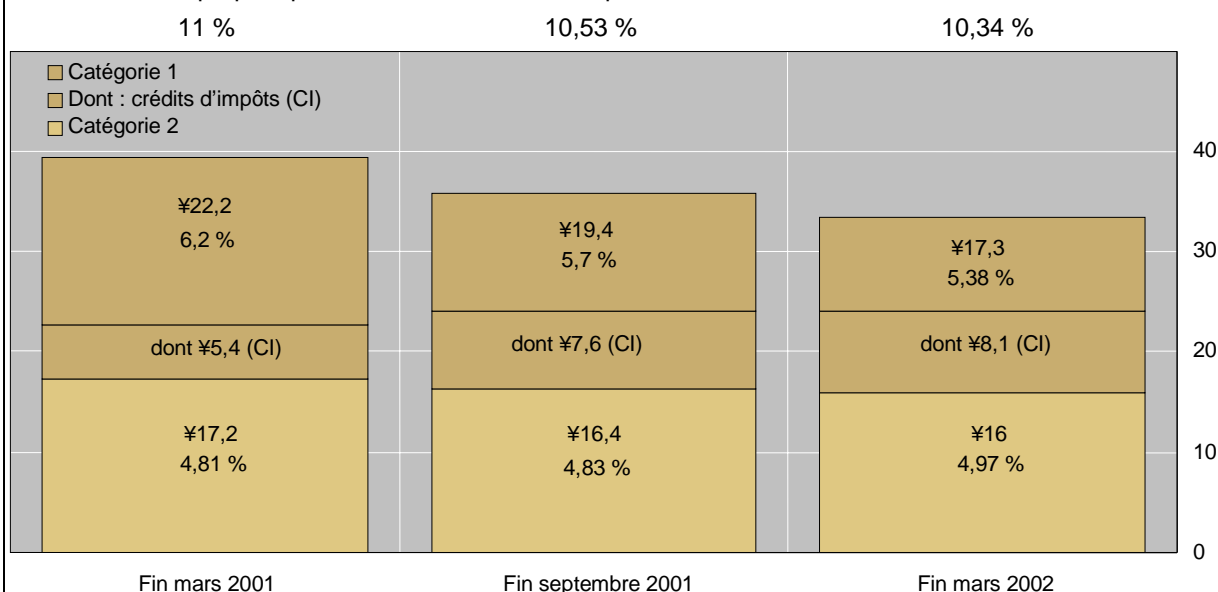
### *Des propositions énergiques*

La réforme bancaire se justifie par la nécessité d'orienter les ressources financières vers les entreprises dynamiques. Les créances improductives des banques japonaises sont jugées constituer le principal obstacle à cet égard. Elles s'élèvent à ¥47 000 milliards, soit environ 8 % du PIB, d'après les estimations officielles, au double selon certains économistes. Plutôt que de liquider les entreprises en mauvaise santé incapables de rembourser leur dette, les banques leur ont jusqu'à maintenant consenti de nouveaux crédits pour éviter de devoir comptabiliser des pertes. Les propositions initiales du groupe de travail, telles que rapportées par la presse, avaient essentiellement pour objectif de contraindre les établissements à imputer ces pertes sur leurs fonds propres et de favoriser ainsi une allocation plus efficiente des ressources économiques.

L'élément le plus controversé des propositions du groupe de travail concernait sans doute l'instauration de restrictions à la prise en compte des crédits d'impôts dans les fonds propres de catégorie 1. Les banques constituent des réserves au regard des créances douteuses, mais la diminution effective du bénéfice imposable n'intervient qu'au moment de l'insolvabilité de l'emprunteur. À l'heure actuelle, la réduction attendue du bénéfice imposable (sur les cinq exercices futurs) peut se traduire, dans le compte de résultat, par un crédit d'impôt attendu. Ce dernier peut être inclus dans les fonds propres de catégorie 1, ce qui permet aux banques d'améliorer fortement leur ratio. Fin mars 2002, les grandes banques nippones avaient comptabilisé ¥8 100 milliards de crédits d'impôts, soit environ 47 % des fonds propres de catégorie 1 (graphique). Cependant, le calcul de ces crédits d'impôts suppose un flux de revenus

### Composantes des fonds propres des banques japonaises

Ratio de fonds propres pondéré en fonction des risques :



Banques : city, long-term credit et trust. Montants : en milliers de milliards de yens. Pourcentages : ratio par rapport aux actifs pondérés en fonction du risque.

Source : Banque du Japon.

imposables, dont l'existence n'est, en réalité, pas certaine. C'est probablement pour cette raison que le groupe de travail avait l'intention de plafonner la prise en compte des crédits d'impôts à 10 % des fonds propres de catégorie 1 et de ramener à un an leur période de calcul.

Le programme appelait également les banques à comptabiliser les prêts selon la méthode des flux de trésorerie actualisés. Intégrer la probabilité de remboursement des intérêts et du principal contraint les banques à évaluer le risque de crédit, d'où un provisionnement plus strict des pertes sur prêts. Dans ce domaine, le programme préconisait en outre une ventilation plus rigoureuse des créances. À l'heure actuelle, les banques classent les prêts consentis aux entreprises en difficulté ou en faillite parmi les créances saines ou les « prêts à des emprunteurs nécessitant une surveillance ». Il est estimé que tel était le cas pour 70 % des entreprises en faillite un an avant leur dépôt de bilan. Aux termes du projet de réforme, ces prêts seraient nécessairement identifiés comme créances improductives, et les banques seraient tenues de constituer des provisions en regard.

