

1. Vue d'ensemble : la perspective d'une hausse des taux perturbe les marchés

La perspective d'un relèvement des taux directeurs américains, plus tôt que prévu, a déclenché un vaste mouvement de repli sur les marchés financiers, en avril et début mai. Partout, les marchés ont fortement réagi à quelques annonces macroéconomiques, ce qui a entraîné des pertes sur les obligations d'État, la dette des économies émergentes et les actions.

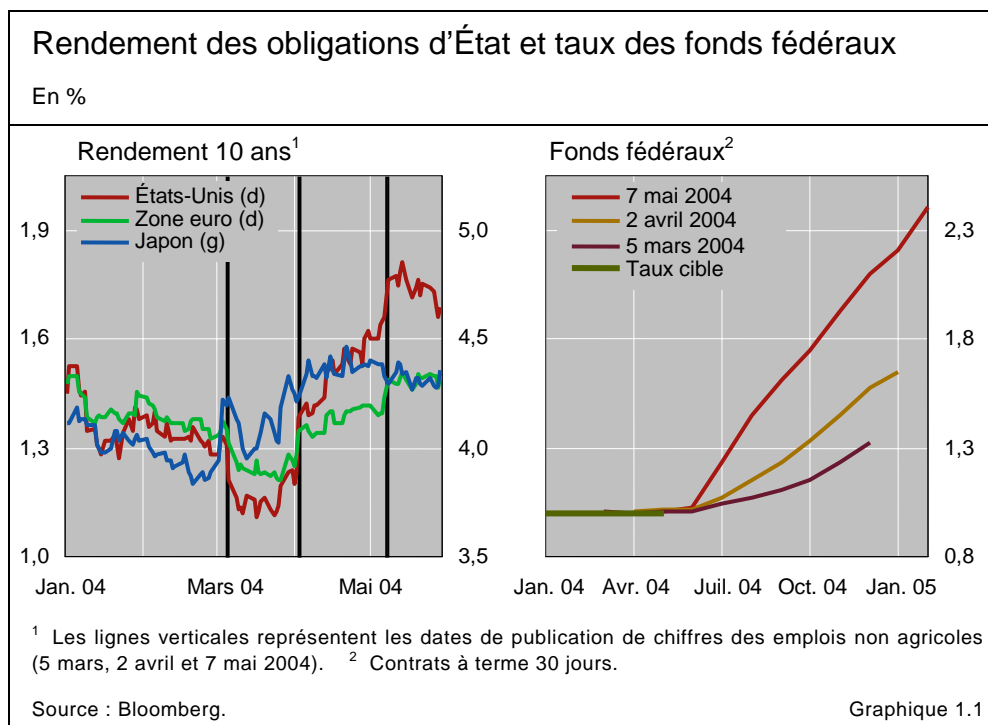
Si la plupart des marchés ont chuté, certains ont été plus affectés que d'autres, ce qui a provoqué un découplage entre segments jusque-là fortement corrélés : la hausse des rendements a été plus marquée pour le dollar EU, surtout par rapport à l'euro. Les obligations des économies émergentes ont été beaucoup plus touchées que celles des entreprises à haut risque, en partie du fait qu'elles s'appuyaient plus largement sur des financements à faible coût mais non couverts (*carry trade*). Pour les actions, le repli a été plus prononcé en Asie, où s'ajoutait la crainte d'un ralentissement économique en Chine.

L'ampleur des désengagements n'a cependant pas déstabilisé les marchés. Il n'y a guère eu de signes de problèmes financiers immédiats pour les émetteurs ou les investisseurs, ce qui n'exclut pas des difficultés dans les mois à venir pour les plus exposés à une hausse des taux d'intérêt.

