

1. Vue d'ensemble : les signes de croissance stimulent la confiance

Des signes généralisés de reprise économique à l'échelle mondiale ont favorisé une amélioration de la confiance des investisseurs à l'automne. En octobre en particulier, les rendements ont augmenté, les actions sont reparties à la hausse et les primes de risque des entreprises et des économies émergentes ont diminué. Les changes, qui avaient connu des mouvements d'une ampleur exceptionnelle après la réunion de septembre du G 7, se sont stabilisés, et la volatilité n'a eu qu'une incidence limitée sur les autres marchés.

Le sentiment à l'égard des économies émergentes s'est amélioré grâce à une série de rehaussements de notations, dont ont bénéficié, sur le seul mois d'octobre, dix emprunteurs souverains, essentiellement d'Asie. Attirés par des conditions de financement intéressantes, les emprunteurs des économies émergentes ont collecté \$19 milliards sur le marché des titres au troisième trimestre 2003, montant inégalé depuis deux ans.

Si des éléments pouvant susciter des préoccupations pour l'avenir sont apparus sur certains marchés, ils sont restés isolés. Le déclassement de plusieurs constructeurs automobiles a souligné des faiblesses dans ce segment particulièrement volatil du marché des obligations d'entreprises. L'arrestation d'un chef d'entreprise russe bien connu a conduit les investisseurs à s'interroger sur la récente accession du pays au rang de signature de qualité. En outre, des allégations de fraude parmi les fonds de placement ont ébranlé l'optimisme des investisseurs en actions.

Intensification des pressions sur le dollar EU

Le sentiment sur les changes s'est nettement modifié en septembre. Après s'être renforcé contre euro et s'être maintenu à l'égard du yen et d'autres monnaies d'Asie lors du repli du marché obligataire durant l'été, le dollar s'est fortement déprécié. La publication, aux États-Unis, d'indicateurs plus faibles qu'anticipé, notamment les pertes de 95 000 emplois non agricoles en août annoncées le 5 septembre, a marqué le début des pressions sur la monnaie américaine.

Le fléchissement du dollar a été accentué, le 20 septembre, par le communiqué de presse diffusé à l'issue de la réunion, à Dubaï, des ministres

L'affaiblissement
du dollar en
septembre...

des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G 7, qui indiquait qu'une plus grande flexibilité des changes était souhaitable. Si elle ne visait pas à orienter les marchés dans un sens précis, la déclaration a été perçue par nombre d'intervenants comme un appel à la baisse du dollar.

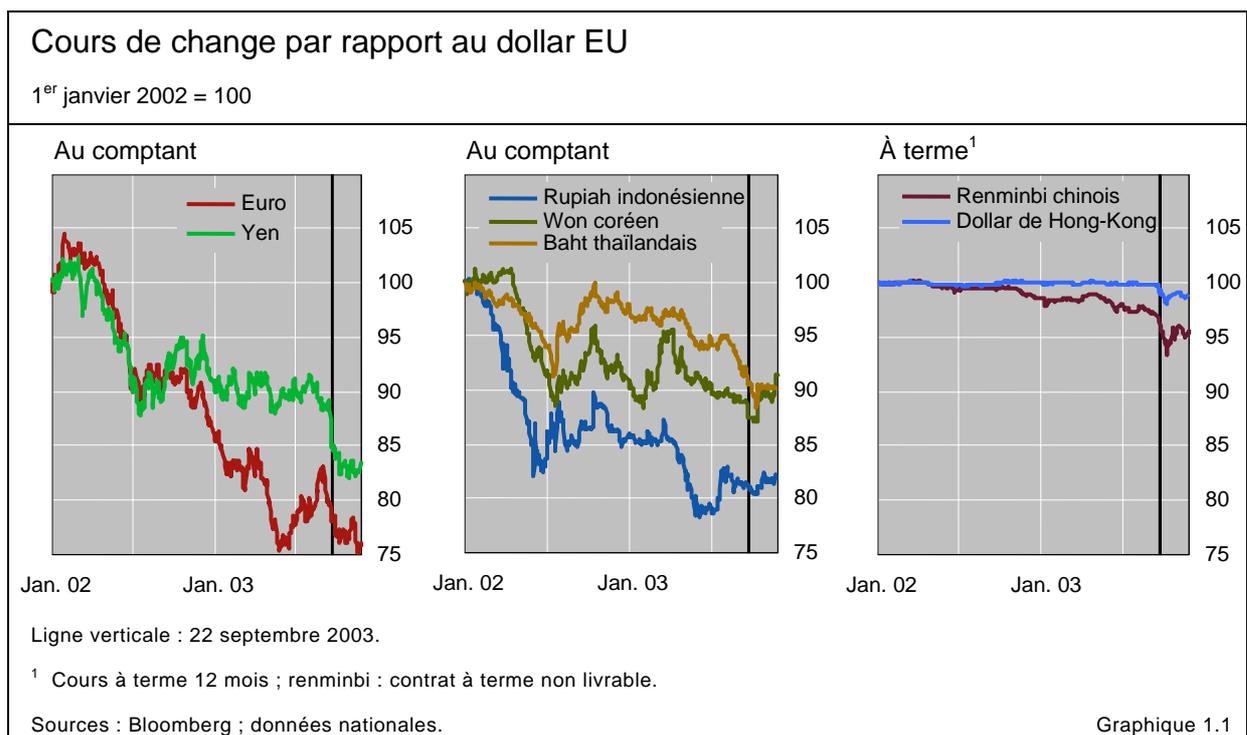
...s'accroît sous l'effet d'une déclaration du G 7

Ainsi, après le 20 septembre, les intervenants ont réévalué les possibilités d'ajustement des monnaies d'Asie par rapport au dollar. En effet, alors que, sur les douze mois précédents, l'euro s'était apprécié de 13 % contre dollar, les monnaies d'Asie avaient, pour la plupart, bien moins progressé (graphique 1.1), et ce malgré la publication d'indicateurs laissant présumer un rebond plus rapide qu'anticipé des économies de la région après l'épidémie de SRAS. Cette absence de flexibilité a été perçue par certains intervenants et responsables politiques comme une entrave à l'ajustement sans heurt du déficit courant américain. C'est pourquoi cette déclaration a été interprétée comme signifiant que les pays d'Asie étaient censés assumer une partie de l'ajustement en acceptant de laisser leur monnaie s'apprécier. Les opérateurs ont fait monter le yen, le baht thaïlandais et le won coréen vis-à-vis du dollar dans les jours qui ont suivi la réunion. Les anticipations concernant le cours de change du renminbi chinois et du dollar de Hong-Kong ont, en outre, connu un revirement marqué.

