

1. Vue d'ensemble : dynamisme des marchés dans des économies faibles

Avril et mai 2003 ont été marqués par une divergence inhabituelle des opinions des intervenants sur les perspectives de croissance mondiale. Les marchés des actions et du crédit ont fait preuve de dynamisme en présence, pourtant, d'un aplatissement des courbes des rendements. Une série d'annonces macroéconomiques décevantes a conduit les investisseurs, sur les marchés des contrats d'échange et des obligations d'État, à revoir en baisse leurs anticipations de croissance. En revanche, sur ceux des actions et du crédit, ils n'ont pas tenu compte de la faiblesse des données macroéconomiques et se sont davantage intéressés aux résultats meilleurs que prévu des entreprises.

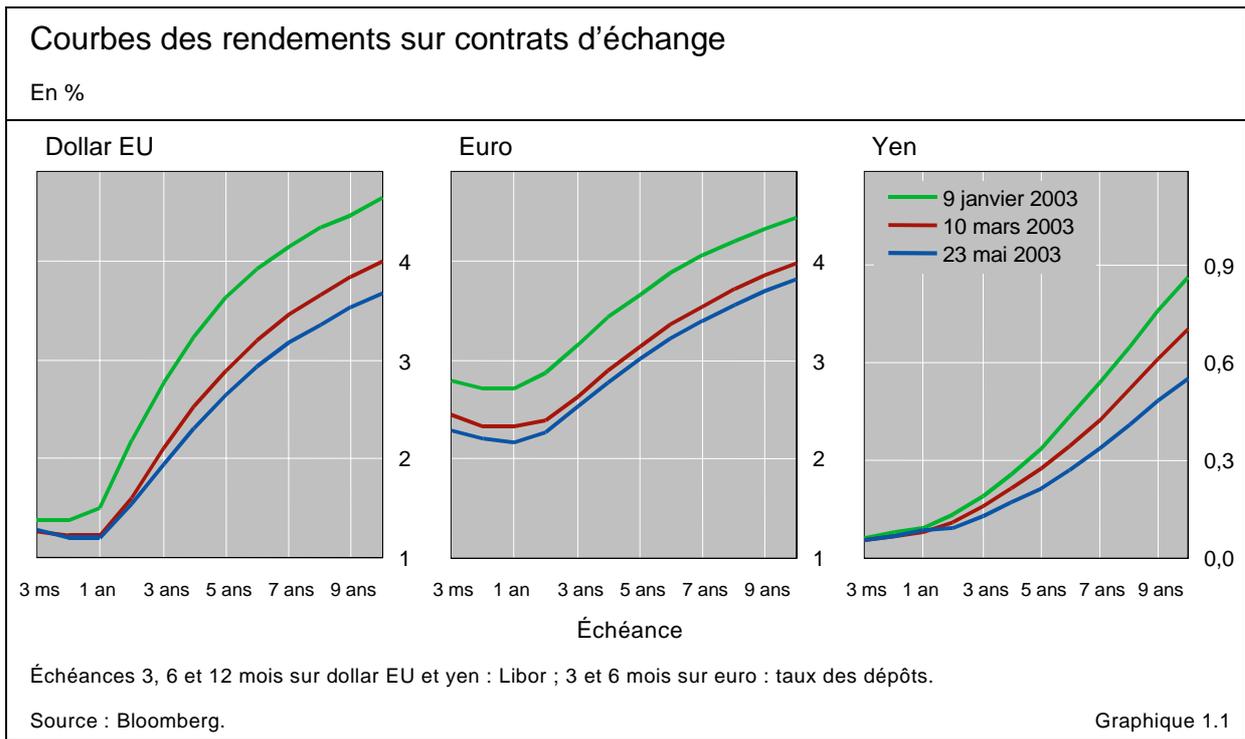
Les primes sur obligations à haut rendement, tant d'entreprises que d'émetteurs souverains, sont redescendues à leurs niveaux de la fin des années 90, lorsque la croissance mondiale était sensiblement plus forte qu'aujourd'hui. En présence de rendements nominaux exceptionnellement bas, les investisseurs en quête d'une meilleure rémunération sont apparus prêts à assumer un risque de crédit plus grand. Malgré l'essor des émissions d'obligations au premier trimestre et l'atonie des placements d'actions, les anticipations d'une nouvelle amélioration des bilans ont semblé inchangées. Des économies émergentes lourdement endettées, comme le Brésil et la Turquie, encore exclues des marchés financiers internationaux en juillet dernier, en ont retrouvé l'accès à des conditions relativement favorables.

Repli des taux d'intérêt à des minimums historiques

Les taux longs à un creux de 45 ans

Sur les principaux marchés, les taux longs ont amorcé un repli à la mi-avril, après la fin de la principale offensive en Irak, pour tomber à des creux historiques le mois suivant. Le 22 mai, le rendement nominal sur la valeur du Trésor EU 10 ans se situait à 3,31 % (son plus bas depuis 1958), en retrait d'environ 50 points de base par rapport à son niveau de fin 2002. Le rendement de l'obligation d'État allemande 10 ans était revenu à 3,54 %, son minimum depuis des décennies ; ceux des titres japonais et suisses correspondants étaient encore inférieurs.

La baisse des rendements en avril-mai a marqué un retour au pessimisme au sujet des perspectives de croissance, déjà manifeste sur les marchés des



obligations d'État et des contrats d'échange. De début janvier à mi-mars, les rendements à long terme fléchissaient régulièrement et les courbes s'étaient sensiblement aplaties devant les signes d'atonie prolongée de l'économie (graphique 1.1). Cette tendance s'est interrompue dans les jours qui ont immédiatement précédé et suivi le déclenchement de la guerre en Irak, avec une accentuation de la pente malgré l'absence de données macroéconomiques positives. De fait, les chiffres étonnamment faibles des emplois non agricoles américains publiés en mars et avril - habituellement considérés comme un indicateur phare - sont passés inaperçus sur ces marchés.