Enfin, le groupe de travail proposait de convertir en actions ordinaires, assorties du droit de vote, les actions prioritaires des banques détenues par l'État (suite aux injections de capitaux antérieures). Le groupe de travail a par ailleurs laissé ouverte la possibilité d'injections futures de capitaux dans les établissements sous-capitalisés, inversant ainsi la politique du précédent responsable de la FSA.

#### *Résistance des acteurs concernés*

Face à une vive résistance des entreprises et des milieux politiques, la FSA a dû retarder la publication de son programme de réforme. Il était souvent objecté, en particulier, que sa mise en œuvre abaisserait les ratios de fonds propres des banques en deçà des 8 % requis et pourrait provoquer un ralentissement de la croissance des prêts ainsi qu'une hausse du chômage. De plus, un certain nombre d'économistes du secteur privé soutenaient que les banques réagiraient de façon rationnelle au plafonnement à 10 % des crédits d'impôts, avec des effets similaires. Plutôt que de recouvrer les créances sur des sociétés insolvables (et d'avoir à enregistrer des pertes), les banques limiteraient les prêts aux entreprises en bonne santé, ce qui freinerait l'activité. Les membres du Parti libéral démocratique au pouvoir redoutaient que, si ce programme ne se doublait pas d'un plan de relance économique, les propositions de la FSA ne provoquent un « atterrissage en catastrophe ». Il était reconnu, par ailleurs, que les faillites d'entreprises toucheraient vraisemblablement le bâtiment, secteur qui entretient traditionnellement des liens étroits avec le gouvernement.

#### *Émergence d'un compromis*

Le programme publié par le groupe de travail, le 30 octobre, constitue en fait un compromis. Les principales réformes proposées ont été détaillées une à une dans le communiqué de presse de la FSA. Elles ont toutefois été exprimées sous forme de suggestions, les précisions chiffrées et les dates d'application faisant souvent défaut.

Le programme recommande une diminution de moitié des créances compromises d'ici mars 2005 et esquisse un renforcement du rôle de la structure de défaillance, la Resolution and Collection Corporation (RCC). Toutefois, concernant le rachat par la RCC des créances compromises, le communiqué de presse mentionnait que « les mesures financières seront examinées le cas échéant ». Il comprend en outre une déclaration énergique sur les crédits d'impôts : il précise d'abord que « ... la FSA évaluera avec rigueur le traitement des crédits d'impôts ... et en étudiera rapidement le plafond autorisé ... », et il décrit une procédure de vérification selon laquelle « ... la FSA demandera aux auditeurs externes d'examiner avec rigueur les crédits d'impôts et de contrôler soigneusement, à l'occasion de leurs inspections, qu'ils sont correctement comptabilisés ». Cependant, le plafond de crédits d'impôts dans le calcul des fonds propres n'est pas indiqué, pas plus que n'est cité un calendrier précis de mise en œuvre.

Le programme prévoit un durcissement supplémentaire de la classification des prêts ainsi que des principes de provisionnement et indique des étapes concrètes pour adopter « dès que possible » la comptabilité par la méthode des flux de trésorerie actualisés. Une technique d'évaluation rigoureuse des sûretés et l'obligation pour les responsables de certifier personnellement l'exactitude des états financiers sont également à l'étude. De plus, concernant les actions privilégiées, la « ... FSA améliorera les directives opérationnelles aussi rapidement que possible, avec pour objectif de convertir ces actions dans certaines conditions ».

L'absence d'un échéancier contraignant sera-t-elle un facteur de temporisation ? La publication par la FSA, le 10 novembre, d'un nouveau chiffre de créances compromises, supérieur de 36 % à l'évaluation précédente des banques, donne à penser que la lutte se poursuit sur le terrain politique et que des mesures plus draconiennes pourraient être prises. Dans ce contexte, la FSA a fait paraître, le 29 novembre, un calendrier annonçant l'ouverture, dans un délai d'un mois, d'une discussion sur le plafond des crédits d'impôts. Elle annonçait également qu'une décision sur la comptabilité par la méthode des flux de trésorerie actualisés serait arrêtée avant la fin de l'année. Les développements ultérieurs dépendront en grande partie des pouvoirs discrétionnaires de la FSA et de sa détermination à les utiliser.