Fortes tensions sur les monnaies d'Asie...

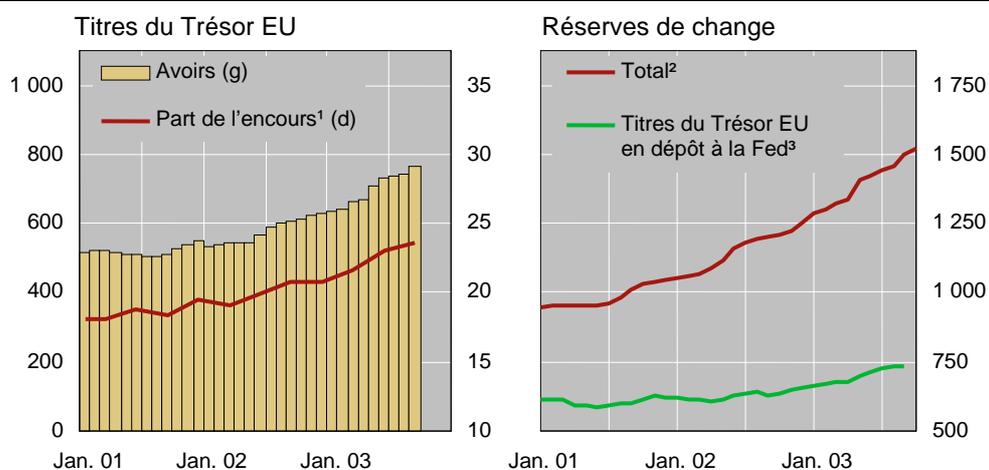
Les tensions sur les monnaies d'Asie se sont apaisées quelques semaines après la réunion de Dubaï. Les nouvelles macroéconomiques en provenance des États-Unis ont été étonnamment positives en octobre, à commencer par le rapport sur l'emploi confirmant le raffermissement de l'économie américaine, ce qui a incité les opérateurs à couvrir leurs positions courtes en dollars. Le chiffre du PIB publié fin octobre a même révélé une croissance exceptionnelle (+7,2 %) au troisième trimestre.

...qui s'avèrent toutefois de courte durée



Avoirs des résidents d'Asie en titres américains

En milliards de dollars EU



Asie = Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Japon, Taiwan (Chine), Thaïlande et Singapour.

¹ Avoirs des résidents d'Asie, en % du portefeuille du secteur privé. ² Réserves de change détenues par les autorités d'Asie. ³ Titres du Trésor EU détenus par la Réserve fédérale américaine pour le compte d'institutions officielles étrangères, dont les banques centrales (notamment d'Asie).

Sources : Conseil de la Réserve fédérale ; Trésor EU ; Fonds monétaire international.

Graphique 1.2

Poursuite des interventions sur les changes en Asie

L'atténuation des tensions s'explique également par le fait que les autorités financières d'Asie continuaient à intervenir sur les changes pour enrayer toute appréciation de leur monnaie. Le ministère japonais des Finances a révélé qu'il avait autorisé des achats de devises pour plus de ¥4 000 milliards en septembre, un record. La banque centrale de Thaïlande a annoncé, le 14 octobre, que des limites seraient appliquées au montant des dépôts à court terme des non-résidents, précisant que ceux-ci ne seraient plus rémunérés. Parallèlement, les résidents ont continué à se porter massivement sur les titres du Trésor EU en septembre, alors même que les achats nets globaux des investisseurs étrangers sont tombés à leur plus bas depuis la crise financière mondiale de 1998. À fin septembre, la région détenait environ un quart de l'encours total, la plus grosse part revenant aux banques centrales et autres institutions officielles (graphique 1.2).

L'euro repart à la hausse

Tout en se stabilisant vis-à-vis des monnaies d'Asie peu après la réunion de Dubaï, le dollar a encore faibli à l'égard de l'euro. Entre le 20 septembre et le 28 novembre, la monnaie européenne s'est appréciée de 6 %, jusqu'à un record de \$1,20. Plusieurs signaux justifiaient un euro plus fort aux yeux des opérateurs : les indicateurs macroéconomiques de plus en plus vigoureux dans la zone euro, le déficit courant des États-Unis et la persistance des différends commerciaux.

Retombées minimales sur le marché des titres à revenu fixe

La volatilité des changes n'a guère eu de retombées sur l'obligataire. Si, sur la première séance après la déclaration de Dubaï, les rendements en dollars se sont élevés de 5 points de base en raison de préoccupations entourant la demande étrangère de titres américains, ils ont été plutôt orientés, en général, par les perspectives de l'économie des États-Unis. Ainsi, face à une série d'indicateurs décevants, les rendements des contrats d'échange 10 ans se sont repliés de près de 60 points de base en septembre (graphiques 1.3 et 1.4). Soutenus par des signes croissants d'amélioration de l'économie américaine, ils ont ensuite augmenté de quelque 30 points de base en octobre.

