

1. Vue d'ensemble : le goût pour le risque porte les marchés

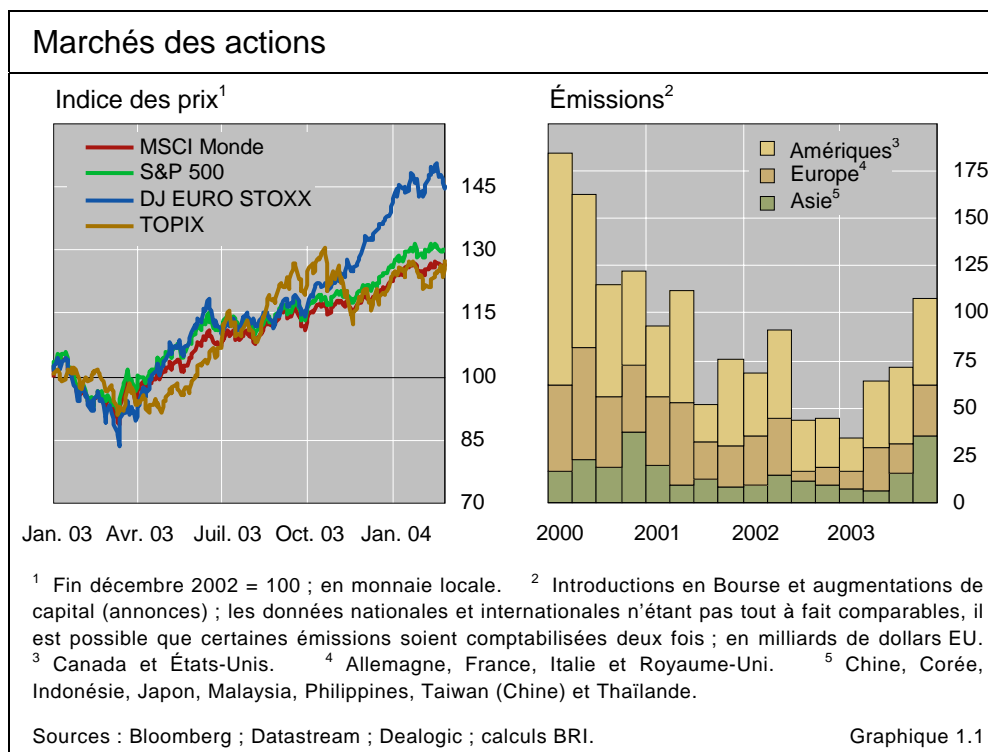
Le redressement des marchés mondiaux des capitaux s'est poursuivi au début de l'année, accentuant les gains impressionnants enregistrés en 2003. L'amélioration des perspectives de croissance mondiale et de la situation financière des entreprises, conjuguée à un goût prononcé pour le risque, a favorisé l'ascension des cours des actions et des titres de dette. D'ailleurs, de nouvelles révélations d'agissements coupables de quelques entreprises n'ont même pas troublé les investisseurs.

Tandis que les marchés des actions et des obligations progressaient, le niveau général des rendements fléchissait. Les marchés des titres d'État ont semblé accorder davantage d'attention à l'absence de tensions inflationnistes et à l'orientation probable de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro qu'à la reprise mondiale elle-même. Pour illustrer peut-être le rôle important du faible niveau des taux d'intérêt dans les cotations actuelles, la hausse des rendements fin janvier, consécutive à la nouvelle formulation employée par la Réserve fédérale américaine pour décrire sa politique accommodante, a provoqué un repli momentané sur les marchés des obligations et des actions.

Avant cet épisode, les marchés s'étaient généralement mieux comportés dans les économies émergentes qu'ailleurs. Le goût des investisseurs pour le risque a contribué à une vive remontée des émissions internationales d'actions en Asie et d'obligations en Amérique latine. Il a aussi incité les autorités d'Asie à redoubler d'efforts pour contenir l'appréciation du change vis-à-vis du dollar EU, ce qui peut expliquer également le faible niveau des rendements sur la monnaie américaine.

Les cours des actions progressent plus rapidement que les bénéfiques

Le redressement des marchés mondiaux des actions, amorcé en mars 2003, s'est poursuivi début 2004. Après trois années de repli, l'indice MSCI Monde a progressé de 23 % en 2003 puis de 3 % les huit premières semaines de 2004 (graphique 1.1). Les marchés ont été particulièrement dynamiques en décembre et début janvier, grâce aux anticipations d'une croissance soutenue des bénéfiques.



Les bénéfices se sont nettement améliorés par rapport à leurs minimums de 2001-02. Ceux des entreprises cotées ont été supérieurs aux anticipations en 2003 : +27 % d'une année sur l'autre aux États-Unis et pratiquement +100 % dans la zone euro, selon I/B/E/S (graphique 1.2). Pour 2004, les analystes prévoient une nouvelle année de progression à deux chiffres ; les résultats impressionnants affichés par un grand nombre de sociétés au dernier trimestre 2003 semblent les avoir confortés dans leurs prévisions. Toutefois, la confiance des entreprises dans la vigueur de la reprise économique paraît s'être détériorée. Aux États-Unis, elles continuent d'anticiper le plus souvent des résultats en repli.

Des bénéfices supérieurs aux anticipations...

Depuis début 2003, les bénéfices augmentent moins rapidement que les cours des actions. En conséquence, les ratios cours/bénéfices ont évolué en hausse. Bien qu'elles restent en deçà de leur récent sommet, les cotations sur certains grands marchés sont élevées par rapport à leur moyenne historique. Sur la moyenne des bénéfices sur cinq ans - qui lisse les effets du cycle conjoncturel - le ratio cours/bénéfices du S&P 500 a atteint 29, fin janvier 2004, dépassant nettement son niveau de 20 pour la période 1961-2003. En termes de bénéfices prévus, il est néanmoins plus proche de ses valeurs historiques.

...mais les cotations semblent encore élevées...