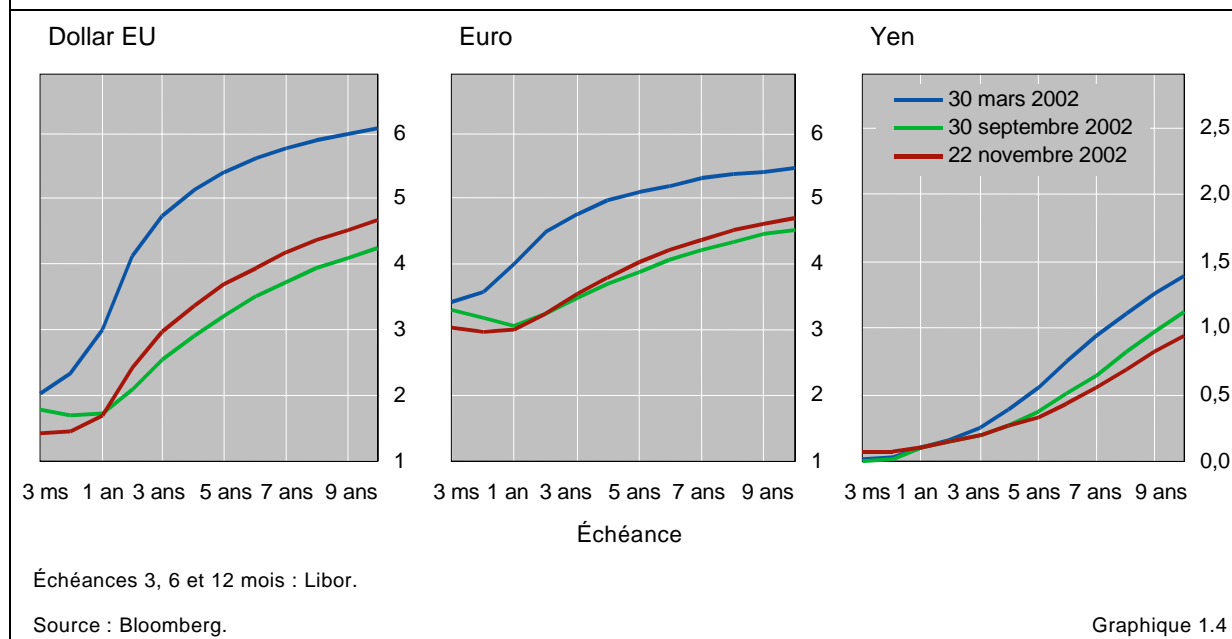
rendement du contrat d'échange 10 ans et Libor 90 jours a avoisiné 400 points de base pour le dollar EU et 200 points de base pour l'euro (graphique 1.4). Selon les critères historiques, ces chiffres montreraient que les investisseurs tablaient sur un taux de croissance de près de 6 % sur quatre trimestres aux États-Unis et de plus de 2 % dans la zone euro. La courbe américaine s'est ensuite aplatie beaucoup plus que celle de la zone euro. Fin septembre, la pente du compartiment court était négative dans les deux cas, en prévision d'un assouplissement monétaire proche.

En octobre, les investisseurs des marchés obligataires d'Europe et des États-Unis ont témoigné d'un regain de confiance dans la solidité de l'économie mondiale. À la différence de juillet-août, ils ont alors semblé négliger les données macroéconomiques récentes et, comme les opérateurs sur actions, réagir positivement aux bons résultats publiés par quelques entreprises. La pente des courbes des rendements a commencé à s'accroître sensiblement. L'abaissement de 50 points de base du taux directeur aux États-Unis, le 6 novembre, n'a pas seulement induit une détente dans le compartiment court ; il a provoqué également une hausse supplémentaire dans

Les investisseurs en obligations reprennent aussi confiance

### Courbes des rendements, contrats d'échange de taux d'intérêt

En %





le long terme. Entre le 10 octobre et le 22 novembre, l'écart entre rendement du contrat d'échange 10 ans et Libor 90 jours s'est élargi de 68 points de base pour le dollar EU et de 24 points de base pour l'euro. Mi-novembre, les pentes de ces courbes correspondaient à une prévision de croissance sur quatre trimestres approchant 5 % pour l'économie américaine et 2 % pour la zone euro. Les États-Unis n'ont pas connu un tel taux de croissance depuis les trois derniers trimestres de 1982 et le premier de 1983, période pendant laquelle l'expansion atteignait 8,3 %. Cette montée de l'optimisme ne semble pas avoir touché le Japon, où la diminution des taux longs et l'aplatissement de la courbe se sont poursuivis.

Au Japon, les rendements obligataires se tendent parfois quand les cours des actions baissent