La chute des prix pétroliers mondiaux à la mi-mars peut avoir alimenté le nouvel optimisme au sujet des perspectives de croissance, perceptible alors dans l'accentuation des courbes des rendements. Pourtant, la majorité des économistes ne partageaient pas ce sentiment et continuaient à revoir en baisse leurs prévisions de croissance pour les États-Unis et la zone euro (graphique 1.2). L'accumulation de données macroéconomiques médiocres a été telle que les investisseurs en obligations d'État et contrats d'échange ont fini par en tenir compte, de sorte que les courbes se sont de nouveau aplaties à partir de la mi-avril.

La médiocrité des indicateurs provoque un aplatissement des courbes des rendements

Cet aplatissement a été dû également aux préoccupations exprimées par les principales autorités monétaires à propos de la déflation. Le 6 mai, tout en décidant de laisser son taux directeur inchangé, le Comité fédéral de l'open market a fait une distinction entre un climat économique soumis à des risques en apparence équilibrés et une évolution des prix davantage menacée par la déflation que par l'inflation. Le rendement de la valeur du Trésor EU 10 ans a cédé 3 points de base ce jour-là. Deux jours plus tard, la BCE précisait que l'objectif de sa stratégie était de maintenir un taux d'inflation « proche de 2 % » à moyen terme, comme protection vis-à-vis des risques de déflation, tout en

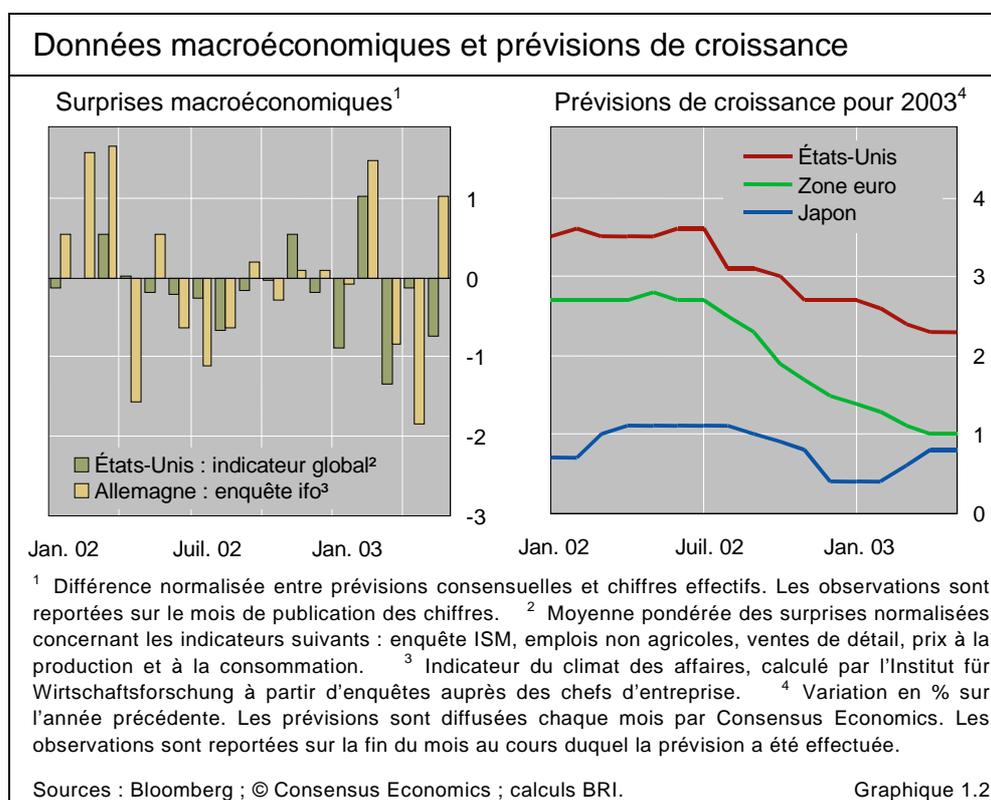
assurant aux investisseurs que la déflation n'était pas un sujet de préoccupation pour l'ensemble de la zone euro. Un mois plus tôt, dans une économie déjà grevée par la déflation, la Banque du Japon avait annoncé qu'elle examinait des mécanismes lui permettant d'acquérir des titres adossés à des actifs. En se portant sur de tels instruments, l'institution se donne la possibilité de se passer des grandes banques commerciales affaiblies pour renforcer le mécanisme de transmission monétaire.

Des investisseurs en quête de rendement

Remontée soutenue des obligations d'entreprises ...

Malgré la baisse des rendements et l'aplatissement des courbes en avril-mai, les marges de crédit ont continué à se resserrer. Le rebond qui s'était amorcé sur les marchés du crédit à la mi-octobre 2002 s'est plus ou moins poursuivi les cinq premiers mois de 2003. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises américaines notées BBB se sont rétrécis par rapport à ceux du Trésor EU, de 30 points de base au premier trimestre et de 40 au cours des huit semaines précédant le 23 mai. Les marchés du crédit n'avaient pas connu un essor aussi marqué depuis 1993-94, période où l'économie américaine ressortait de la récession du début des années 90.