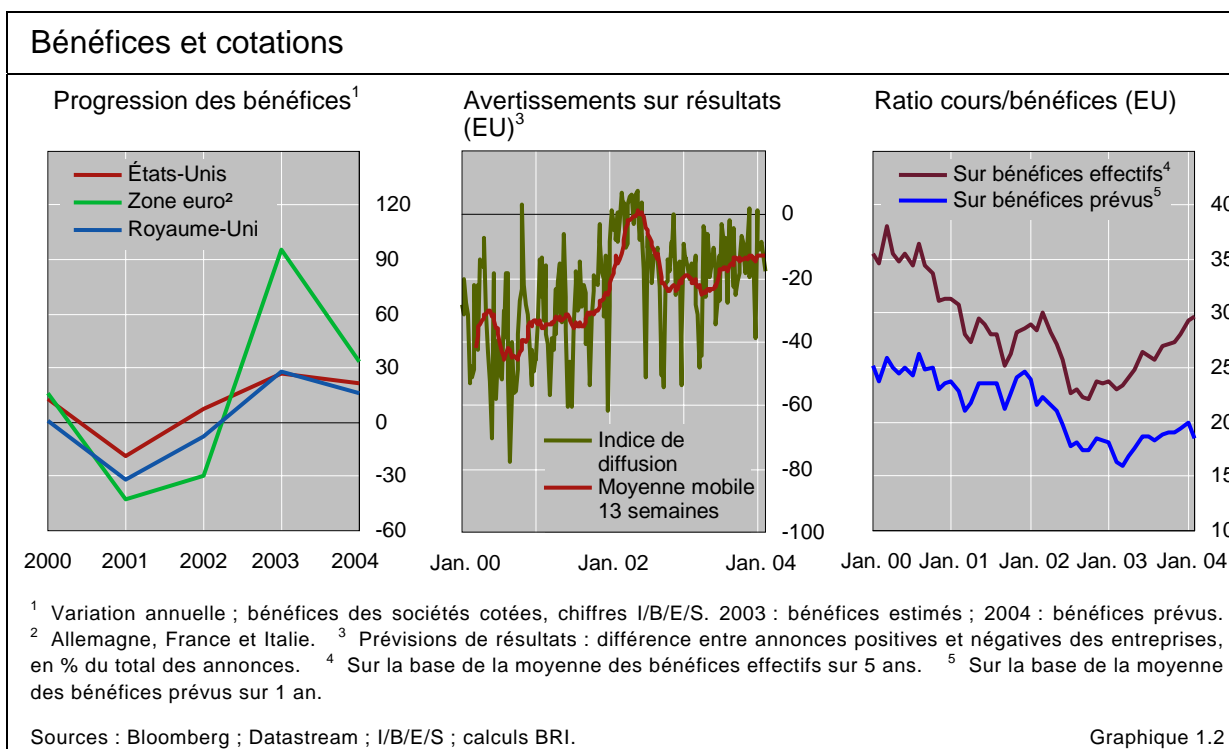
Les investisseurs ne sont pas restés insensibles aux nouvelles susceptibles de remettre en question les récentes cotations. Le S&P 500 a perdu 1,4 % le 28 janvier, quand l'engagement de la Réserve fédérale américaine de laisser ses taux directeurs inchangés a paru s'infléchir, puis 0,8 % le 4 février, après l'avertissement sur résultats de Cisco Systems, l'un des chefs de file du secteur technologique. Le TOPIX a cédé 0,8 % le 26 janvier, suite à un communiqué de presse annonçant que les instances de réglementation procéderaient à un examen spécial de l'évaluation par UFJ Bank de son portefeuille de prêts non productifs.

...stimulées par une aversion moins marquée pour le risque

Les doutes se sont toutefois vite dissipés. De fait, la volatilité implicite inscrite dans les options sur indice boursier américain, qui traduit les anticipations des investisseurs quant à la volatilité future ainsi que leur aversion à l'égard du risque, est tombée à un creux sans précédent début 2004. Selon ces estimations, l'aversion effective pour le risque aurait continué de régresser jusqu'en décembre, pour remonter quelque peu en janvier et février (encadré suivant). Ce schéma confirmerait le mouvement de désengagement des investisseurs américains vis-à-vis des placements liquides au profit des actions et autres actifs à haut risque.

Soutenues par le rebond mondial du marché, les émissions d'actions se sont accélérées fin 2003 (graphique 1.1), retrouvant leur niveau d'il y a plus de deux ans. En Asie, les entreprises, essentiellement japonaises et chinoises, ont collecté \$35 milliards sur les marchés nationaux et internationaux au quatrième trimestre. La plus grande introduction en Bourse de l'année a été réalisée par une société d'assurance vie, China Life, qui a levé près de \$4 milliards d'actions internationales. Les résidents chinois ont pourtant semblé ne pas partager l'engouement mondial pour les actions de leur pays ; Shanghai, où la participation des investisseurs internationaux fait l'objet de sévères restrictions, a enregistré des résultats qui figurent parmi les plus médiocres au monde en 2003, avec une progression de seulement 10 % en monnaie locale. En Thaïlande et en Indonésie, en revanche, les marchés ont gagné respectivement 117 % et 63 % ; profitant de cet essor, les entreprises locales ont sollicité leurs marchés respectifs.

Grâce à ces niveaux de cotation, les entreprises ont pu améliorer leur situation financière et réaliser des fusions-acquisitions. En Europe et en Amérique du Nord, un certain nombre de celles qui avaient perdu leur statut de bonne qualité (pour se trouver reléguées à un rang inférieur à BBB-) ont