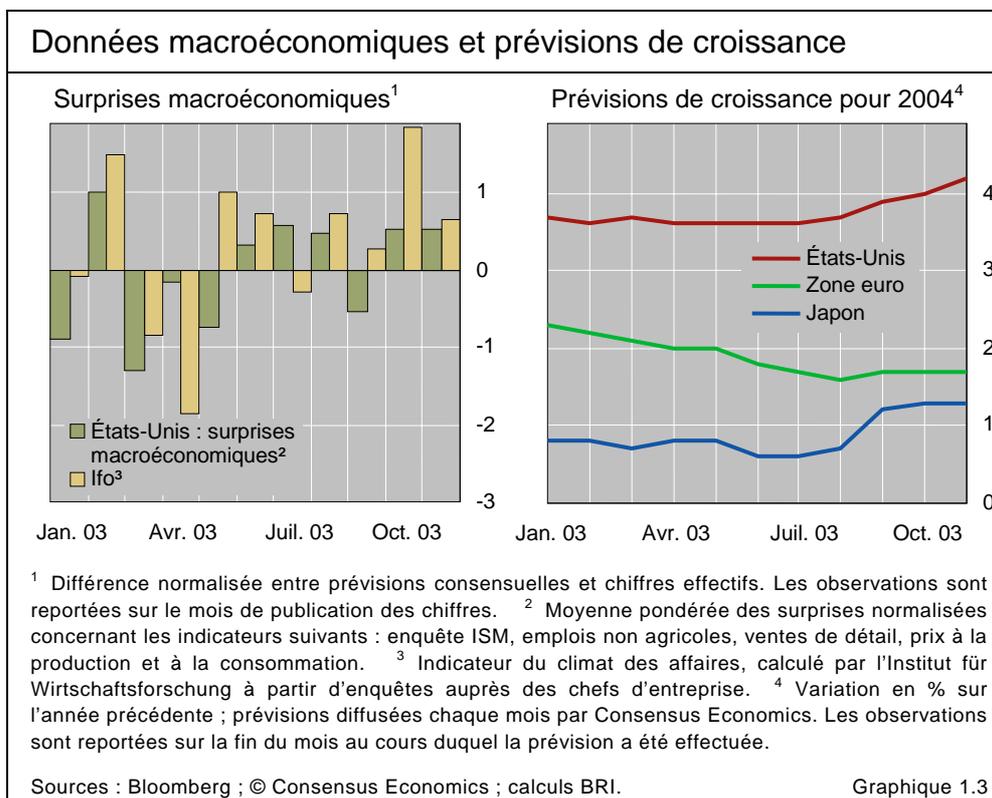
Les rendements en euros, insensibles aux changes eux aussi, sont apparus indépendants, quant à eux, des données économiques dans la zone euro. Ils ont été quasiment en phase avec les rendements en dollars en septembre et octobre, les suivant d'abord à la baisse, indifférents semble-t-il aux statistiques généralement meilleures qu'anticipé, puis à la hausse, même si les économistes n'ont pas révisé leurs prévisions de croissance d'autant que pour les États-Unis.

La volatilité des changes a parfois eu une incidence, rapidement annulée toutefois, sur le marché des titres à revenu fixe libellés en yens. Ainsi, les rendements des contrats d'échange 10 ans ont cédé 11 points de base immédiatement après la déclaration de Dubaï, le renforcement du yen risquant de compromettre la reprise au Japon, mais ils sont remontés à leurs niveaux antérieurs en quelques jours. Malgré l'appréciation du yen (+8 %) contre dollar entre mi-août et mi-octobre, ils sont revenus à leur niveau de départ (1,4 %) en fin de période. Rassurés par le résultat positif de l'enquête *Tankan*, une

Les rendements en dollars sont sensibles aux perspectives macroéconomiques américaines...

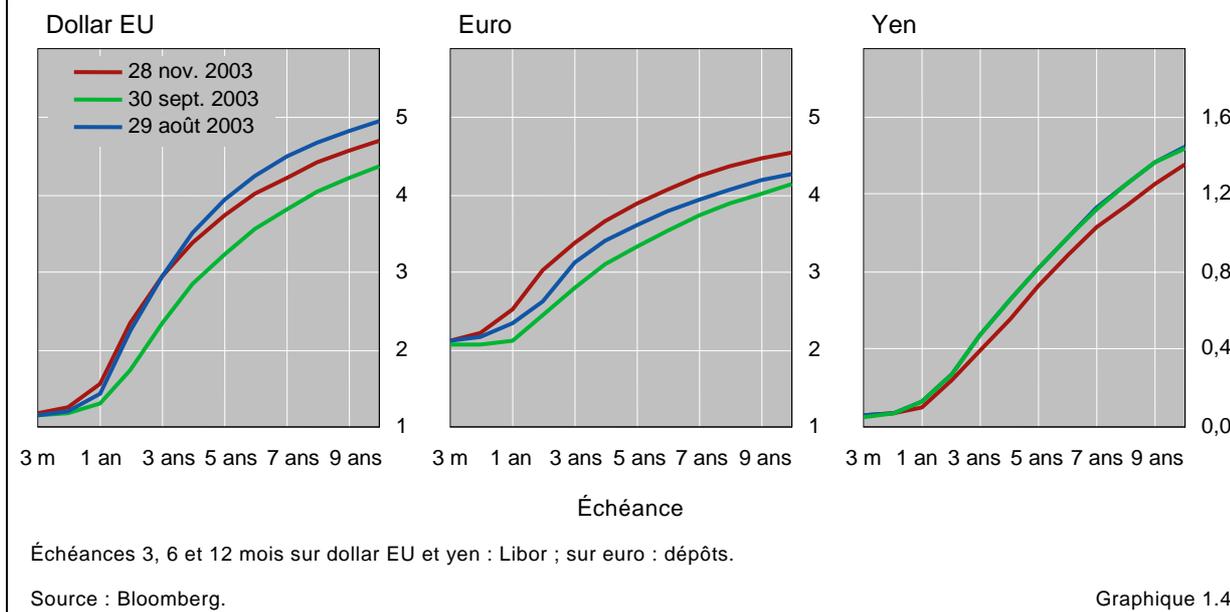
...et les rendements en euros évoluent quasiment en phase

Au Japon, les rendements augmentent malgré un raffermissement du yen



Courbes des rendements sur contrats d'échange

En %



production industrielle vigoureuse et d'autres indicateurs meilleurs que prévu, les investisseurs en obligations ont paru estimer que la reprise était suffisamment bien ancrée pour ne pas être ébranlée par un yen fort.