Dans une certaine mesure, ce rétrécissement des marges a été une conséquence inattendue du long repli des taux d'intérêt. Les positions sur obligations d'État et autres titres très bien notés ont alors procuré une rémunération exceptionnellement élevée sous forme de plus-values. Sur la période 2000-02, le rendement annuel moyen sur indice Merrill Lynch d'obligations d'État américaines s'établissait à 11 % et celui sur indice des



titres correspondants de la zone euro à 8 %. En 2003, cependant, les rendements étaient tombés si bas que, pour de nombreux investisseurs, un nouveau fléchissement paraissait peu probable. Habituellement prudents, ils ont donc choisi les titres d'entreprises et d'économies émergentes mieux rémunérés. Ainsi, les fonds communs de placement spécialisés dans ce type d'instruments ont enregistré des entrées records, début 2003 (graphique 1.3).

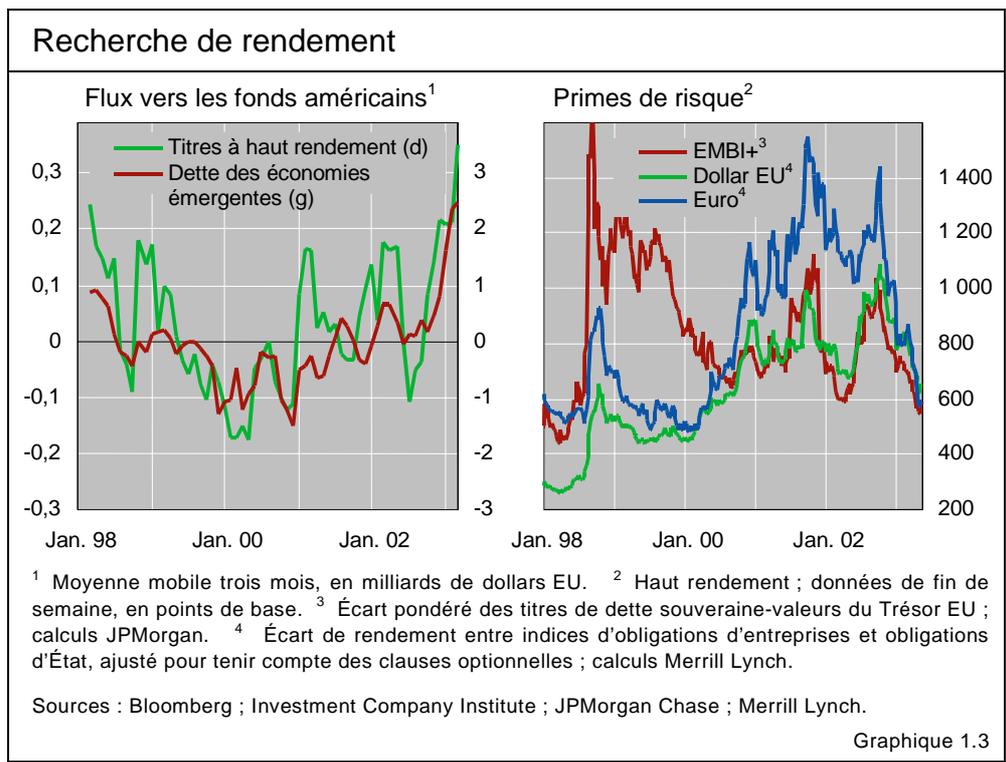
... favorisée par la
quête de rendement

Les économies émergentes ont compté parmi les principaux bénéficiaires de cette recherche de rendement, les investisseurs se portant sur les marchés locaux à revenu fixe ; le real brésilien, le peso argentin, le rand sud-africain et d'autres monnaies mieux rémunérées se sont appréciés. En outre, la prime de risque sur les obligations en dollars des économies émergentes s'est resserrée de 200 points de base, en moyenne, entre fin 2002 et fin mai 2003, retombant à son creux de début 1998 (graphique 1.3). Même des économies émergentes lourdement endettées, comme le Brésil et la Turquie, encore exclues des marchés financiers internationaux en juillet dernier, en ont retrouvé l'accès à des conditions relativement favorables.