Mesure de l'aversion à l'égard du risque

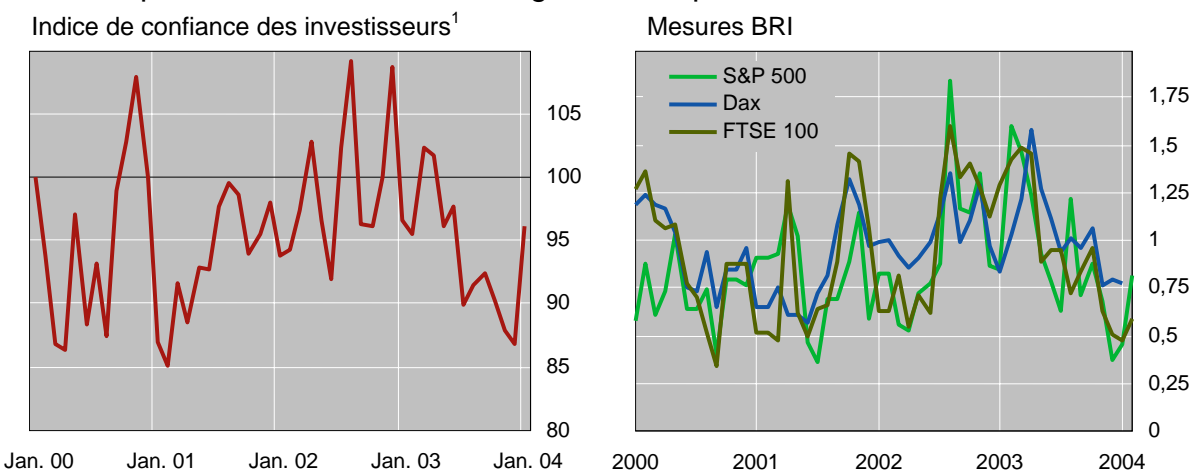
Les variations des prix des actifs peuvent résulter d'une modification des données fondamentales ou d'un changement d'attitude des investisseurs à l'égard du risque ; il est cependant difficile de dissocier ces deux causes, car ni l'une ni l'autre ne sont directement observables. Les intervenants se fondent souvent sur des indicateurs simples pour appréhender cette aversion, dont l'un, fort utilisé, est l'indice de JPMorgan dénommé Liquidity, Credit and Volatility Index (LCVI)^①. Celui-ci comporte sept mesures différentes du risque - allant de l'écart de rendement sur contrats d'échange et sur titres à haut risque jusqu'à la volatilité implicite des options sur devises - mais son lien conceptuel avec l'aversion pour le risque n'est pas bien défini. Ces dernières années, la théorie financière moderne a fourni des éléments qui ont facilité l'élaboration d'indicateurs de cette aversion reposant sur des bases conceptuelles solides.

L'un de ces indicateurs, Investor Confidence Index (ICI) de State Street, s'appuie sur les flux de portefeuilles mondiaux^②. Il est établi selon un modèle qui utilise les informations relatives aux portefeuilles et acquisitions d'actions des investisseurs pour établir une distinction entre modifications des données fondamentales et changements d'attitude vis-à-vis du risque de ces investisseurs mondiaux (institutionnels) et nationaux (particuliers). Ces changements sont exprimés par la composante commune, sur l'ensemble des pays, aux ventes ou acquisitions d'actions des investisseurs mondiaux, par rapport à leurs portefeuilles individuels par pays.

Un deuxième indicateur, dont le présent *Rapport trimestriel* fait état depuis juin 2003, analyse les informations inhérentes aux cours des options sur indice boursier^③. Il mesure l'aversion à l'égard du risque en comparant la répartition empirique des rendements sur actions avec celle qui est implicite dans les cours des options ; cette dernière pondère les probabilités empiriques selon les préférences des investisseurs pour le risque, en accordant davantage de valeur aux efforts visant à éviter de faibles rendements et des moins-values qu'à ceux recherchant la possibilité de rendements élevés. Plus est importante la zone située au-dessous de la queue gauche de la distribution implicite aux options, plus les investisseurs éprouvent une aversion effective pour le risque.

En dépit de sources d'information différentes, les indicateurs ICI et BRI semblent produire des signaux similaires en ce qui concerne le degré d'aversion ; celui-ci a le plus souvent diminué en 2003 et s'est légèrement accru en janvier 2004. Cette similitude peut s'expliquer par le fait que les investisseurs mondiaux du modèle ICI peuvent également représenter l'investisseur marginal déterminant les cours des options dans le modèle BRI.

Mesures possibles de l'aversion à l'égard du risque



¹ Représenté à l'inverse : plus le chiffre est bas, moins l'aversion est forte ; janvier 2000 = 100.

Sources : State Street ; Bloomberg ; calculs BRI.

^① JPMorgan Chase : « Using equities to trade FX : introducing the LCVI », Global Foreign Exchange research note, 1^{er} octobre 2002. ^② Kenneth Froot et Paul O'Connell : « The risk tolerance of international investors », *NBER Working Papers*, n° 10157, décembre 2003. ^③ Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis et Dimitrios Karampatos : « Attitude des investisseurs à l'égard du risque : enseignements », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2003, pp. 59-68.

La progression des cours des actions entraîne une intensification des émissions et des fusions

massivement eu recours aux émissions d'actions dans le cadre de leur programme de restructuration. Le distributeur alimentaire néerlandais Ahold, qui avait fait état de graves irrégularités comptables début 2003, a émis pour €3 milliards de droits de souscription, affectés au remboursement de sa dette. Les fusions-acquisitions ont redémarré elles aussi, avec l'annonce, fin 2003-début 2004, de montages de plusieurs milliards de dollars. En janvier, JPMorgan Chase a annoncé une OPE avec Bank One (Chicago), pour un montant de \$58 milliards ; c'est la plus grosse opération depuis des années.

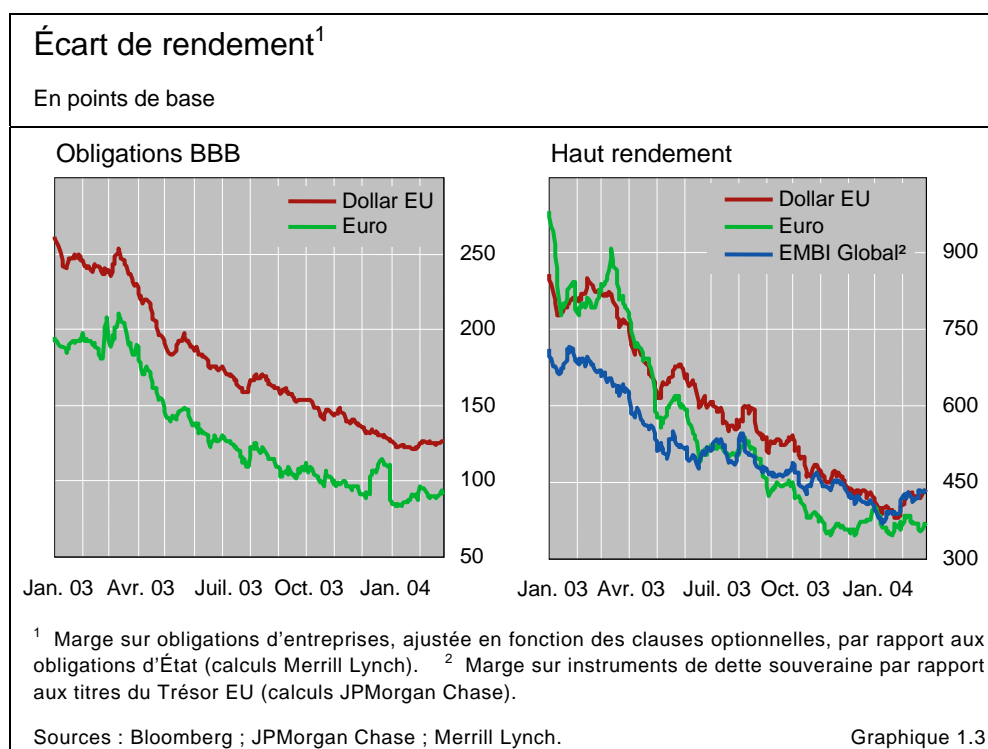
Les marchés obligataires continuent à progresser malgré l'effondrement de Parmalat