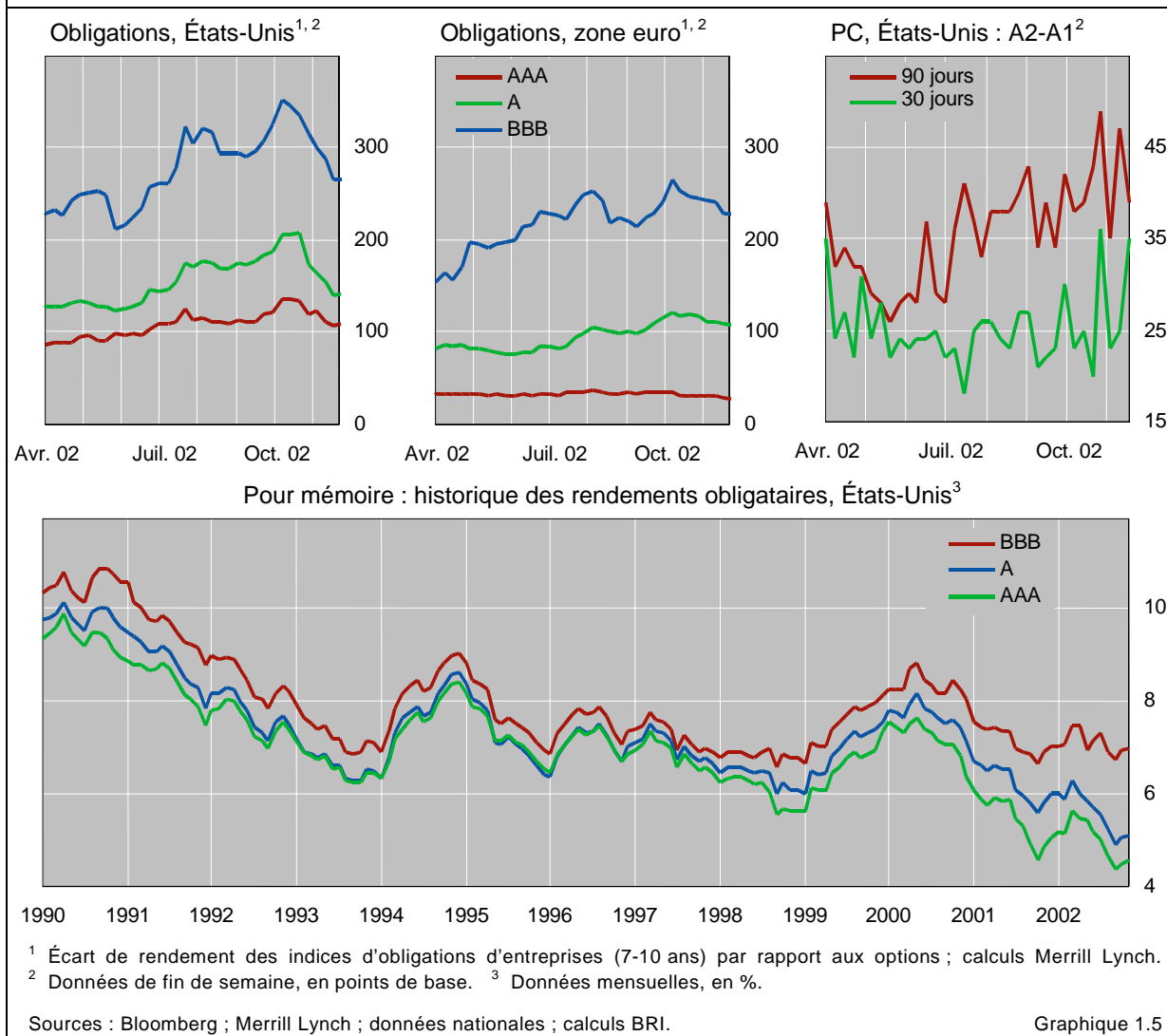
Au Japon, les rendements obligataires, généralement orientés à la baisse, ont augmenté à plusieurs reprises en septembre-octobre, divergeant ainsi de l'évolution des cours des actions. Ce phénomène a eu lieu immédiatement après les annonces de politique financière. Il a semblé lié aux effets attendus de la réforme bancaire sur les finances publiques et, par conséquent, sur l'offre d'obligations d'État. Le 2 octobre, le nouveau ministre des Services financiers a nommé à la tête du Groupe de travail sur les prêts improductifs un partisan, comme lui, de réformes vigoureuses. Les rendements obligataires se sont tendus, en dépit de la chute des cours des actions. Les opérateurs pensaient qu'une importante injection de capitaux dans le secteur bancaire était maintenant probable et serait *in fine* financée par la dette publique. Cinq jours plus tard, la divergence entre rendements obligataires et cours des actions s'est encore accentuée après que le ministre des Services financiers eut déclaré qu'aucune banque, même de grande taille, n'était à l'abri d'une faillite. Les investisseurs ont déduit de ces deux éléments que le gouvernement ne pourrait maintenir à moins de ¥30 000 milliards ses émissions de titres d'État pendant l'année budgétaire, comme il l'avait promis. Une nouvelle divergence entre rendements obligataires et cours des actions a été observée le 21 octobre, à l'occasion de l'annonce d'un report du programme de réforme, d'abord interprété comme présageant un scénario d'atterrissage en catastrophe.

### Les risques sur le marché obligataire sont amplifiés par la sous-capitalisation des retraites

Les investisseurs en obligations d'entreprises ont partagé le nouvel optimisme régnant sur les marchés des actions. À partir de mai, les primes sur obligations d'entreprises avaient eu tendance à évoluer au rythme des cours des actions. Pendant la chute de 25 % du S&P 500 entre mai et septembre, l'écart de rendement moyen entre obligations d'entreprises américaines BBB et obligations du Trésor dans le segment 7-10 ans s'était élargi de quelque 70 points de base. À la reprise de l'obligataire, en octobre, cette relation s'est maintenue. Par conséquent, lors de la hausse de 16 % de l'indice boursier, entre le 10 octobre et le 22 novembre, cet écart s'est contracté d'environ 85 points de base. Le même phénomène a été observé dans le compartiment

Les primes sur obligations d'entreprises s'amenuisent ...