Réapparition du
Brésil et de la
Turquie sur le
marché

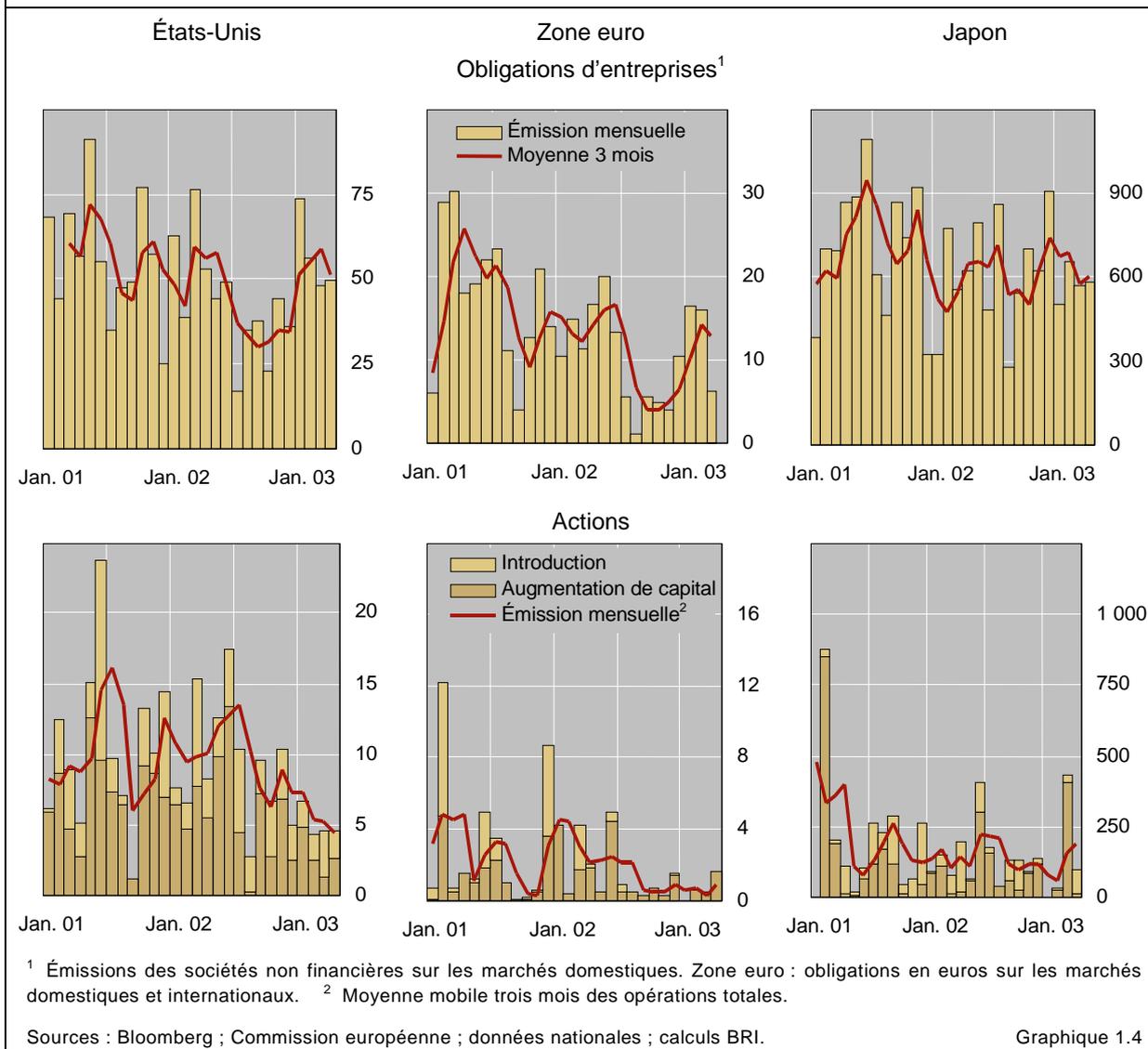
Les préoccupations liées aux données fondamentales ont parfois pesé sur les primes, mais leur incidence a été généralement limitée et s'est rapidement inversée. Début mars, l'annonce de ventes automobiles plus faibles qu'anticipé aux États-Unis a déprimé les cotations des titres émis par Ford et General Motors. Bien que d'autres secteurs aient poursuivi leur essor, les indices des obligations d'entreprises ont eu tendance à fléchir durant cette période, en raison de la forte pondération donnée au secteur automobile. Dans les économies émergentes, les investisseurs sont restés sensibles à l'amélioration constante des politiques, au maintien de la stabilité macroéconomique et au déboursement de l'aide promise par l'étranger. En Turquie, par exemple, la

Les données
fondamentales
jouent parfois
un rôle



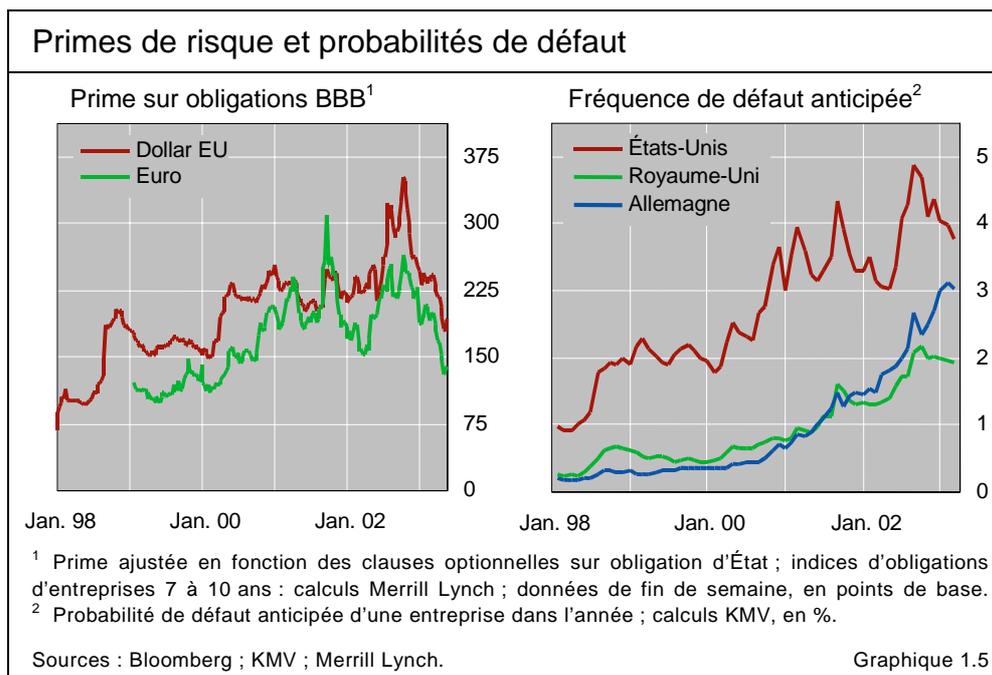
Fonds collectés sur les marchés des capitaux

Émissions brutes ; en milliards de monnaie locale



prime sur la dette souveraine a grimpé temporairement, mi-mars, passant de 750 points de base à près de 1 000 points, à l'annonce qu'une enveloppe de plusieurs milliards de dollars provenant des États-Unis serait nettement réduite. Dans le même temps, en Corée, la révélation d'irrégularités comptables concernant l'un des plus grands conglomérats du pays a ébranlé les marchés financiers locaux (encadré en fin de section).