Les marchés obligataires ont poursuivi leur ascension, eux aussi, au début de l'année. Au 27 février 2004, l'écart entre obligations d'entreprises en dollars notées BBB et valeurs du Trésor EU était à son plus bas depuis août 1998, à quelque 130 points de base, soit 260 points en deçà de son sommet d'octobre 2002 (graphique 1.3). La prime de risque sur la dette des économies émergentes est presque tombée à son plancher historique, perdant 490 points de base par rapport à octobre 2002.

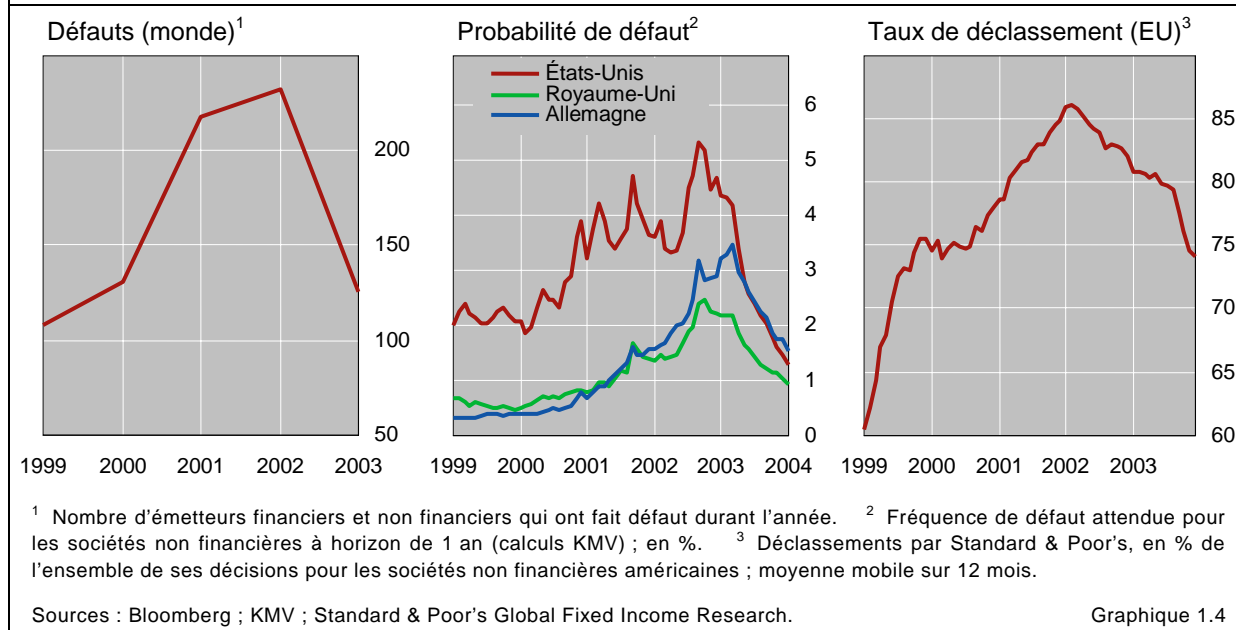
L'amélioration de la situation financière des entreprises a favorisé le resserrement des marges de crédit. Les défaillances ont nettement diminué depuis leur maximum de 2001, et la mesure du risque de défaut dérivée du cours des actions est redescendue de son sommet de 2002 (graphique 1.4). Malgré des conditions de financement exceptionnellement favorables, les emprunts des bonnes signatures sont restés modérés au second semestre 2003. Dans les principales économies, l'investissement productif s'est intensifié en 2003, en grande partie par prélèvements sur les bénéfices, les

Les marges de crédit se resserrent...

...grâce à l'amélioration des indicateurs financiers...



Qualité du crédit



entreprises semblant hésiter à recourir à l'endettement. Si celles-ci ont accru leurs émissions obligataires en fin d'année, c'était dans une large mesure pour allonger leur échéancier.

Les entreprises ayant nettement amélioré leur situation financière, les déclassements ont fortement diminué sur l'année. Aux États-Unis, les abaissements de notations sont, certes, restés plus nombreux que les rehaussements, mais leur part dans l'ensemble des décisions de Standard & Poor's est revenue de 82 % à 74 % entre 2002 et 2003. Au Japon, le nombre de relèvements de notations a été supérieur à celui des déclassements (48 % seulement) en 2003. Un peu en retard, l'Europe a néanmoins enregistré, elle aussi, une baisse des déclassements (à 83 %).

Le goût de plus en plus prononcé des investisseurs pour le risque - qui s'est manifesté sous forme d'une quête de rendement - a concouru, lui aussi, à une décreue des écarts de rendement. Le mouvement a été particulièrement marqué pour les obligations à haut risque, où les investisseurs ont fait monter les prix, alors même que les États et les entreprises intensifiaient leurs émissions. Les emprunteurs des économies émergentes ont collecté \$19 milliards en janvier 2004, leur record depuis juin 1997 (avant la crise financière en Asie). Une part étonnamment importante (35 %) a été obtenue par les émetteurs de note égale ou inférieure à B, dont le Brésil, la Turquie et le Venezuela (« Marché des titres de dette »), contre 20 % en 2003 et 10 % seulement en 2002.