## Obligations d'entreprises et papier commercial : primes



de l'euro, quoique à un degré moindre : la progression de 18 % du DJ EURO STOXX est allée de pair avec un rétrécissement de 25 points de base de la prime. Cette évolution a été saluée par les emprunteurs, car elle est survenue à un moment où le marché américain du papier commercial demeurait peu réceptif aux entreprises moins bien notées (graphique 1.5).

La corrélation négative entre primes sur obligations d'entreprises et cours des actions a été particulièrement frappante en 2002 du fait de sa persistance. Un lien analogue avait été observé lorsque les cours des actions avaient commencé à chuter en 2000, mais il n'avait pas duré plus de quelques mois. Il semble s'être renforcé récemment. Les fonds spéculatifs et les compagnies d'assurances auraient depuis peu commencé à adopter des stratégies de couverture dynamiques à base de positions courtes sur les actions des entreprises vis-à-vis desquelles ils ont une exposition de crédit (placement en obligations ou vente de contrats d'échange sur défaillance d'emprunteur). Ces stratégies de couverture ont peut-être renforcé le lien entre cours des actions et cotations obligataires, les primes sur obligations ayant une incidence sur les rendements des actions.

... parallèlement à la hausse des cours des actions

Les expositions de crédit sont couvertes par des actions

Malgré l'amélioration générale des conditions d'emprunt, la capacité de certaines entreprises à lever des fonds a souffert de la perception grandissante d'un nouveau facteur de risque : la sous-capitalisation des fonds de pension. La chute des marchés des actions depuis 2000 a infligé de lourdes pertes aux entreprises qui avaient placé en actions une part importante des actifs de leurs fonds (encadré ci-après). Il en est résulté un déficit de capitalisation très sévère pour les constructeurs automobiles, les compagnies aériennes et les entreprises de télécommunications. Aux États-Unis, il est possible que la constatation en ait été retardée par un lissage du traitement comptable. Pour évaluer le problème, Standard & Poor's a mené une étude spéciale, en juin, sur les entreprises du S&P 500. En octobre, l'agence de notation a abaissé la note de crédit de deux constructeurs automobiles américains de premier plan, et de leurs filiales de financement, en raison, au moins en partie, de l'ampleur de la sous-capitalisation de leur fonds de pension. Cela a été particulièrement pénalisant pour les sociétés de financement, très dépendantes des marchés financiers pour leurs ressources, surtout après les précédents déclassements, qui leur avaient fermé l'accès au marché du papier commercial.

L'incidence des marges de crédit sur la collecte de fonds par les entreprises a été particulièrement évidente au troisième trimestre : les émissions nettes d'emprunts à taux fixe sur le marché international ont régressé de 42 % ; cette chute, la plus sensible depuis la crise russe de 1998, touche notamment les établissements financiers aux États-Unis, en France et en Espagne. Les grands groupes américains, par exemple, ont réduit leurs emprunts des deux tiers. À un moment où les primes sur obligations d'entreprises étaient spécialement élevées, ce recul paraît être au moins partiellement attribuable à une contraction de l'offre. Le secteur des obligations d'entreprises, le seul dynamique en 2001, semble maintenant être le dernier à décroître.

## Les développements politiques pèsent sur les économies émergentes

Pour les économies émergentes, les investisseurs ont été davantage guidés par les événements politiques que par les prévisions de bénéfices des entreprises. Les élections présidentielles au Brésil et en Turquie, les négociations en vue de l'adhésion à l'Union européenne et un attentat en Asie du Sud-Est ont pesé sur les décisions d'investissement. Pour certains opérateurs, en outre, les discussions au plus haut niveau concernant la modification structurelle des marchés de la dette, telles que la mise en place d'un mécanisme de restructuration des emprunts souverains, ont intensifié les incertitudes et érodé la confiance des investisseurs.

La situation au Brésil a accaparé l'attention. Les investisseurs se sont montrés préoccupés, en mai, par l'élection éventuelle à la présidence d'un partisan de politiques peu bienveillantes à l'égard des investisseurs. Au cours des six mois suivants, la prime (hors garanties) de l'obligation C brésilienne s'est élargie de 890 points de base et le real brésilien a perdu 35 % de sa

## Fonds de pension sous-capitalisés et bénéfiques des entreprises

*Jacob Gyntelberg*

La chute récente des cours des actions a suscité des préoccupations en raison de son incidence sur les systèmes de pensions et les bénéfiques des entreprises. Pour de nombreux régimes à prestations définies, cette chute s'est traduite par un déficit de capitalisation : la valeur de marché des actifs des fonds de pension est tombée en deçà de la valeur actuarielle de leurs passifs. Contrairement aux régimes à *cotisations* définies, les régimes à *prestations* définies garantissent la valeur future déterminée des prestations, ce qui fixe un niveau de passifs, créant ainsi le problème de la capitalisation de ces engagements. Les préoccupations sont renforcées par la complexité des règles comptables, qui masque souvent le lien entre la capitalisation du régime de retraite et les bénéfiques de l'entreprise. L'encadré analyse la situation dans trois pays (Royaume-Uni, États-Unis et Pays-Bas), choisis principalement parce que les fonds de pension d'entreprises à prestations définies y tiennent une place importante dans les systèmes de retraite. En outre, ils publient des informations analogues, même si une comparaison d'un pays à l'autre est rendue difficile par des différences substantielles dans le traitement comptable.