L'envolée des émissions obligataires au premier trimestre 2003 a été facilement absorbée. Les entreprises ont fortement intensifié leurs emprunts en termes bruts sur les marchés domestiques et internationaux (graphique 1.4), en grande partie pour refinancer des prêts arrivant à échéance. Néanmoins, les émissions nettes au premier trimestre se sont accrues, avec de nouveaux emprunts supérieurs de \$341 milliards aux remboursements, soit pratiquement le double par rapport tant au troisième qu'au quatrième trimestre 2002



(« Marché des titres de dette »). Cette progression a été largement le fait des établissements financiers européens et, dans une certaine mesure, des entreprises.

L'accélération des émissions nettes a reflété en partie des financements avancés en prévision de la guerre en Irak. Les entreprises, préoccupées par la possibilité d'une hausse des taux d'intérêt après le déclenchement des hostilités, ont cherché à s'assurer des conditions d'emprunt favorables. À la fin du premier trimestre 2003, un grand nombre d'entre elles auraient réalisé jusqu'à la moitié de leurs projets de financement pour l'année. Les chiffres préliminaires indiquent que les émissions en termes bruts ont ralenti au début du deuxième trimestre, suggérant que les opérations des entreprises ont retrouvé leurs niveaux plus modérés du second semestre 2002. En outre, les prêts bancaires se sont encore contractés. Les montages de crédits consortiaux par les sociétés non financières se sont repliés de 12 % au premier trimestre 2003 par rapport à la période correspondante de 2002 (encadré « Marché bancaire » : « Crédits consortiaux internationaux au premier trimestre 2003 »). Les concours aux entreprises américaines ont été particulièrement faibles.

Financements
avancés en
prévision de
la guerre

Les entreprises ont continué à recourir aux ventes d'actifs et surtout à leur trésorerie pour réduire leurs besoins d'emprunt. Nombre d'entre elles ont annoncé une amélioration de leurs marges bénéficiaires, grâce au ralentissement des dépenses d'investissement et à de nouvelles compressions des coûts d'exploitation. Ces derniers mois, certaines ont également renforcé leur bilan en émettant des titres à revenu fixe obligatoirement convertibles, remboursables en actions uniquement. Toutefois, les introductions et augmentations de capital sont restées très déprimées.

Les anticipations de poursuite du désendettement, conjuguées à la hausse des marges bénéficiaires et à la diminution des défauts de paiement d'entreprises, ont favorisé jusqu'ici le resserrement des primes de risque. Si

Les primes de risque des entreprises sont-elles devenues excessives ?

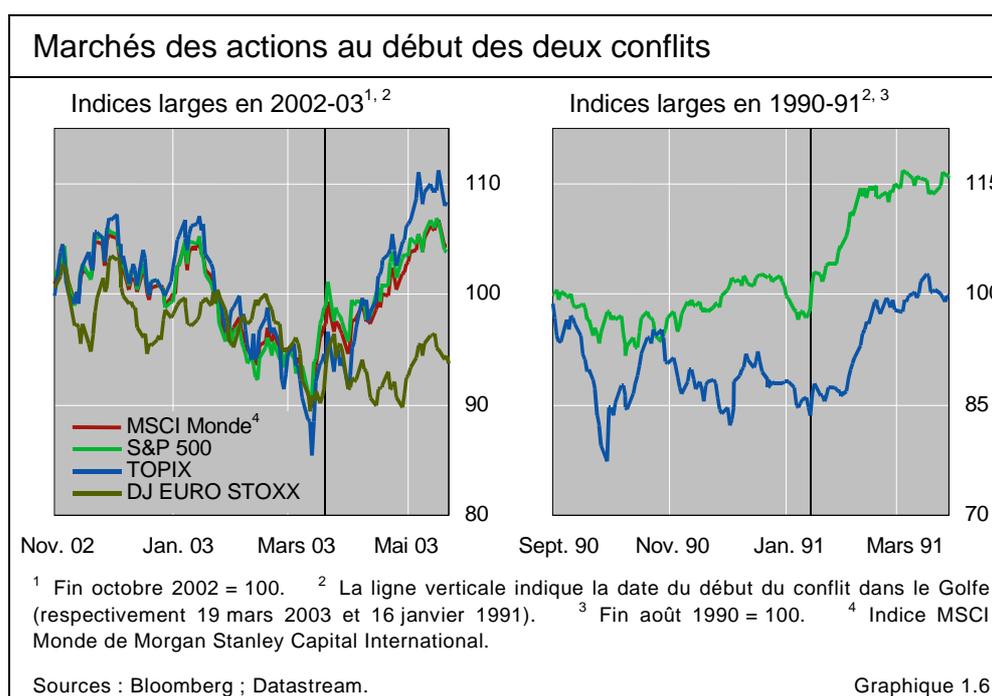
ces anticipations s'avèrent optimistes, certains des gains récents sur les marchés du crédit pourraient s'inverser. À la mi-mai, les primes BBB ont égalé leur moyenne sur dix ans (180 points de base). Toutefois, les mesures de marché des probabilités de défaut, dont l'évolution a suivi d'assez près l'élargissement des primes sur la période 1998-2002, doivent encore retomber de leurs sommets atteints fin 2002 (graphique 1.5). De plus, en avril et mai, les perspectives de croissance reflétées par les courbes des rendements ne concordent pas avec l'optimisme sur les données fondamentales implicite dans le resserrement des primes. Il convient donc de se demander si, par suite de la quête de rendement, la diminution de ces primes n'a pas été plus rapide que l'amélioration de la qualité du crédit.