...et à un goût de plus en plus grand pour le risque

Autre signe de la propension des investisseurs à faire abstraction des risques dans leur quête de rendement : les rachats d'entreprises financés par l'emprunt se sont accrus après des années d'apathie (« Crédits consortiaux internationaux au quatrième trimestre 2003 »). Si la vague de la fin des années 80 avait contribué à alourdir la dette des entreprises, cela n'a pas forcément été le cas cette fois, plusieurs opérations, parmi les principales,

ayant eu pour but de céder des filiales afin de renforcer la situation financière du groupe (vente par Fiat de son pôle aérospatial, notamment).

L'obligataire reste indifférent à Parmalat...

Cette bonne orientation de l'obligataire a contribué en grande partie à limiter l'effet de contagion des nouvelles révélations d'agissements coupables - notamment concernant le groupe agroalimentaire italien Parmalat, en décembre. Selon les estimations, celui-ci aurait sous-évalué son endettement net de €12 milliards, soit davantage encore que Enron ou WorldCom. Sous l'effet de l'effondrement du géant italien, le rétrécissement des marges de crédit de la zone euro a cessé momentanément ; en fait, ce rétrécissement, interrompu presque exclusivement par l'évolution des marges de Parmalat, s'est ensuite renforcé dès le retrait du groupe de l'indice, fin décembre (graphique 1.3). La prime de risque du contrat sur défaut de plusieurs des principaux créanciers de Parmalat, banques italiennes essentiellement, a augmenté à mesure du déroulement de l'affaire, mais pas de façon notable.

...mais est perturbé par la perspective d'une hausse des taux d'intérêt

Les conditions de financement se sont détériorées, fin janvier, pour les titres à haut rendement, du fait de la perception d'un infléchissement de l'engagement de la Réserve fédérale à maintenir son taux directeur, qui pourrait annoncer la fin de cette longue phase de redressement de l'obligataire. Dans les jours qui ont suivi la réunion de politique monétaire du 28 janvier, les primes de risque sur obligations d'entreprises à haut rendement et sur dette des économies émergentes se sont tendues de quelque 35 points de base (près de 100 pour la dette souveraine en dollars du Brésil). Le marché à haut rendement s'est rapidement stabilisé, mais l'épisode illustre l'importance du bas niveau des taux d'intérêt pour l'obligataire.

Les rendements reflètent une moindre assurance sur la reprise

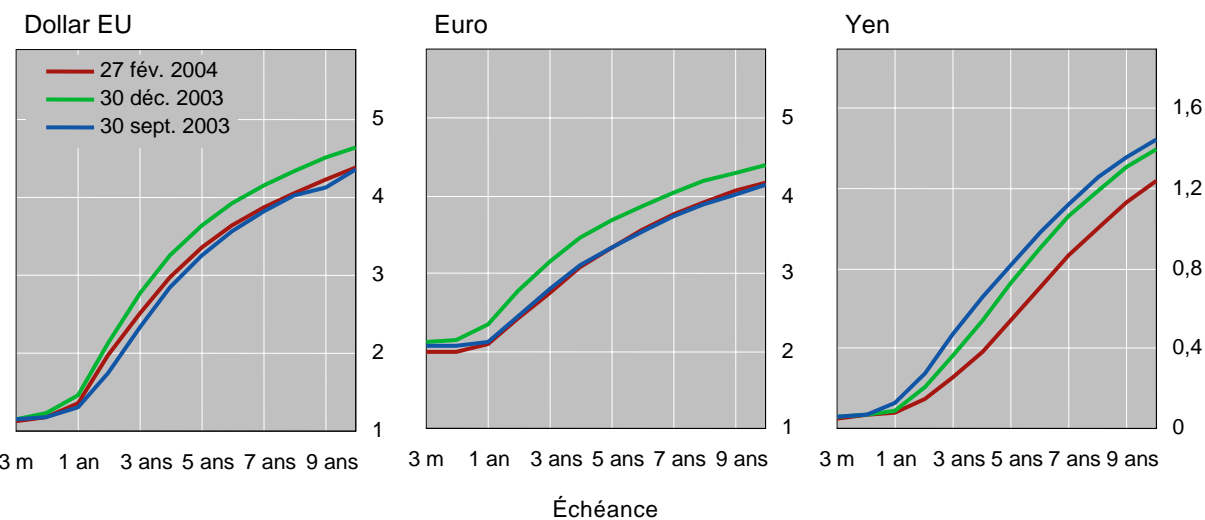
Les rendements américains fléchissent en raison de l'atonie du marché du travail et de la sagesse des prix...

Malgré l'amélioration des perspectives économiques et les plus-values ainsi réalisées sur les autres marchés, les rendements des titres d'État ont sensiblement fléchi début 2004 au sein du G 3. La baisse la plus marquée a été observée dans le segment du dollar : le 14 janvier, et pour la première fois depuis début octobre, le rendement du Trésor EU 10 ans est passé au-dessous de 4 %. La cause principale en a été le rapport de décembre sur l'emploi, publié le 9 janvier, très décevant. Des signes de sagesse des prix à la production ont également contribué à maintenir les rendements à un bas niveau, de même que divers propos de responsables de la Réserve fédérale, début janvier, indiquant que celle-ci ne relèverait pas ses taux avant l'apparition de risques d'inflation, jugée alors peu probable.

D'autres grands marchés ont connu une détente moins prononcée, mais généralement parallèle à celle du segment du dollar (graphique 1.5). Dans la zone euro, les rendements ont diminué en décembre et début janvier, malgré une amélioration des indicateurs macroéconomiques (graphique 1.6), apparemment sous l'effet de l'appréciation de la monnaie, que de nombreux intervenants ont semblé associer à une dégradation des perspectives de croissance. Au Japon, ils ont fléchi jusqu'à fin février en raison de la déflation persistante signalée par les indicateurs, malgré la surprenante vigueur de la

Courbes des rendements sur contrats d'échange

En %



Échéances 3, 6 et 12 mois sur dollar EU et yen : Libor ; échéances 3 et 6 mois sur euro : taux des dépôts.