Les banques centrales s'appliquent à clarifier leur orientation

Les efforts des banques centrales pour clarifier l'orientation future de leur politique ont peut-être évité une nouvelle poussée des rendements. Après sa réunion d'août, le Comité fédéral de l'open market a déclaré qu'une politique monétaire accommodante pourrait être maintenue encore longtemps ; de nombreux intervenants ont compris que la Réserve fédérale ne relèverait pas ses taux, même si la croissance économique évoluait quelques trimestres au-dessus de sa tendance, tant que l'inflation resterait modérée. Le 10 octobre, la Banque du Japon a précisé qu'elle maintiendrait sa stratégie d'assouplissement quantitatif au moins jusqu'à confirmation sur quelques mois d'un IPC sous-jacent stable ou positif en glissement annuel, alors même que la majorité des membres du Conseil de politique monétaire pronostiquaient une progression de l'indice pendant la période de prévision. En outre, la vigueur de la demande d'obligations internationales en dollars émanant des autorités financières d'Asie et autres investisseurs a permis de limiter l'incidence des mouvements de change sur les rendements en dollars (encadré de la partie « Marché des titres »).

Le fléchissement des rendements début septembre a permis, semble-t-il, de remettre de l'ordre dans le processus de règlement des pensions sur titres du Trésor EU, après la vive hausse des transactions non abouties en juillet-août. Devant le repli des marchés d'obligations d'État, certains intervenants auraient tenté de prendre des positions courtes en empruntant sur le marché des pensions l'obligation récente du Trésor EU 10 ans et en la vendant simultanément sur le marché au comptant. Dans de nombreux cas, toutefois, ils n'ont pas pu se procurer le titre au moment de la livraison, les investisseurs

étant réticents à le prêter. C'est de toute évidence ce qui explique la pléthore de transactions non abouties, dont le nombre a chuté début septembre, car cette stratégie a été moins suivie.

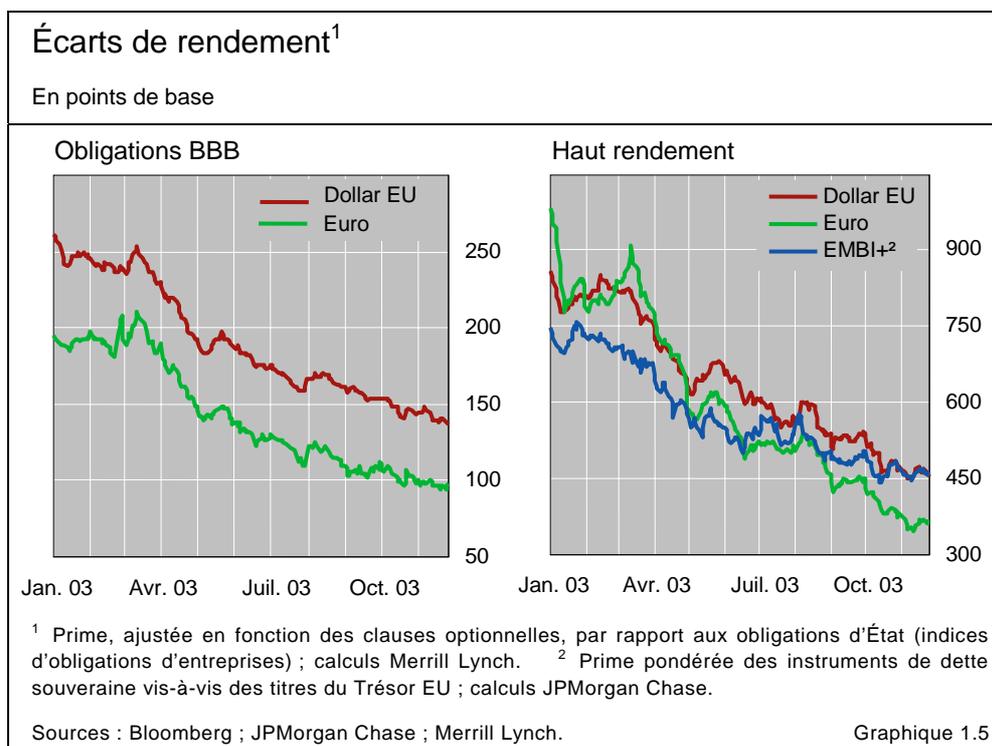
Malgré les propos rassurants des banques centrales, l'abondance de données positives publiées en octobre a amené les opérateurs à modifier leurs anticipations concernant un relèvement des taux directeurs du dollar et de l'euro. Fin octobre, les marchés à terme avaient anticipé un resserrement de 50 points de base de la politique monétaire de la Fed et de la BCE à mi-2004, alors que les économistes, pour la plupart, continuaient à estimer qu'une augmentation était peu probable avant la fin de l'année. La Banque de Réserve d'Australie a été la première grande banque centrale à durcir son orientation (+25 points de base), le 5 novembre, suivie le lendemain par la Banque d'Angleterre.

Les contrats à terme anticipent un resserrement à mi-2004

Rehaussements de notation en faveur des économies émergentes

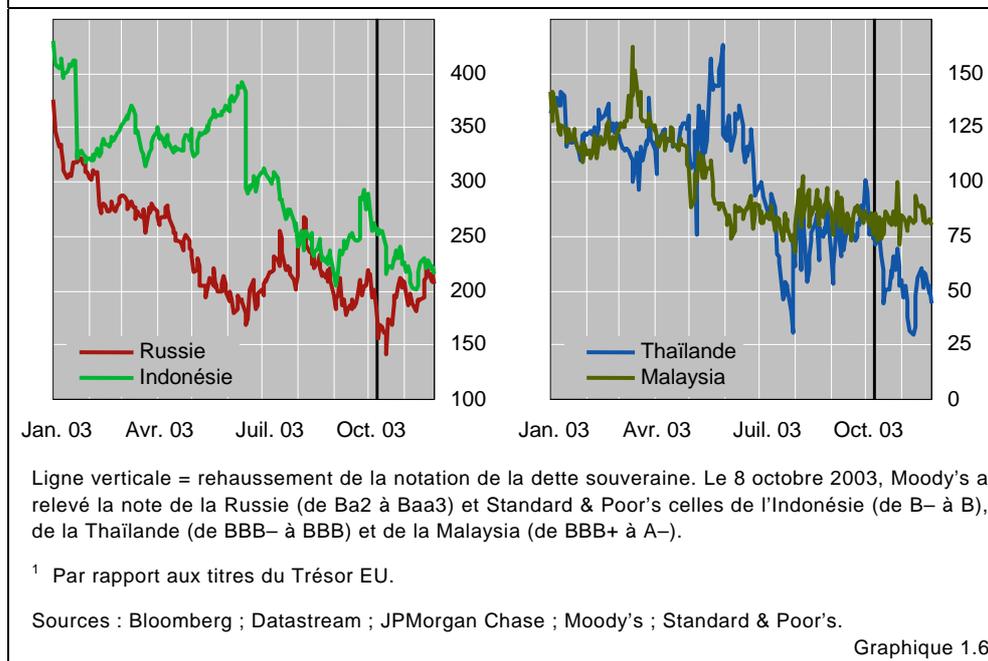
Le resserrement des marges de crédit observé depuis un an a repris à l'automne, après une pause estivale marquée par la volatilité de l'obligataire. La liquidité a sans doute joué un rôle à cet égard, les investisseurs ayant apporté des montants élevés aux fonds de placement américains à haut rendement, à fin septembre et en octobre, après avoir retiré des capitaux début août. Entre le 1^{er} octobre et le 21 novembre, l'écart de rendement a diminué de 14 points de base environ pour les obligations d'entreprises américaines BBB, de quelque 70 points de base pour les titres à haut rendement en dollars et de 42 points de base pour les titres des économies émergentes (graphique 1.5).