Les rendements EU intègrent déjà le resserrement monétaire

Augmentation des rendements EU en prévision d'un resserrement monétaire

De début mars jusqu'à mai, la hausse des rendements obligataires a été générale dans les grandes économies, mais plus particulièrement marquée aux États-Unis. De mi-mars à mi-mai, le rendement des valeurs du Trésor EU 10 ans a grimpé de plus de 100 points de base, franchissant le niveau de 4,80 %, inégalé depuis mi-2002. Le mouvement a été légèrement plus prononcé à moyen terme, reflétant une évolution des anticipations concernant la date et l'ampleur attendues du resserrement monétaire. Les statistiques dont la publication, le 2 avril et le 7 mai, a précipité ce revirement concernaient le chômage et faisaient apparaître une augmentation des emplois non agricoles supérieure aux attentes, ce qui a accru les rendements obligataires de plus de 20 points de base en une journée (graphique 1.1). Les signes d'une consommation forte aux États-Unis ont également pesé, de même que la déclaration du Comité fédéral de l'open market de la Réserve fédérale, à



l'issue de sa réunion du 4 mai, qui a été perçue comme pouvant signifier un relèvement plus proche des taux. Dès fin mai, les courbes à terme hors primes d'échéance traduisaient des anticipations de durcissement pour juin, avec un taux directeur supérieur de 250 points de base sur les deux années à venir.

À certains égards, le récent repli des marchés obligataires est à rapprocher du renversement de l'été 2003. Dans les deux cas, les rendements des valeurs du Trésor à long terme ont augmenté de plus de 100 points de base en moins de deux mois ; et les investisseurs ont cherché à compenser l'allongement de duration des titres adossés à des hypothèques (TAH) en vendant d'autres titres à long terme à revenu fixe, ce qui a amplifié la hausse des rendements des bons du Trésor EU.

Cependant, plusieurs points importants distinguent ces deux épisodes. En premier lieu, la poussée récente des rendements EU traduit, pour l'essentiel, des conditions macroéconomiques positives, sur l'emploi en particulier (graphique 1.2). Étant donné les indications claires de la Réserve fédérale sur le fait qu'elle subordonnerait l'augmentation de ses taux à une amélioration sensible du marché du travail, les statistiques allant dans ce sens ont rapidement nourri des anticipations de resserrement monétaire. Durant l'été 2003, par contre, le renversement s'appuyait plus sur l'éventualité d'un recours à des mesures monétaires non conventionnelles (achats massifs sur l'obligataire, par exemple) pour parer au risque de déflation.

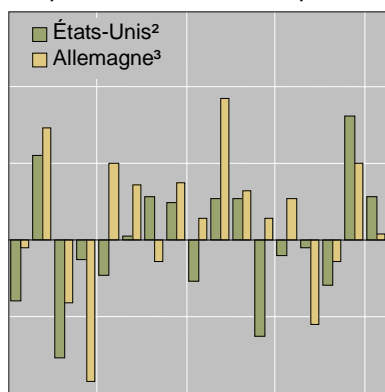
La seconde différence tient au fait que la couverture des TAH semble avoir moins d'incidence aujourd'hui qu'auparavant. Ainsi, sur le marché des swaps, où l'effet des remboursements anticipés est le plus fort, les marges ont augmenté d'une dizaine de points de base, fin avril ; mais ce phénomène a été bien plus limité et graduel que lors de l'été précédent (graphique 1.3), lorsque

Un repli sur l'obligataire analogue à celui de 2003...

... mais plutôt attribuable à des statistiques favorables sur l'emploi

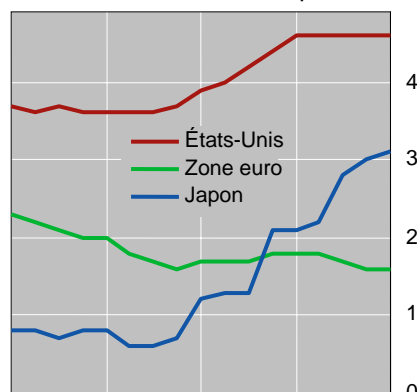
Données macroéconomiques et prévisions de croissance

Surprises macroéconomiques¹



Jan. 03 Mai 03 Sept. 03 Jan. 04 Mai 04

Prévisions de croissance pour 2004⁴



Jan. 03 Mai 03 Sept. 03 Jan. 04 Mai 04

¹ Données normalisées (mesurées par la différence entre chiffres effectifs et prévisions consensuelles). Les observations sont représentées au mois de publication des chiffres effectifs.

² Moyenne pondérée des surprises normalisées concernant les indicateurs suivants : enquête ISM, emplois non agricoles, ventes de détail, prix à la production et prix à la consommation.