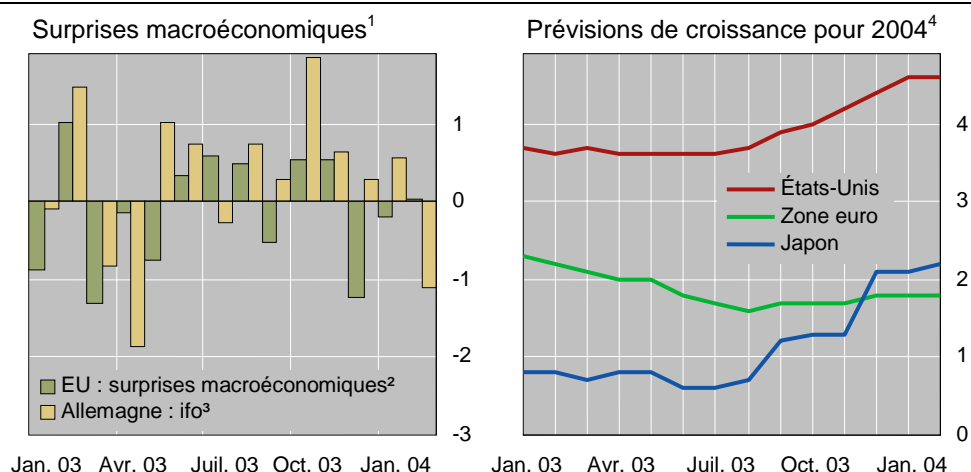
Source : Bloomberg.

Graphique 1.5

reprise. Dans le même temps, le recul de la volatilité implicite sur titres d'État nippons laissait penser que le climat d'incertitude accrue qui avait accompagné la nette baisse de l'obligataire mi-2003 s'était largement estompé (graphique 1.7).

Plusieurs facteurs qui avaient contribué au maintien du bas niveau des rendements dans le segment du dollar se sont atténués fin janvier. Les

Données macroéconomiques et prévisions de croissance

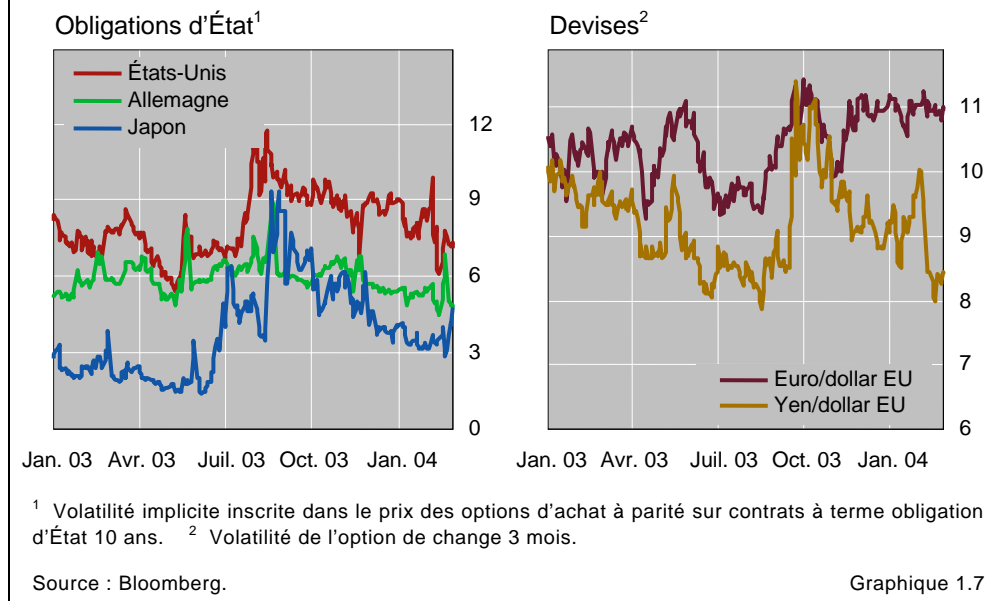


¹ Différence normalisée entre prévisions consensuelles et chiffres effectifs ; observations reportées sur le mois de publication des chiffres. ² Moyenne pondérée des surprises normalisées pour les indicateurs suivants : enquête ISM, emplois non agricoles, ventes de détail, prix à la production et prix à la consommation. ³ Indicateur du climat des affaires, calculé par l'Institut für Wirtschaftsforschung à partir d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise. ⁴ Variation sur 12 mois, en % (prévisions diffusées chaque mois par Consensus Economics) ; observations reportées sur la fin du mois au cours duquel la prévision a été effectuée.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.6

Volatilité implicite



...mais remontent momentanément après une réunion de politique monétaire de la Fed

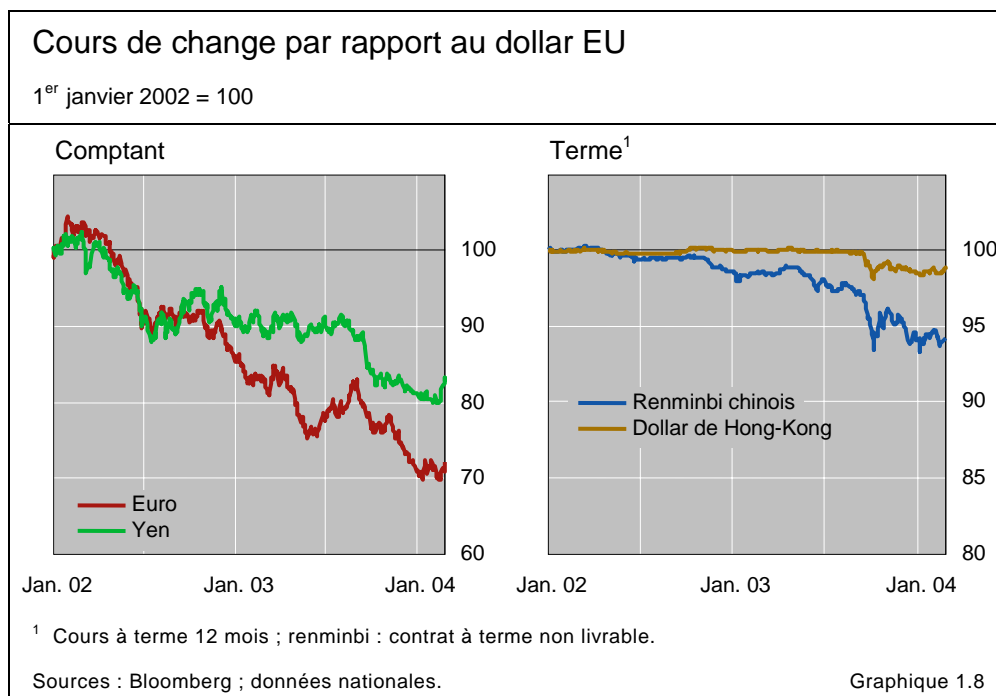
opérateurs sont apparus plus sensibles à la dégradation des finances publiques aux États-Unis quand, le 23 janvier, les rendements ont augmenté de près de 10 points de base à l'annonce que le Trésor EU envisageait de lancer une obligation à 20 ans indexée sur l'inflation. Surtout, la nouvelle formulation utilisée par la Réserve fédérale qui, dans sa déclaration du 28 janvier, n'évoquait plus « une période considérable » pour le maintien de sa politique accommodante, mais parlait de « patience », a amené momentanément la plupart des intervenants à s'attendre à un resserrement de la politique monétaire plus rapide en 2004. La publication, le 6 février, de chiffres de l'emploi moins bons qu'attendu a toutefois stoppé net toute hausse soutenue des rendements, en rappelant que le marché du travail des États-Unis ne participait pas encore pleinement à la reprise.