Resserrement des marges de crédit



Économies émergentes : écart de rendement¹ et rehaussement de notation en octobre

En points de base



Notation rehaussée en octobre pour de nombreux emprunteurs souverains

La période a été exceptionnellement favorable aux notes souveraines, surtout en Asie (graphique 1.6). Sur le seul mois d'octobre, dix économies (Chine, Grèce, Hong-Kong RASS, Indonésie, Macao RASS, Malaysia, Pakistan, Russie, Thaïlande et Turquie) ont vu leur notation rehaussée par au moins l'une des trois grandes agences internationales, le plus souvent en raison d'une amélioration de la situation budgétaire et de l'accroissement des réserves. Relevée de deux crans par Moody's et promue au statut de signature de qualité, la Russie a parachevé un rétablissement spectaculaire, après un défaut encore bien récent (1998).

Net repli des marges de crédit des signatures de qualité d'Asie...

Ces rehaussements semblent avoir été anticipés par le rétrécissement des marges de crédit des emprunteurs souverains, l'effet d'annonce n'étant manifeste que dans le cas de la Russie. Les primes sur les signatures souveraines de qualité en Asie sont descendues ce trimestre à des creux historiques, bien inférieurs à ceux d'avant la crise financière de 1997-98. La progression de l'enquête sur le plus gros groupe pétrolier russe, loukos, puis l'arrestation de son dirigeant ont provoqué à partir de mi-octobre un repli marqué des marchés russes des obligations et des actions, qui se sont toutefois stabilisés ensuite à leurs niveaux immédiatement antérieurs au rehaussement. De plus, cet incident n'a pas eu de répercussions sur les autres économies émergentes.

L'amenuisement des primes n'a pas bénéficié à toutes les économies émergentes. Les Philippines ont enregistré une baisse de l'obligataire, en raison de la persistance d'incertitudes politiques, de même que la Colombie, du fait de difficultés budgétaires chroniques. Mais, dans l'ensemble, la quête de

La notation des grandes sociétés de financement

Eli Remolona et Dimitrios Karampatos

Les sociétés de financement figurent parmi les plus gros émetteurs d'obligations d'entreprises. C'est le cas de Ford Motor Credit, dont le récent déclassement pose la question de l'importance de la notation pour ces intervenants majeurs. Comme elle est entièrement contrôlée, en outre, par un grand constructeur automobile, il est intéressant, aussi, d'examiner le rôle joué par la maison mère dans la notation d'une filiale.

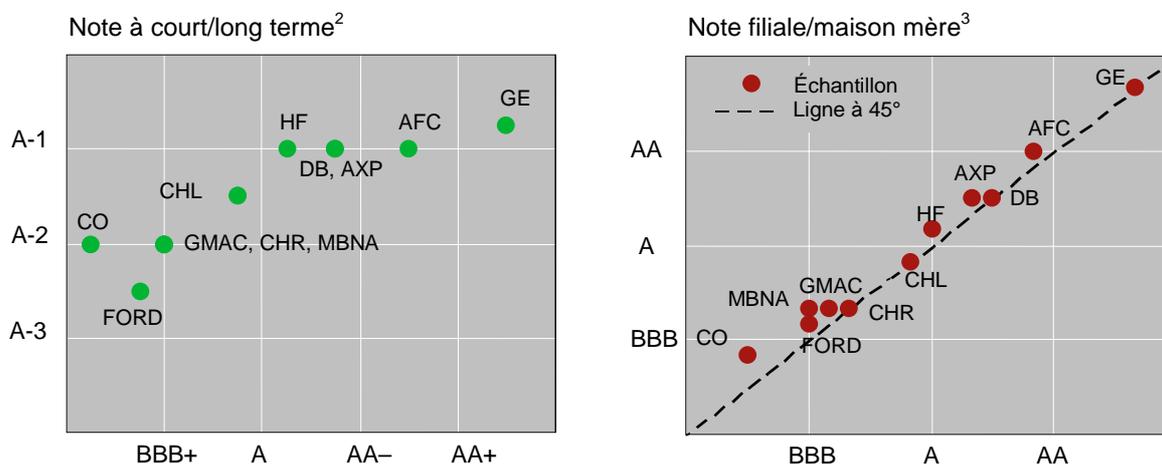
Aux États-Unis, les sociétés de financement constituent un groupe spécifique d'intermédiaires financiers. À l'instar des banques commerciales, elles accordent des crédits aux particuliers et aux entreprises ; elles s'en différencient cependant car elles ne collectent pas de dépôts et ne sont donc assujetties ni à la réglementation ni au contrôle correspondants. Selon l'étude la plus récente de la Réserve fédérale^①, ce secteur totalisait \$1 000 milliards d'actifs financiers à mi-2000, soit un cinquième du volume d'activité des banques commerciales américaines. Il se caractérise en outre par une forte concentration, puisque vingt membres, sur un total d'un millier, comptabilisent à eux seuls près de 70 % des créances à recouvrer.