³ Indicateur de climat des affaires (ifo), calculé par l'Institut für Wirtschaftsforschung à partir d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise. ⁴ Variation sur l'année précédente, en % ; prévisions diffusées chaque mois par Consensus Economics. Les observations sont représentées à la fin du mois au cours duquel la prévision a été effectuée.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.2

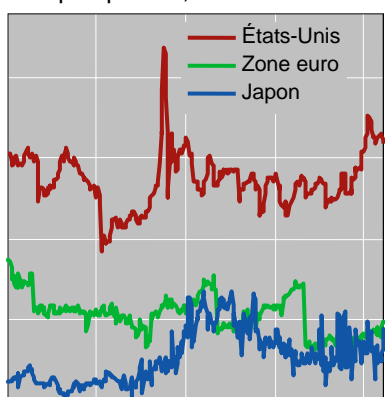
la détérioration de la liquidité sur les marchés des swaps avait provoqué des ventes de TAH et de titres des agences paragonnementales ; aucun dérèglement des conditions du marché n'est apparu dans la période plus récente.

Troisième distinction : l'ampleur des dégagements a été moindre qu'à l'été 2003 sur les grands marchés obligataires hors des États-Unis. Dans la zone euro, la hausse a été inférieure de moitié pour le rendement *Bund*

La baisse de l'obligataire est bien moins prononcée dans la zone euro...