Malgré le bas niveau des rendements nominaux en dollars à moyen et long terme, la pente de la courbe est restée accentuée par rapport à sa moyenne historique. Ainsi, début 2004, l'écart 10 ans-3 mois est demeuré supérieur à 300 points de base, plus de deux fois la moyenne enregistrée depuis janvier 1990. Cette pente est largement attribuable aux anticipations d'un changement de politique monétaire au-delà du court terme ainsi qu'à une hausse de la prime de risque due aux incertitudes quant à la nouvelle orientation. De fait, contrairement aux titres d'État japonais, la volatilité implicite sur valeur du Trésor EU 10 ans a persisté à un niveau relativement élevé (graphique 1.7).

Nouvelles préoccupations concernant l'appréciation de l'euro

La vigueur de l'euro vient au premier rang des préoccupations...

La volatilité a été exceptionnelle sur les changes au commencement de l'année, surtout dans le segment de l'euro. La nette appréciation de la monnaie unique vis-à-vis du dollar à partir de novembre s'est accélérée début janvier,



contribuant à une hausse du négoce des dérivés sur devises (« Marchés dérivés »). Les propos du Président de la BCE, le 12 janvier, sur les mouvements « brutaux » de l'euro ont indiqué que les hautes sphères financières européennes étaient préoccupées et ont contribué à stopper momentanément sa rapide ascension (graphique 1.8). Néanmoins, la volatilité implicite de la paire euro/dollar est restée élevée, dénotant des interrogations croissantes sur la capacité de l'euro à continuer de supporter seul l'ajustement du déséquilibre extérieur américain (graphique 1.7).

Pour maintes économies d'Asie, les tensions sur le cours de la monnaie par rapport au dollar sont restées un sujet de préoccupation. Début 2004, les autorités financières ont continué à accumuler des réserves en dollars, conséquence de leurs interventions sur les changes. De nombreux analystes ont également vu dans cette stratégie un facteur technique pesant sur les rendements en dollars, même si le sens et l'ampleur de la causalité sont loin d'apparaître clairement (encadré suivant). S'agissant du Japon, le volume des interventions s'est encore accru après 2003, avec un record de ¥7 000 milliards sur le seul mois de janvier. Une hausse inattendue, par la Banque du Japon, de sa fourchette-objectif pour les dépôts sur compte courant, le 20 janvier, a été interprétée comme un soutien à l'engagement du gouvernement de freiner l'appréciation du yen. Tandis que la Chine continuait d'accumuler des réserves (plus de \$10 milliards par mois) pour maintenir l'ancrage du renminbi, l'éventualité d'une réévaluation a été davantage envisagée par les intervenants, ainsi que le montrent les cours à terme (graphique 1.8). En Corée, les autorités ont agi pour limiter le négoce extraterritorial sur dérivés, qui, selon elles, contribue aux tensions sur le won.

...tandis que les interventions de soutien au dollar continuent en Asie

Rendements du Trésor EU et avoirs officiels étrangers en obligations américaines

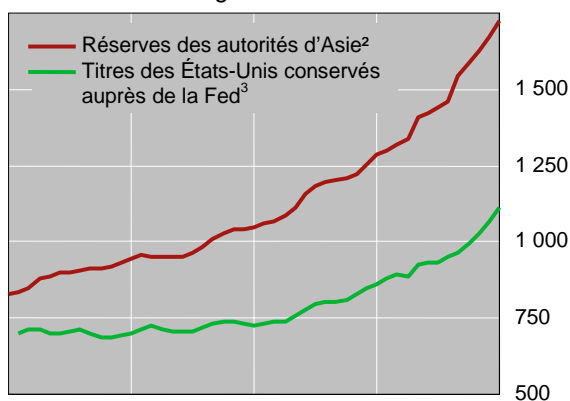
Robert McCauley et Guorong Jiang

En freinant l'appréciation de leur monnaie, les banques centrales d'Asie ont accumulé récemment des réserves de change substantielles. Une bonne partie des réserves sont détenues en dollars EU et beaucoup de banques centrales investissent une grande proportion de leurs avoirs dans cette monnaie en titres gouvernementaux des États-Unis (Trésor et agences fédérales). Même si toutes n'utilisent pas la Réserve fédérale comme conservateur pour leurs titres, c'est le rapport hebdomadaire de la Fed (variation des titres négociables conservés pour le compte d'agents officiels étrangers et internationaux - publication H.4.1) qui sert aux analystes à identifier ces portefeuilles. Il en ressort que les titres gouvernementaux conservés par la Fed se sont mis à augmenter plus vite lorsque le dollar a commencé à se déprécier début 2002 (graphique ci-après).