### *Ampleur du déficit de capitalisation*

Les déficits de capitalisation actuels résultent pour l'essentiel de la dépréciation des actifs. Au cours de la dernière décennie, les entreprises disposant de régimes de retraite à prestations définies, espérant bénéficier d'une importante prime de risque sur actions, ont modifié leurs stratégies de portefeuille pour investir de plus en plus en actions, à hauteur d'environ 70 % au Royaume-Uni, 60 % aux États-Unis et 40 % aux Pays-Bas (chiffres de fin 2001). Concernant les passifs, la principale différence entre les trois pays concerne le taux d'actualisation retenu pour le calcul de la valeur actuarielle des engagements ; il s'échelonne de 3,5 % aux Pays-Bas à 7,5 % aux États-Unis (ce taux plus élevé implique une estimation inférieure des engagements). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux d'actualisation est relié aux taux d'intérêt, ce qui n'est pas le cas aux Pays-Bas.

Au Royaume-Uni, les entreprises se trouvent en conséquence confrontées à d'importants déficits de capitalisation. Selon les estimations, ils ressortent à quelque £70 milliards, soit environ 7 % du PIB ou 10 % des actifs des fonds de pension ; 90 % des fonds sont sous-capitalisés.

Pour les entreprises américaines, il n'existait apparemment aucun problème de sous-capitalisation générale fin 2001. Faute d'informations suffisantes dans les états financiers, Standard & Poor's a effectué une enquête, qui a conclu que le ratio global de capitalisation était revenu de 100 % à 94 % sur les six premiers mois de 2002 et à une forte augmentation du nombre de fonds faiblement capitalisés. Fin juin 2002, le déficit était estimé à \$65 milliards pour les entreprises examinées, qui représentaient les deux tiers du total des actifs des régimes à prestations définies. Cela indiquerait un déficit proche de \$100 milliards pour l'ensemble des entreprises américaines, soit quelque 1 % du PIB ou environ 6 % du total des actifs de ces fonds. Mais surtout, le problème est concentré sur dix entreprises responsables de 57 % du déficit total. Six d'entre elles sont des constructeurs automobiles ou des compagnies aériennes, secteurs dotés de régimes à prestations définies de grande taille et disposant d'une longue expérience.

Pour les fonds de pension des entreprises néerlandaises, il est calculé que le niveau global de capitalisation avoisinera 112 % fin 2002. Toutefois, environ un tiers d'entre eux sont sous-capitalisés. Le déficit estimé s'élève à quelque €23 milliards, ce qui correspond approximativement à 5 % du PIB et 5 % du total des actifs des fonds de pension.

### *Incidence sur les bénéfiques publiés et la note de crédit*

L'incidence des résultats des fonds de pension sur les bénéfiques publiés dépend de la façon dont ces derniers sont consolidés dans les états financiers de la société. En cas de consolidation intégrale et de comptabilisation à la valeur de marché par le fonds de pension, toute variation du ratio de capitalisation se reflète immédiatement dans les bénéfiques de la société, mais aucun des trois pays étudiés n'utilise cette méthode. En général, les entreprises britanniques et néerlandaises n'effectuent pas une consolidation intégrale et donnent des informations limitées sur leur fonds de

pension. Il est donc difficile d'évaluer l'incidence sur les bénéfices. Cependant, les sociétés abondant leur fonds de pension pour le recapitaliser, souvent pour se conformer à des dispositions réglementaires, publient des bénéfices moins élevés. Les informations fournies par les sociétés britanniques et néerlandaises étant limitées, l'étude a porté sur les bénéfices des entreprises américaines.

Aux États-Unis, le lien entre bénéfices des entreprises et sous-capitalisation des fonds est occulté par la méthode de consolidation du régime de retraite dans le compte de résultat. Celle-ci consiste à amortir sur plusieurs années l'écart entre rendement hypothétique et rendement réalisé, compte tenu de la variation de la valeur actualisée des engagements. Le rendement hypothétique est calculé en appliquant un taux de rendement attendu, habituellement voisin de 9-10 %, à la valeur des actifs sur une période écoulée (jusqu'à cinq ans). Dans la situation présente, faisant suite à une chute des cours des actions, ce type de lissage a pour effet de surévaluer les actifs par rapport à leur valeur de marché. Cela surestime le produit des fonds de pension et diffère la constatation du déficit de capitalisation dans les bénéfices de l'entreprise. À terme, cependant, la valeur lissée des actifs des fonds de pension s'aligne sur les cours déprimés des actions et érode progressivement les résultats publiés. Une diminution du taux de rendement attendu retenu pour le calcul des revenus des actifs des fonds engendre pareillement une baisse des résultats. En outre, les entreprises dont le fonds de pension est fortement sous-capitalisé sont contraintes par la réglementation d'effectuer des abondements, ce qui pèse immédiatement sur les bénéfices publiés.