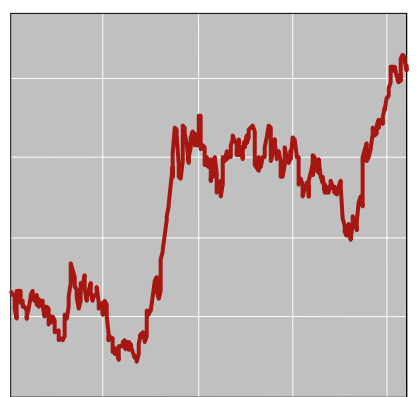
Swaps et hypothèques

Swaps : primes, 5 ans¹



Jan. 03 Mai 03 Sept. 03 Jan. 04 Mai 04

TAH : durée²

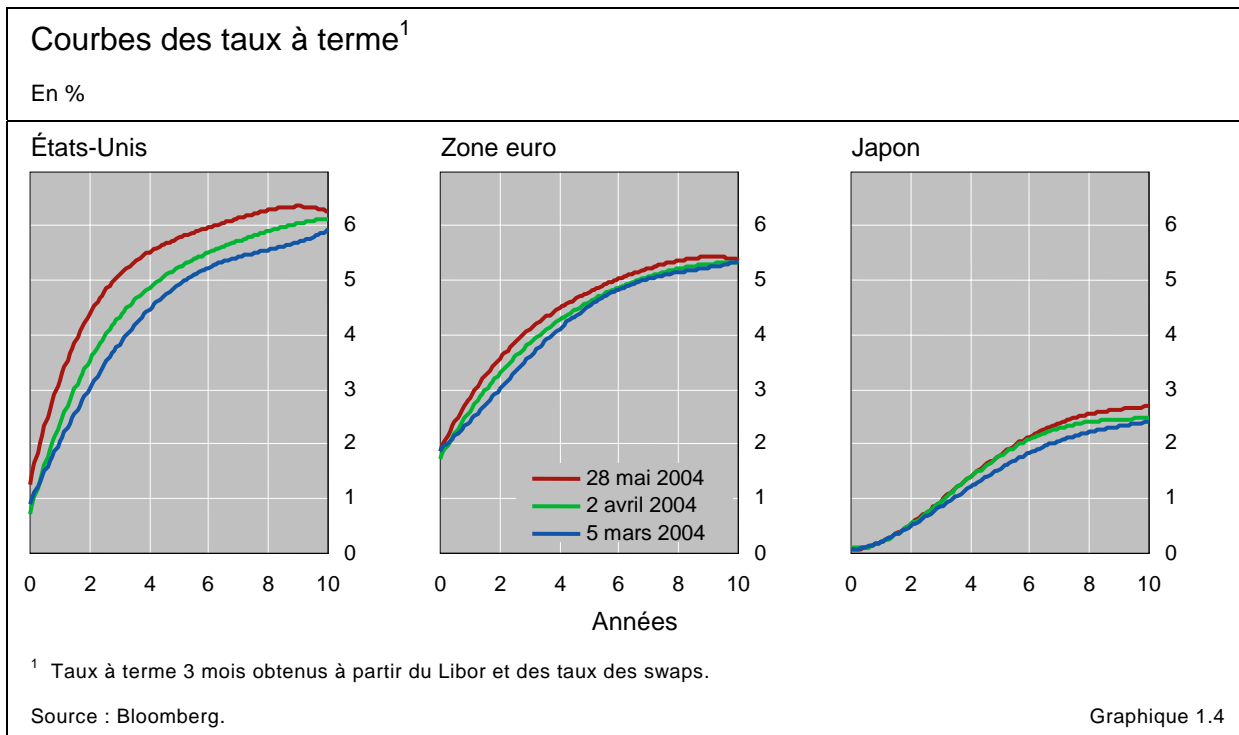


Jan. 03 Mai 03 Sept. 03 Jan. 04 Mai 04

¹ Par rapport aux rendements d'obligations d'État, en points de base. ² Durée modifiée ajustée sur indice Lehman Brothers des TAH à taux fixe.

Sources : Bloomberg ; Lehman Brothers.

Graphique 1.3



(graphique 1.4), en dépit de la déception du marché après la réduction des taux de la BCE, le 1^{er} avril. Il s'est non seulement produit un découplage des taux *Bund* et dollar, en valeur absolue, mais la corrélation exceptionnelle observée fin 2003 et début 2004 entre leurs évolutions hebdomadaires a considérablement diminué. Ce découplage traduit vraisemblablement une convergence de vues sur le fait que, comme en témoignent les révisions à la baisse des prévisions de croissance pour cette région (graphique 1.2), les fondamentaux n'étaient pas aussi favorables dans la zone euro.

De même, s'il est vrai qu'au Japon les rendements ont augmenté durant le trimestre considéré, cette hausse a été bien plus modeste que celle observée aux États-Unis. De fait, les corrélations déjà faibles des variations hebdomadaires des rendements obligataires avec les titres du Trésor américain et le *Bund* se sont encore amenuisées. En particulier, la chute des cours des actions nippones à partir de fin avril a poussé les investisseurs résidents vers les obligations d'État internes. Les craintes d'un ralentissement en Chine, pays qui, par ses importations, avait largement contribué à la croissance japonaise l'an dernier, ont également freiné la progression des rendements. Et, contrairement à leurs homologues américain et européen, les rendements nippons n'ont pas bougé dans le compartiment court (graphique 1.4), probablement sous l'effet de déclarations de la Banque du Japon faisant savoir que la probabilité d'un retour à l'inflation dans un proche avenir (et, par voie de conséquence, la fin de la stratégie d'assouplissement quantitatif) semblait faible.

...tandis que les rendements au Japon restent pratiquement inchangés dans le compartiment court

Des marchés des actions en baisse restent peu sensibles aux annonces de bénéfices

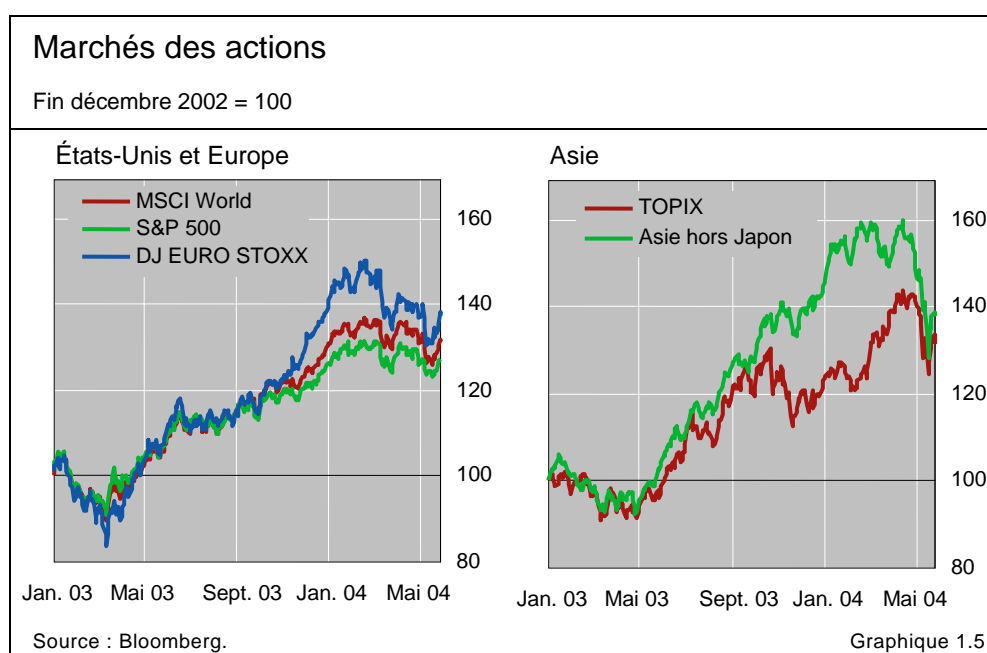
Baisse des actions malgré de bonnes nouvelles sur les bénéfices...