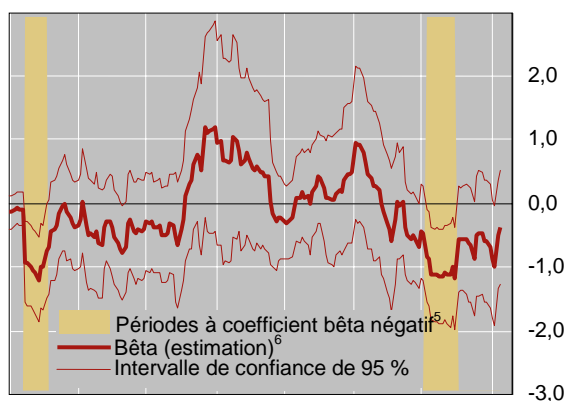
Ces flux ont amené les intervenants à s'interroger sur leur incidence et leur caractère soutenable. Beaucoup d'analystes ont acquis la conviction qu'ils maintiennent les taux longs aux États-Unis à de bas niveaux et s'inquiètent des turbulences qui pourraient affecter l'obligataire s'ils s'interrompaient ou même s'inversaient en Asie ; les placements officiels sur les marchés américains à revenu fixe pourraient influencer sur les rendements des titres à long terme, car les acquisitions officielles de titres gouvernementaux se concentrent aujourd'hui davantage sur ce compartiment que sur les bons du Trésor plus traditionnels^①. D'autres minimisent toutefois l'incidence des achats des banques centrales d'Asie, soulignant que les taux d'intérêt aux États-Unis sont plutôt déterminés par des facteurs plus fondamentaux ainsi que par les entrées privées. Pour clarifier cette controverse, les considérations qui suivent vont au-delà des implications souvent indirectes fondées sur des déviations des rendements justifiés ou des écarts de rendement entre contrats d'échange et titres du Trésor. Elles s'appuient plutôt sur une analyse de régression pour examiner l'hypothèse d'une relation négative entre placements des banques centrales en obligations américaines et rendements correspondants et elles envisagent d'autres explications pour les résultats observés.

Avoirs officiels étrangers en obligations des États-Unis

Réserves de change¹



Incidence sur les rendements du Trésor EU⁴



¹ En milliards de dollars EU. ² Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Japon, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ³ Titres gouvernementaux (Trésor et agences) détenus pour le compte d'institutions officielles étrangères, banques centrales d'Asie notamment. ⁴ Estimation, obtenue à partir d'une régression mobile sur 26 semaines, de la variation hebdomadaire du rendement du Trésor EU 10 ans sur la variation des avoirs conservés pour des agents officiels étrangers ; en points de base par variation de \$1 milliard des avoirs officiels étrangers en conservation. ⁵ Période au cours de laquelle le coefficient bêta de la régression bivariable est significatif au niveau de 95 %. ⁶ Coefficient de la variation des avoirs en conservation.

Sources : Réserve fédérale américaine ; Fonds monétaire international ; Bloomberg ; calculs BRI.

^① Les statistiques du Trésor EU sur les capitaux internationaux montrent qu'en 2002-03 les autorités officielles ont acquis trois fois plus de titres gouvernementaux à coupon que de bons du Trésor, proportions que l'on retrouve dans l'enquête de référence de 2000 mentionnée par Robert McCauley et Ben Fung : « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2003, pp. 39-46.

Certains éléments peuvent faire penser au départ à une telle relation négative, mais ils sont fragiles et résistent mal à un examen plus poussé. Une régression simple des variations hebdomadaires du rendement du Trésor 10 ans sur la variation hebdomadaire des avoirs en conservation suggère l'existence d'une relation statistiquement significative, mais seulement sur une courte période bien précise l'an passé, en dépit de l'accumulation persistante de réserves par les banques centrales d'Asie. En outre, une modification de la méthodologie montre que ces résultats ne sont pas très probants.

L'évolution du rendement est mesurée par sa variation hebdomadaire par rapport à la valeur de clôture du mardi, pour correspondre aux données de conservation (variation hebdomadaire jusqu'au mercredi), en tenant compte du délai de règlement d'un jour. Cette façon de définir la relation part du principe que les flux d'achats eux-mêmes affectent les rendements ; des tests spécifiques ne révèlent pas d'incidence de l'annonce (jeudi) des avoirs en conservation. Chaque coefficient (bêta) est évalué à partir d'une régression (mobile) sur une période de 26 semaines. La relation estimée n'atteint des niveaux standards de signification statistique que de mi-juillet à fin septembre l'an dernier et sur une période encore plus courte en 2000, de mi-août à mi-octobre. Certes, en apparence, les estimations suggéreraient que l'impact des achats des banques centrales à ce moment-là était économiquement notable. Une entrée de \$1 milliard était associée à une baisse d'environ 1 point de base du rendement à 10 ans, pour une entrée hebdomadaire moyenne de quelque \$2,3 milliards. Des résultats très voisins sont obtenus si l'on considère le rendement à 5 ans, peut-être plus représentatif des transactions officielles. Ces conclusions sembleraient corroborer la perception par le marché de l'importance des entrées des banques centrales asiatiques pour les rendements. Il faut toutefois dépasser cette apparence. Un élargissement à 52 semaines de la fenêtre de régression produit des estimations moins fiables.

D'une manière plus fondamentale, un troisième facteur peut conditionner à la fois les résultats du marché obligataire et les placements des banques centrales. En particulier, la maîtrise surprenante de l'inflation aux États-Unis, la faible croissance de l'emploi ou l'affirmation de la patience de la Réserve fédérale dans l'orientation de sa politique pourraient entraîner un bas niveau des taux courts et des rendements obligataires, un repli du dollar, des interventions des banques centrales asiatiques et, partant, un important volume d'entrées officielles. En fait, l'inclusion dans l'analyse de régression de la variation du Libor 6 mois à horizon de six mois comme indicateur des anticipations des taux à court terme fait revenir le coefficient estimé de 1 point de base environ, pour une entrée de \$1 milliard, à quelque 0,7 point de base durant la période où une relation significative était observée. Même le sens de la causalité n'apparaît pas clairement. Les données indiquent une relation plus étroite entre la variation des rendements pendant la semaine s et celle des avoirs en conservation pendant la semaine $s+1$ qu'entre les variations simultanées de ces deux grandeurs. On pourrait donc penser que les réactions des autorités aux effets de change résultant d'un tassement des rendements obligataires aux États-Unis sont plus déterminantes que l'incidence des marchés obligataires sur les placements officiels.

Les analyses effectuées à ce jour n'ont certainement pas réglé définitivement la question du rôle des achats d'obligations américaines par les banques centrales étrangères dans les marchés à revenu fixe aux États-Unis. Si l'importance qu'on leur attribue s'est accréditée à force de répétition, il n'est pas si facile d'en trouver une démonstration probante.