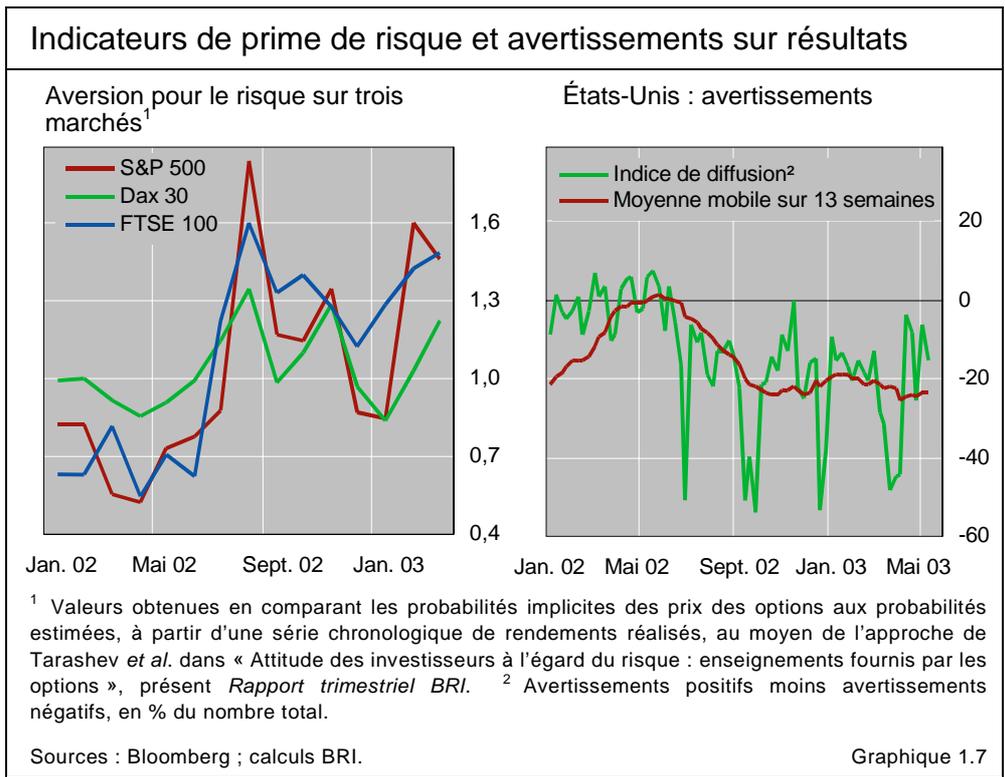
Les investisseurs en actions vont-ils trop loin dans leur anticipation des événements ?

Les chiffres des bénéfices incitent à l'optimisme

Les investisseurs en actions ont paru, eux aussi, indifférents à l'aplatissement des courbes des rendements et à la faiblesse des données macroéconomiques en avril-mai. Le recul des cours mondiaux des actions amorcé à la mi-janvier s'est brutalement interrompu la deuxième semaine de mars, devant l'imminence apparente d'une guerre en Irak (graphique 1.6). Les succès des forces de coalition ont soutenu le redressement des marchés fin mars-début avril. Suite à la chute de Bagdad, les investisseurs ont porté leur attention sur les résultats des entreprises qui les ont incités à l'optimisme, alors que leurs homologues des marchés des contrats d'échange et d'obligations d'État devenaient pessimistes.

Si les événements liés à l'Irak avaient commencé à peser sur la confiance en décembre 2002, la possibilité d'un conflit armé s'est fait plus lourdement sentir le 16 janvier, date à laquelle les inspecteurs de l'ONU ont découvert des ogives irakiennes vides. Cette incertitude s'est naturellement traduite par une





prime de risque. Les indicateurs de cette prime, rigoureusement estimée à partir des prix des options sur indices boursiers, ont nettement augmenté en janvier et février (graphique 1.7). Entre le 16 janvier et le 12 mars, l'indice MSCI Monde s'est contracté de 13 %, le S&P 500 de 12 % et le Dow Jones EURO STOXX de 20 % (graphique 1.1, cadre de gauche).

Il est intéressant de constater que, après huit semaines d'inquiétude, le sentiment s'est brutalement transformé, faisant place à un rebond de quatre semaines. Subitement, la deuxième semaine de mars, lorsque la guerre a semblé presque inévitable, les investisseurs ont paru reprendre confiance. Il est possible qu'ils se soient souvenus qu'en janvier 1991 les marchés des actions s'étaient redressés dès le début de la guerre du Golfe (graphique 1.6, cadre de droite). Anticipant peut-être une embellie similaire, ils ont commencé à acheter sans attendre le début des hostilités. Les cours des actions sont repartis à la hausse le 13 mars 2003, six jours avant le commencement de la guerre, et ont continué à grimper ensuite. Ce mouvement a été interrompu, fin mars, par des rumeurs de revers des forces de la coalition, mais a été relancé, la première semaine d'avril, par l'annonce de la prise de contrôle de l'aéroport international de Bagdad. Dans les quatre semaines allant du 17 mars au 14 avril, l'indice MSCI Monde et le S&P 500 ont progressé de 10 % et le Dow Jones EURO STOXX de 16 %. Durant toute cette période, le marché européen a généralement fluctué davantage que son homologue américain. Cela s'explique en partie par la plus grande pondération affectée, dans le premier cas, aux secteurs les plus sensibles à la récente volatilité : assurance, technologie et finance.