Bien que l'augmentation des rendements d'État ait surtout résulté d'un renforcement de l'économie américaine, les marchés des actions ont reculé dans l'ensemble des grandes économies (graphique 1.5), en dépit de bénéfices revus à la hausse (graphique 1.6). Ainsi, alors que plus de 70 % des entreprises du S&P 500 annonçaient des résultats supérieurs aux prévisions pour le premier trimestre et que l'indice de diffusion continuait de monter, le S&P 500 et le DJ EURO STOXX ont perdu 4 % et 3 % respectivement entre début mars et fin mai.

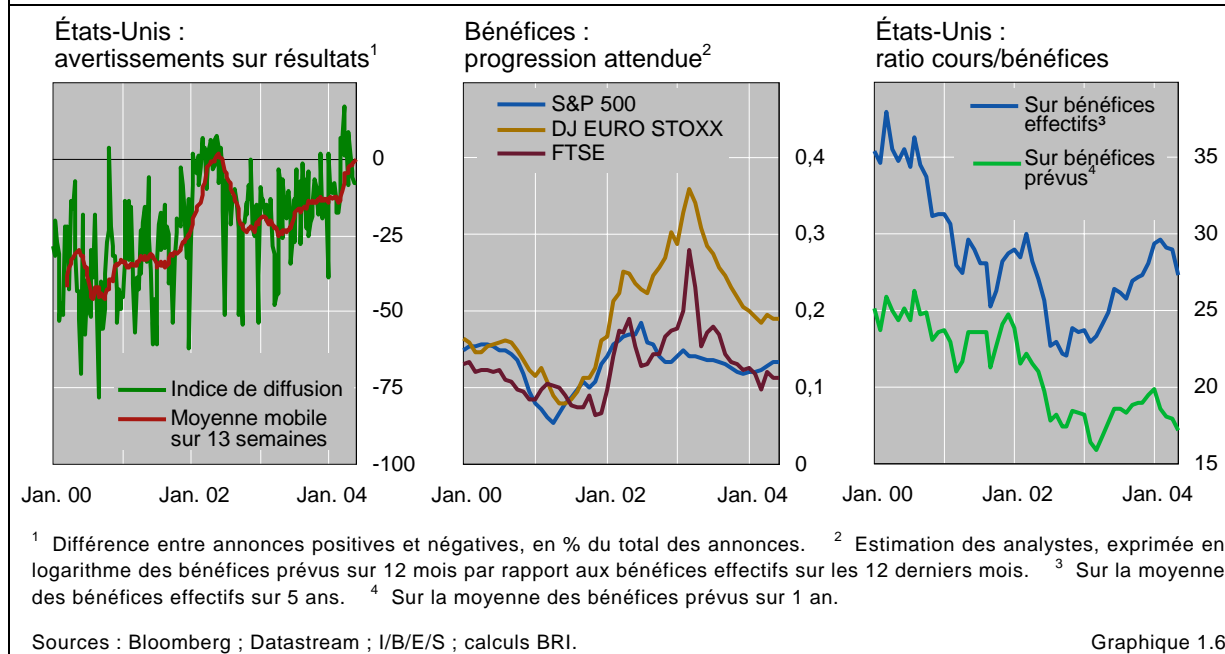
...due aux craintes d'une augmentation des taux...