Ne recevant pas de dépôts, les grandes sociétés de financement se procurent leurs ressources en faisant largement appel au marché des titres de dette (les petites ayant recours au crédit bancaire) avec, en premier, les obligations d'entreprises (au moins un tiers du financement du secteur) puis le papier commercial (PC) (quelque 18 %).

La qualité de leur signature est donc cruciale, car elle détermine le coût des ressources et, par conséquent, leur position concurrentielle^②. Les sociétés de financement reçoivent une note à court terme pour leur papier commercial et une à long terme pour leurs obligations.

L'émission régulière de PC requiert une bonne notation (P-1 Moody's/A-1 Standard & Poor's). Une note inférieure est pénalisante, car la réglementation^③ limite strictement le montant de titres de moindre qualité pouvant être détenu par les fonds de placement - plus gros investisseurs sur ce marché. Il existe une certaine correspondance entre les notes à court et à long terme. Comme le

Notation des grandes sociétés de financement¹



¹ Moyenne, à fin novembre 2003, des notes Standard & Poor's et Moody's. AFC : Associates First Capital ; AXP : American Express ; CHL : Countrywide Home Loans ; CHR : DaimlerChrysler Financial Services ; CO : Capital One Bank ; DB : Discover Bank ; FORD : Ford Motor Credit ; GE : General Electric Capital ; GMAC : General Motors Acceptance Corporation ; HF : Household Finance ; MBNA : MBNA America Bank. ² En ordonnée : notation à court terme ; en abscisse : note à long terme. ³ Notes à long terme ; en ordonnée : filiale ; en abscisse : maison mère.

Source : Bloomberg.

^① K. E. Dynan, K. W. Johnson et S. M. Slowinski, « Survey of finance companies, 2000 », *Federal Reserve Bulletin*, janvier 2002, pp. 1-14. ^② Pour une analyse de la concurrence entre sociétés de financement et banques, voir E. M. Remolona et K. C. Wulfekuhler, « Finance companies, bank competition and niche markets », *FRBNY Quarterly Review*, été 1992, pp. 25-38. ^③ Depuis 1991, une règle de la Securities and Exchange Commission ne permet pas aux fonds de placement monétaires de détenir plus de 5 % de leur portefeuille sous forme de PC de qualité inférieure.

montre le cadre de gauche du graphique, un A attribué à la dette longue constitue un seuil pour la qualité de la dette à court terme. Lorsque, début 2002, les grosses sociétés financières des constructeurs automobiles ont été rétrogradées au-dessous de ce niveau, elles ont perdu leur accès au marché du PC (tout en pouvant néanmoins continuer à émettre dans ce compartiment par le biais d'opérations de titrisation) et ont dû se tourner davantage vers l'obligataire.

Les principales sociétés de financement sont généralement des filiales et la note à long terme de la maison mère est alors déterminante[®]. Dans le cas des trois constructeurs automobiles, les sociétés de financement sont des filiales « captives », c'est-à-dire qu'elles servent avant tout à financer l'achat des produits du groupe. En annonçant le déclassement de Ford Motor Credit en novembre 2003, Standard & Poor's a simplement expliqué : « La note correspond à celle de la maison mère, Ford Motor Company ». Le cadre de droite du graphique fait ressortir cette parité de notation pour onze grandes sociétés de financement. Quand la note diffère et que la maison mère n'est pas un intermédiaire financier, la filiale est normalement mieux notée. Dans cette situation, celle-ci a, plus que son parent, besoin d'une signature de qualité, et c'est souvent ce qui préside aux liens financiers entre les deux[®].

Sur la durée, la notation est vitale, puisqu'elle détermine le coût des ressources. Elle ne peut opérer indéfiniment avec une note inférieure à celle de ses concurrents (à moins que son parent ne soit prêt à la subventionner). Chrysler Financial, par exemple, se situait à la quatrième place du secteur en 1990, en termes de créances à recouvrer, et sa taille correspondait à la moitié environ de celle de Ford Motor Credit. Sa notation venait cependant d'être ramenée à BBB-, alors que deux de ses rivales, GMAC et Ford Motor Credit, restaient classées AA-, note généralement attribuée aussi aux grandes banques commerciales octroyant des crédits automobiles. En conséquence, Chrysler Financial n'a cessé de perdre du terrain. Quand sa maison mère a fusionné avec Daimler-Benz, en 1998, sa taille était tombée à moins d'un cinquième de celle de Ford Motor Credit.

[®] Conclusion établie de manière empirique par Remolona et Wulfekuhler (1992). [®] Ces liens financiers peuvent être régis par des actes (déclarations de conseils et contrats de prêt) empêchant la société mère de prélever du capital sur sa filiale financière.

...avec une forte demande pour les titres de la région

rendement n'a pas fléchi et la demande de titres des économies émergentes a largement absorbé une offre en progression régulière (« Marché des titres de dette »). La rémunération serrée de l'emprunt obligataire émis par la Chine en octobre (\$1,5 milliard) illustre bien l'appétit des investisseurs, en particulier pour les titres d'Asie ; cette émission aurait été placée pour moitié environ en Asie même.

Les obligations de qualité et à haut rendement ont aussi été soutenues, aux États-Unis comme dans la zone euro, par des signes d'amélioration de la qualité du crédit. Les annonces de résultats en hausse se sont multipliées et les défauts ont continué de diminuer, leur pourcentage par rapport aux émetteurs de titres spéculatifs retombant, à la fin du troisième trimestre, à 5,7 % en moyenne mobile sur douze mois, leur niveau le plus bas depuis près de trois ans.

Des déclassements dans le secteur de l'automobile accroissent la volatilité

L'obligataire n'a toutefois pas été totalement exempt de volatilité. Durant les dernières semaines d'octobre, les primes se sont considérablement élargies dans le secteur de l'automobile et de ses sociétés de financement, après le déclassement inattendu de DaimlerChrysler et la mise sous surveillance de Ford et de sa filiale financière par Standard & Poor's. Certains ont même appréhendé des effets systémiques sur les marchés financiers au cas où Ford viendrait à perdre son statut de signature de qualité.