Pour les entreprises du S&P 500, Standard & Poor's calcule que, sur les douze mois se terminant en juin 2002, les fonds de pension ont apporté en moyenne \$6,54 par action, soit près de 25 % des bénéfices. Cette contribution a beaucoup varié selon les secteurs ; elle a été particulièrement élevée dans l'industrie et les télécommunications. En moyenne, elle a été positive, alors que les actifs des fonds ont enregistré des rendements réels négatifs.

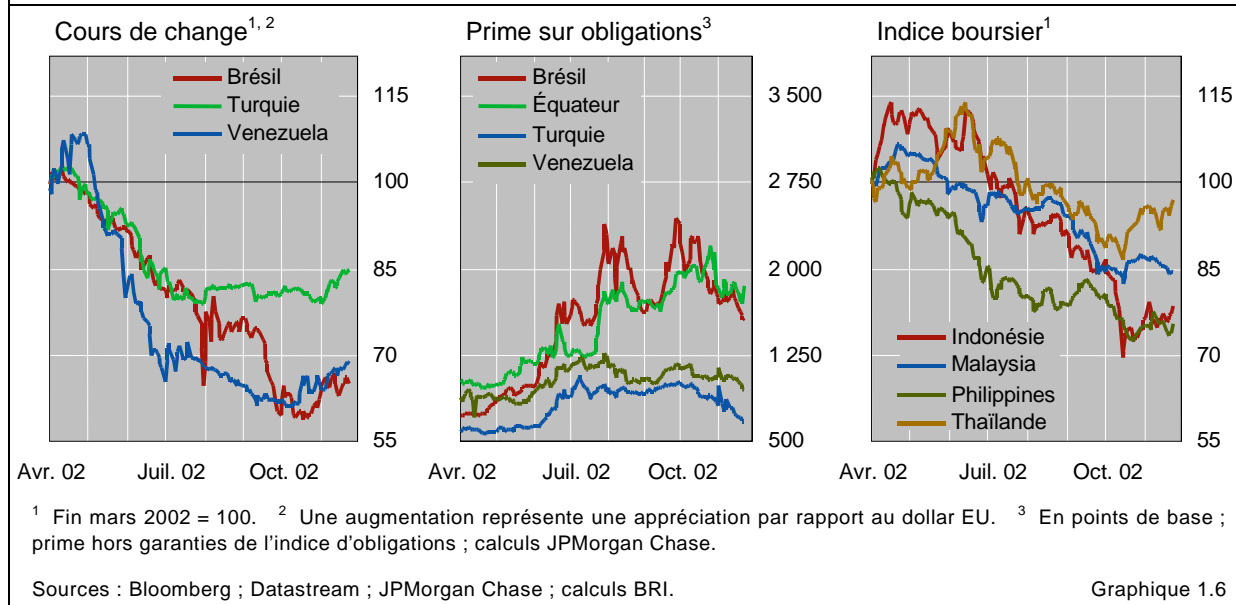
Le déficit de capitalisation d'un fonds de pension accroît effectivement les passifs d'une entreprise et donc son endettement. Cela peut affecter sa solvabilité et alourdir ses coûts de financement. En octobre, Standard & Poor's a d'ailleurs abaissé la note des emprunts à long terme de Ford et General Motors (GM) ainsi que de leurs filiales de financement. Pour GM, la décision s'expliquait surtout par le rendement médiocre du fonds de pension, qui aggravait sensiblement la sous-capitalisation, déjà importante, du fonds. Pour Ford, la mesure répondait principalement à des interrogations sur les modalités de la restructuration en cours.

valeur sur les changes (graphique 1.6). En octobre, il est devenu évident que ce candidat serait élu. Toutefois, suite à son engagement réitéré d'appliquer des politiques favorables au marché, la prime s'est contractée de près de 470 points de base, le real demeurant néanmoins proche de son niveau de septembre. Malgré cette amélioration, cependant, il n'est pas interdit de s'interroger sur le caractère soutenable de l'endettement du pays. Seule l'application plus tangible de bonnes politiques restaurera suffisamment la confiance des investisseurs pour engager l'économie dans une orientation vraiment viable.

Dans d'autres pays d'Amérique latine, les incertitudes concernant l'orientation future des politiques gouvernementales ont également contribué à la volatilité des marchés. Du fait des préoccupations entourant certains candidats aux élections présidentielles en Équateur, les primes sur obligations de ce pays ont suivi celles des emprunts brésiliens. Pour le Venezuela, les primes ont moins souffert de l'effet de contagion, mais les investisseurs se sont interrogés sur les perspectives de maintien du président. En Argentine, l'absence d'accord entre les autorités et le FMI sur un nouveau programme économique a accentué les répercussions de la situation au Brésil.

Amélioration de 470 points de base grâce aux engagements d'un candidat

## Économies émergentes



À la différence du Brésil, les élections en Turquie n'ont pas perturbé les investisseurs. Avant le scrutin, le principal parti s'était engagé à respecter les objectifs budgétaires et le programme de réforme convenu avec le FMI. Son succès, avec une franche majorité au Parlement, a renforcé la confiance des investisseurs dans la capacité du gouvernement à tenir ses engagements. Début novembre, une semaine seulement après le vote, le gouvernement a même profité d'un rétrécissement de la prime de risque pour obtenir \$500 millions sur le marché obligataire international.