La guerre en Irak a détourné l'attention des investisseurs en actions des données fondamentales habituelles. À l'approche du conflit et au beau milieu des combats, ils ont semblé ne guère prêter attention aux grandes annonces

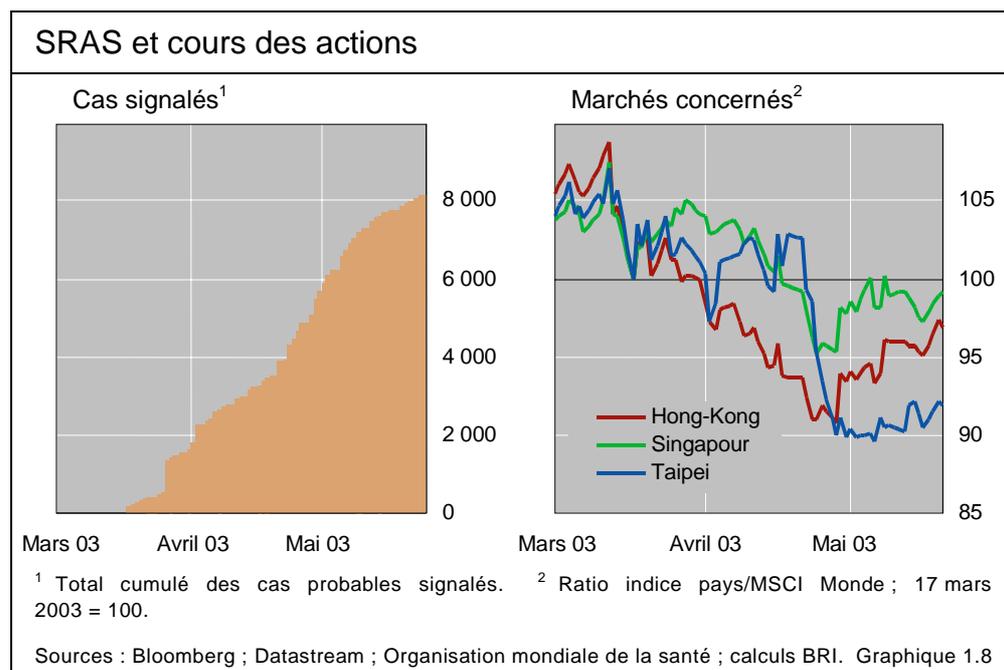
Les investisseurs achètent avant le début des hostilités

Un retour tardif aux données fondamentales

macroéconomiques, restant indifférents, par exemple, à la faiblesse déconcertante des emplois non agricoles publiés aux États-Unis le 4 avril. Pourtant, une fois la guerre considérée comme terminée, les intervenants ont sérieusement repris leurs analyses et, de toute évidence, en ont apprécié le résultat. Si le nombre d'avertissements négatifs émis par les entreprises américaines a continué de dépasser les annonces positives (graphique 1.7), les valeurs phares ont généralement réservé d'agréables surprises : ainsi AOL, AT&T et Microsoft aux États-Unis de même que Nokia, Philips et Siemens en Europe. Ces bonnes nouvelles ont prolongé de cinq semaines le rebond du marché mondial, avec une progression de 8 % de l'indice MSCI Monde entre le 14 avril et le 16 mai. L'exception la plus notable dans ce tableau a été la publication, le 24 avril, des mauvais résultats de Sony, qui a provoqué un recul de 1,5 % du TOPIX.

Dans le contexte du redressement des marchés américains et européens des actions, les investisseurs en Asie se sont trouvés confrontés à une menace sans précédent : les premiers cas de SRAS (syndrome respiratoire aigu sévère) étaient signalés la troisième semaine de mars (graphique 1.8). Ces nouvelles ont entraîné une chute brutale des cours des actions à Hong-Kong RASS, Singapour et Taiwan (Chine). Pour des marchés qui, d'ordinaire, suivent de près le marché américain, leurs mauvais résultats, lorsque la maladie s'est déclarée, ont été frappants. Entre mi-mars et fin avril, la place de Hong-Kong a cédé 8 % par rapport à l'indice MSCI Monde, le marché de Singapour 3,4 % et celui de Taipei 12 %. Les valeurs des compagnies aériennes et des hôtels ont été particulièrement touchées : Cathay Pacific, par exemple, a perdu 15 %. De l'autre côté du globe, les cours de la place de Toronto n'ont pas été affectés quand l'Organisation mondiale de la santé (OMS) a ajouté la ville à sa liste des destinations déconseillées. Les

Les marchés asiatiques face au SRAS



pertes sur actions n'ont commencé à décroître que le 29 avril, à l'annonce par l'OMS que le nombre de cas avait plafonné à Hong-Kong RASS, Singapour, Toronto et au Viêtnam. Les places de Hong-Kong et Singapour ont l'une et l'autre gagné plus de 3,5 % en un seul jour. Cependant, le virus est demeuré un sérieux problème en Chine, où les marchés des actions ont fermé début mai.

Le redressement du marché mondial en mars et avril a porté les cotations au-delà des normes historiques. Sur la base d'une moyenne mobile sur cinq ans, le ratio cours/bénéfices pour le S&P 500 a atteint près de 23 en avril, dépassant nettement le chiffre moyen de 17 de la période 1961-95. Les cours récents paraissent plus raisonnables en admettant que les résultats d'entreprises ne reviennent pas à leur moyenne sur cinq ans mais progressent plutôt vivement dans une économie en sortie de récession. De fait, sur la base des prévisions actuelles des analystes, qui tablent sur un puissant dynamisme des bénéfices, le ratio redescendrait à 17. Il convient de noter, toutefois, que par le passé ces prévisions se sont régulièrement avérées trop optimistes.