Ford Motor Credit, dont la dette à terme non garantie atteint \$130 milliards, compte parmi les plus gros intermédiaires financiers au monde et ses obligations occupent une bonne place dans le portefeuille de nombreux investisseurs (encadré). En abaissant Ford à BBB-, le 12 novembre, Standard & Poor's a toutefois précisé que ses perspectives restaient stables, ce qui a atténué les craintes d'une rétrogradation dans la catégorie à haut rendement. Les primes sur la dette de Ford se sont d'ailleurs resserrées pour retrouver leurs niveaux d'avant la mise sous surveillance.

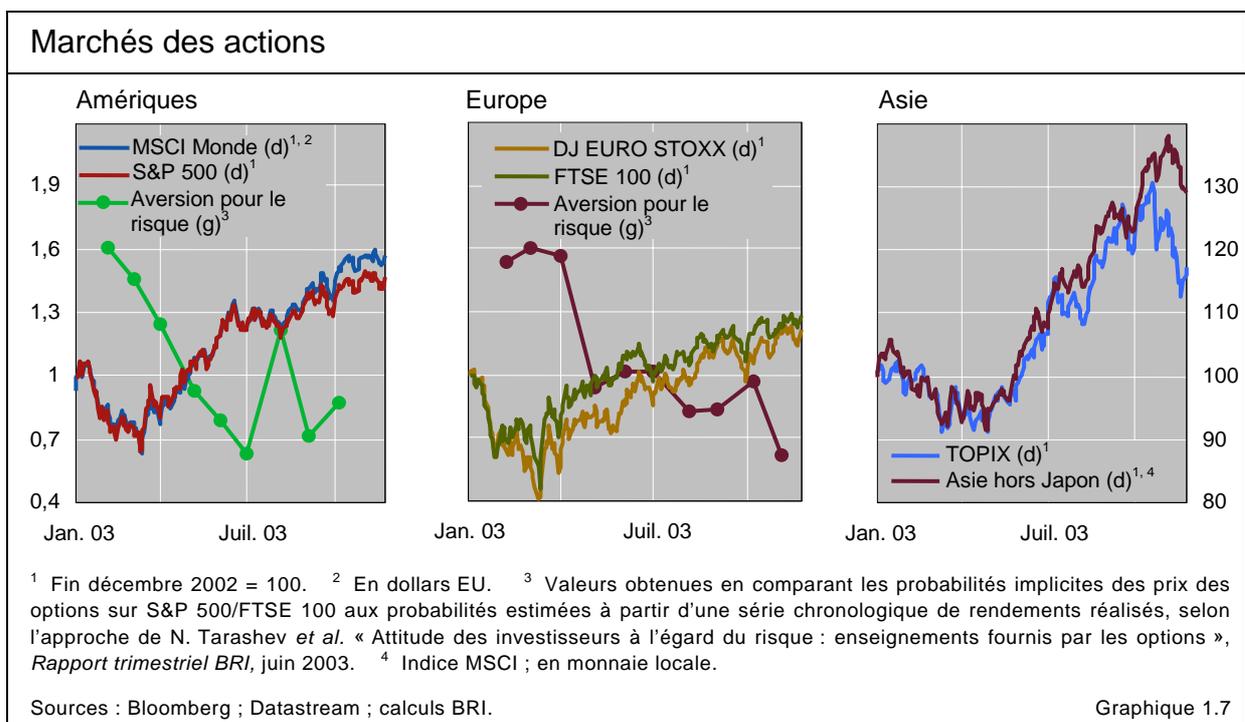
Remontée des actions grâce à une forte progression des bénéfices

L'amélioration des perspectives économiques a donné un nouvel élan aux marchés mondiaux des actions à partir de début septembre. Après s'être maintenu à l'intérieur d'une fourchette étroite de mi-juin à fin août, l'indice MSCI Monde a gagné 8 % entre le 29 août et le 28 novembre (graphique 1.7). Dans nombre d'économies émergentes, la revalorisation des actions a dépassé 10 %, voire 30 % pour l'Argentine, le Brésil et la Turquie. La hausse totale du MSCI Monde atteint 37 % depuis le creux du 12 mars.

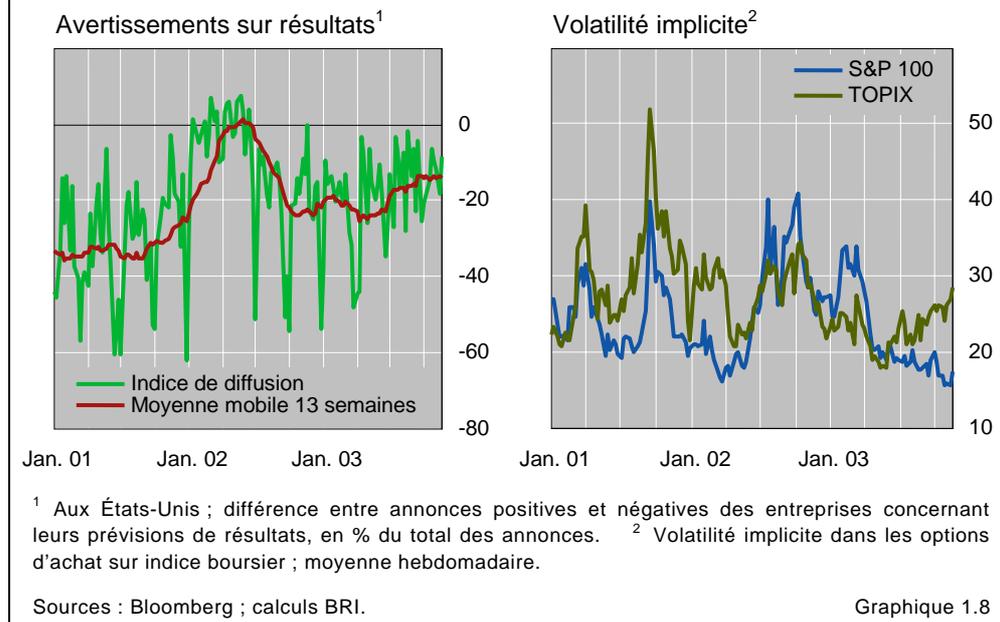
Sur les principaux marchés, l'optimisme des investisseurs a été porté par une vive progression des profits. Les entreprises entrant dans la composition du S&P 500 ont annoncé des bénéfices par action en augmentation de 20 % d'une année sur l'autre au troisième trimestre, nettement plus que les prévisions initiales des analystes et que le chiffre du deuxième trimestre (+11 %). De nouvelles réductions de coûts ont renforcé les marges

Les actions repartent à la hausse dans le monde...