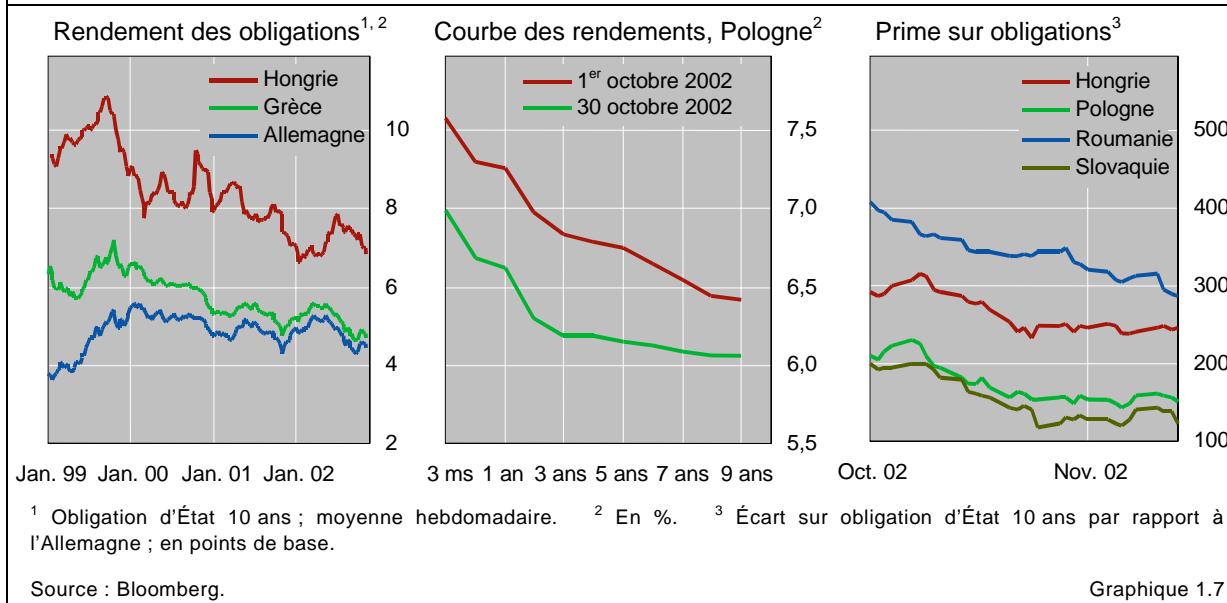
En Turquie, une franche majorité rassure

En Asie, l'événement le plus dramatique a été l'attentat de Bali le 12 octobre ; il a déprimé la Bourse de Jakarta durant quelques semaines (l'indice chutant de 9 % en deux séances) et exercé une influence passagère sur celles de Bangkok (-1 %) et de Kuala Lumpur (-2 %) (graphique 1.6). Ces deux dernières places ont effacé leurs pertes en quatre jours, mais Jakarta a dû attendre mi-novembre pour retrouver les niveaux antérieurs. L'attentat n'a pas eu d'effet notable ailleurs.

Les marchés financiers d'Europe centrale et orientale ont également subi l'influence de facteurs politiques. Les événements les plus marquants ont eu lieu en octobre. Une semaine après le vote des électeurs irlandais en faveur de la ratification du Traité de Nice (le 19), le Conseil de l'Union européenne, réuni en sommet spécial, a convenu d'un programme financier pour l'accession de dix nouveaux États membres. Du fait de la poursuite de stratégies de convergence par les investisseurs, le rendement des obligations 10 ans en monnaie locale a diminué de 30 points de base au cours du mois pour les titres hongrois et de 20 points de base pour les titres polonais (graphique 1.7). Dans les pays en instance d'adhésion, l'ensemble de la courbe des rendements a évolué en baisse. En Hongrie, les entrées de capitaux liées aux stratégies de convergence ont été si importantes que le forint s'est apprécié par rapport à l'euro. La détente des taux s'est aussi répercutée sur les primes de pays, tels

Les stratégies de convergence réagissent au référendum irlandais

## Europe orientale : convergence



que la Roumanie, jugés plus susceptibles de faire partie du deuxième groupe d'admis. En Grèce, les obligations avaient suivi une évolution identique en anticipation de l'adoption de l'euro : l'écart de rendement entre obligations grecques et allemandes était revenu de 200 points de base en 1999 à moins de 50 points de base début 2002.

Bien que les apports de capitaux soient demeurés peu importants pour l'ensemble des économies émergentes, les signatures de qualité ont conservé un accès raisonnable aux marchés internationaux de la dette. Malgré un ralentissement des émissions internationales nettes au troisième trimestre 2002, les débiteurs les plus solides ont continué d'obtenir des ressources auprès de consortiums bancaires. Les emprunteurs mexicains ont compté parmi les plus actifs sur les marchés de la dette et du crédit (pages 34-35) ; au début du quatrième trimestre, ils ont même collecté des fonds par le biais d'un emprunt international en pesos.

Les Mexicains empruntent en pesos à l'étranger