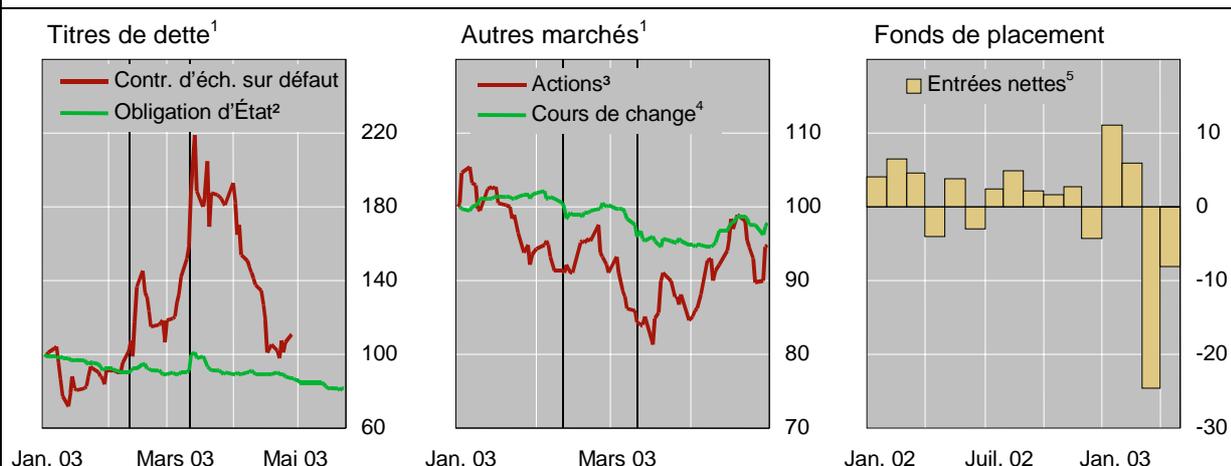
Vague de retraits sur le marché des titres : le cas de la Corée

Si les systèmes financiers dominés par les banques sont fréquemment opposés à ceux qui sont axés sur les marchés des titres, les similitudes entre ces deux genres retiennent moins l'attention. Les événements sur le marché financier coréen, en mars 2003, ont justement mis l'une d'elles en évidence : les risques que pose, pour la stabilité financière, un désengagement des investisseurs. Les banques centrales se préoccupent depuis longtemps des éventuelles conséquences systémiques de retraits soudains auprès des banques et ont élaboré des mécanismes (assurance des dépôts et facilités de prêteur en dernier ressort) pour y remédier. La Corée a montré que ce phénomène peut survenir sur les marchés des titres, sous forme de retraits massifs des fonds de placement. Les techniques pour les contrer sont, cependant, nettement moins au point.

Les problèmes de la Corée ont commencé le 11 mars, lorsque le procureur de l'État a inculpé des responsables de SK Global, filiale du troisième conglomérat coréen SK Group, de falsification de comptes. Le groupe SK Global a été accusé de gonfler ses bénéfices de KRW 1 600 milliards et de dissimuler une dette totale de KRW 1 100 milliards. Réagissant de la même façon qu'un mois plus tôt - le 11 février, lorsque des préoccupations suscitées par le programme d'armes nucléaires de la Corée du Nord avaient conduit Moody's à faire passer de positives à négatives les prévisions de notation de la Corée du Sud - l'ensemble des marchés des actions, des titres à revenu fixe et des changes ont immédiatement chuté après cette inculpation. Cependant, alors qu'en février ils s'étaient rapidement stabilisés, en mars les problèmes de liquidité rencontrés par des intermédiaires financiers non bancaires ont induit un cercle vicieux de détérioration du fonctionnement des marchés.

Dans les jours et les semaines qui ont suivi cette inculpation, les investisseurs coréens redoutant des pertes se sont retirés des fonds de placement. En mars, les retraits ont totalisé KRW 24 700 milliards, soit 14 % du total des avoirs des fonds à fin février. Le manque de liquidités et les conditions d'emprunt restrictives ont obligé ces derniers à vendre des actifs pour y faire face. De ce fait, les prix des obligations d'entreprises et même d'État se sont effondrés. Les écarts des contrats d'échange sur défaut vis-à-vis du gouvernement coréen ont bondi, tandis que les liquidités sur d'autres segments du marché de la dette s'évaporent et que les investisseurs se reportaient sur ces contrats d'échange pour couvrir leurs expositions.

Face à ces ventes d'urgence, les conditions financières du marché coréen des obligations d'entreprises se sont détériorées au point de menacer la solvabilité de certains établissements. Les sociétés émettrices de cartes de crédit ont été les plus touchées, parce que leur financement est fortement tributaire des fonds de placement. L'augmentation des taux d'impayés avait déjà commencé à alourdir leurs coûts d'emprunt, et la liquidation des actifs détenus par les fonds les a confrontées à la perspective de ne pas pouvoir reconduire leurs obligations à échéance.



¹ 1^{er} janvier 2003 = 100 ; les lignes verticales correspondent au 11 février 2003 et au 11 mars 2003. ² Rendement obligataire 5 ans en wons coréens. ³ KOSPI. ⁴ Cours dollar EU/won ; une baisse indique une dépréciation du won. ⁵ Variation des dépôts auprès des fonds de placement coréens, en milliers de milliards de wons.

Sources : Banque de Corée ; Bloomberg ; CreditTrade ; Datastream ; calculs BRI.

Les autorités ont fini par intervenir pour garantir le fonctionnement des marchés. Mi-mars, la banque centrale a aidé à stabiliser le marché de la dette publique par une adjudication de KRW 2 000 milliards et le gouvernement a reporté les adjudications prévues d'obligations d'État. Pour prévenir les conséquences potentiellement systémiques d'un défaut d'une société émettrice de cartes, les autorités coréennes ont réuni des intervenants clés pour mettre sur pied un remboursement ordonné des prêts venant à échéance. Début avril, des banques commerciales ont accepté de fournir une ligne de crédit, en échange de quoi les sociétés se sont engagées à lever KRW 4 600 milliards de fonds propres.