...grâce à une vive progression des bénéfices



Avertissements sur résultats et volatilité du marché des actions



bénéficiaires ; aux États-Unis, la productivité du secteur non agricole a même bondi de 8 %. Les ventes ont redémarré dans de nombreux secteurs, en particulier pour les produits à contenu technologique. Malgré la récente volatilité des obligations, les banques d'investissement ont publié des bénéfices étonnamment élevés.

Tout en affichant au troisième trimestre des ventes et résultats meilleurs que prévu, de nombreuses sociétés - dont Cisco, Amazon et d'autres grands noms - ont souligné des incertitudes concernant 2004. Aux États-Unis, les perspectives de résultats ont continué d'être plus souvent négatives que positives (graphique 1.8).

Aux États-Unis, les investisseurs n'ont guère paru se soucier de ces avertissements et ont montré davantage de confiance que les entreprises dans la santé de l'économie. Les marchés des actions ont certes un peu faibli fin septembre à l'annonce de données macroéconomiques en retrait, mais les chiffres d'octobre ont dissipé toute incertitude. La volatilité implicite dans les options sur indice boursier (indicateur de la volatilité future des rendements perçue par les investisseurs et de l'aversion pour le risque) est retombée à des niveaux inhabituellement faibles fin octobre et début novembre : 16 % pour le S&P 100, contre 23 % en moyenne sur les neuf premiers mois de 2003 (graphique 1.8). S'agissant de l'aversion pour le risque, les estimations sont restées basses (graphique 1.7). L'impressionnant rebond des marchés des actions observé jusqu'à présent cette année a semblé nourrir un goût croissant du risque.

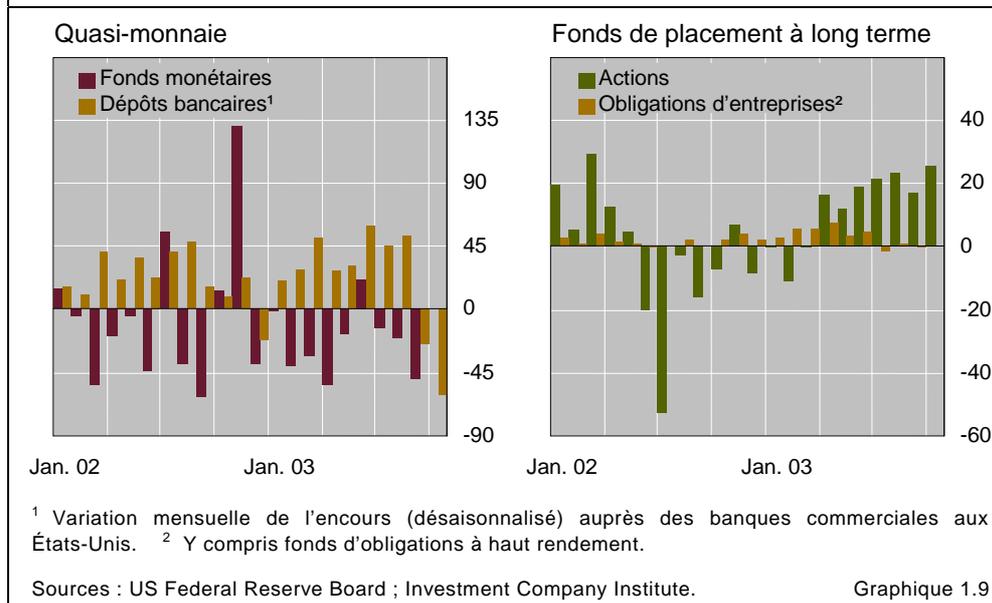
Au Japon, à l'inverse, les investisseurs en actions ont paru de plus en plus incertains sur l'avenir. Les actions japonaises ont connu des fluctuations journalières d'amplitude exceptionnelle, malgré l'absence d'annonce importante. Le TOPIX a, par exemple, chuté de 5 % le 23 octobre, sans motif

Les investisseurs plus confiants que les entreprises aux États-Unis

Au Japon, les investisseurs commencent à douter des niveaux de cotation

Mouvements de portefeuille des investisseurs américains

En milliards de dollars EU



apparent. Il est remonté la semaine suivante, avant de céder à nouveau du terrain début novembre. Cette volatilité semblait être le signe de doutes grandissants concernant les évaluations courantes et, en particulier, les données fondamentales de l'économie japonaise, dont l'amélioration ne suffit peut-être pas à justifier l'essor du TOPIX depuis fin avril (+25 %).

Les investisseurs se sont montrés remarquablement peu sensibles aux enquêtes sur certains établissements constituant les fondements de marchés financiers modernes. Mi-2002, les marchés des actions avaient été secoués par la révélation d'irrégularités dans la comptabilité et les méthodes de gestion de plusieurs sociétés de renom. En septembre 2003, en revanche, ni les doutes sur les pratiques de gouvernance du New York Stock Exchange - premier marché des actions au monde par la taille et la liquidité - ni la démission de son président n'ont semblé entamer la confiance. Le même mois, des accusations de fraude ont commencé à perturber les fonds de placement, faisant craindre que des retraits n'obligent les fonds visés par les poursuites à liquider des actifs. Aux États-Unis, les particuliers détiennent fréquemment des parts de fonds de placement et le secteur gère plus de \$7 000 milliards d'actifs. En liaison avec la Securities and Exchange Commission, les autorités de contrôle (au niveau des États) ont mis plusieurs fonds en examen pour opérations irrégulières, notamment transactions hors marché (après la clôture, sur la base du dernier cours). Ces fonds ont enregistré d'importants retraits, mais aucune amplification du mouvement n'a été observée pour l'instant ; bien au contraire, le rebond du marché des actions a semblé inciter les investisseurs américains à prélever sur leurs dépôts bancaires et placements liquides, en septembre et octobre, pour acquérir des actions et des parts de fonds de placement en actions (graphique 1.9).

Des accusations de fraude ébranlent les fonds de placement