En effet, les préoccupations croissantes au sujet d'un relèvement des taux directeurs ont fait passer au second plan les bonnes nouvelles sur les bénéfices, auxquelles les intervenants ne sont toutefois pas restés totalement indifférents. Les annonces positives de eBay et Qualcomm, le 21 avril, ont contribué à un redressement sensible des grands indices boursiers américains. Mais la révision des anticipations en matière de politique monétaire a nettement dominé. Ainsi, pendant la semaine du 19 au 23 avril, les indices boursiers sont restés inchangés après l'audition par le Congrès du Président du Conseil de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, dont les propos ont été interprétés comme suggérant une probabilité accrue de relèvement des taux.

Cette tendance, qui s'est souvent répétée au cours de la période, est particulièrement nette sur une base journalière. À titre d'exemple, les grands indices boursiers américains ont chuté le 13 avril, en dépit des annonces positives de Merrill Lynch et Johnson & Johnson : ce jour-là, les chiffres des ventes de détail, plus élevés que prévu, ont conduit les marchés à anticiper un resserrement plus proche. De même, les indices ont fortement reculé à la publication, le 7 mai, de chiffres de l'emploi meilleurs qu'anticipé, alors que, logiquement, cette confirmation d'une amélioration longtemps attendue du marché du travail pouvait faire espérer non seulement une élévation des



Bénéfices et valorisations

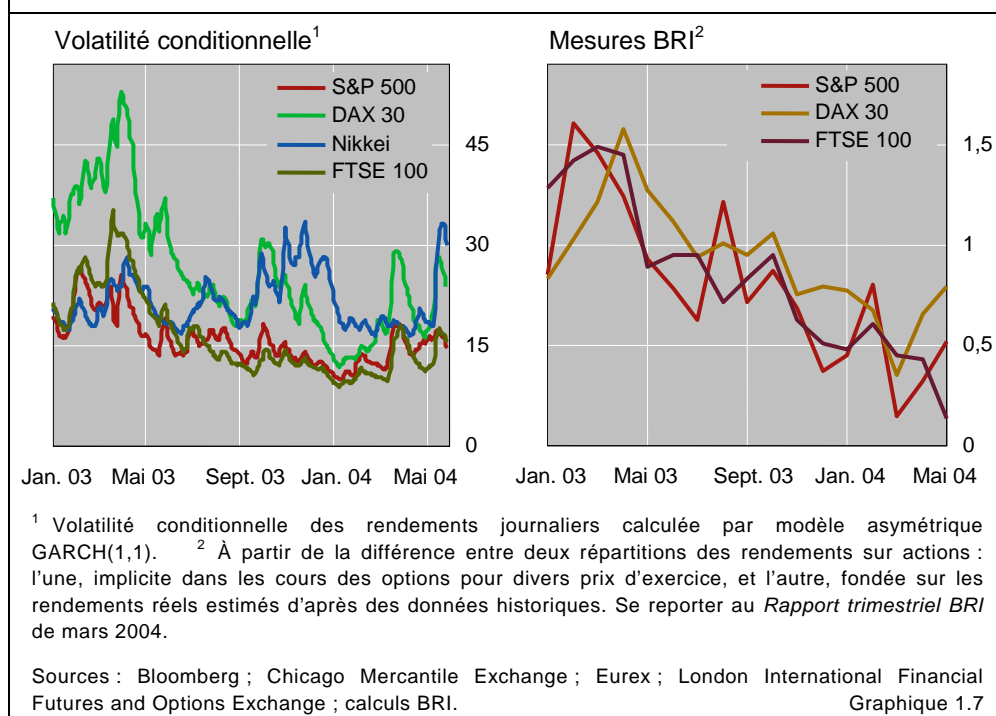


revenus des ménages, mais aussi un meilleur moral tout autant qu'une hausse des taux d'intérêt.

Un renversement partiel de la tendance longue à une tolérance accrue pour le risque sur les marchés boursiers semble également avoir pesé (graphique 1.7). Il a été particulièrement sensible en Europe continentale. En effet, après le net recul des cours des actions et la hausse soudaine de la

...et d'une aversion croissante pour le risque

Marchés des actions : volatilité et aversion à l'égard du risque



volatilité conditionnelle, consécutifs aux attentats du 11 mars à Madrid, l'indicateur BRI de l'aversion pour le risque concernant le DAX a fortement augmenté. Une mesure de marché comparable pour l'indice américain montre un même retournement en mars.

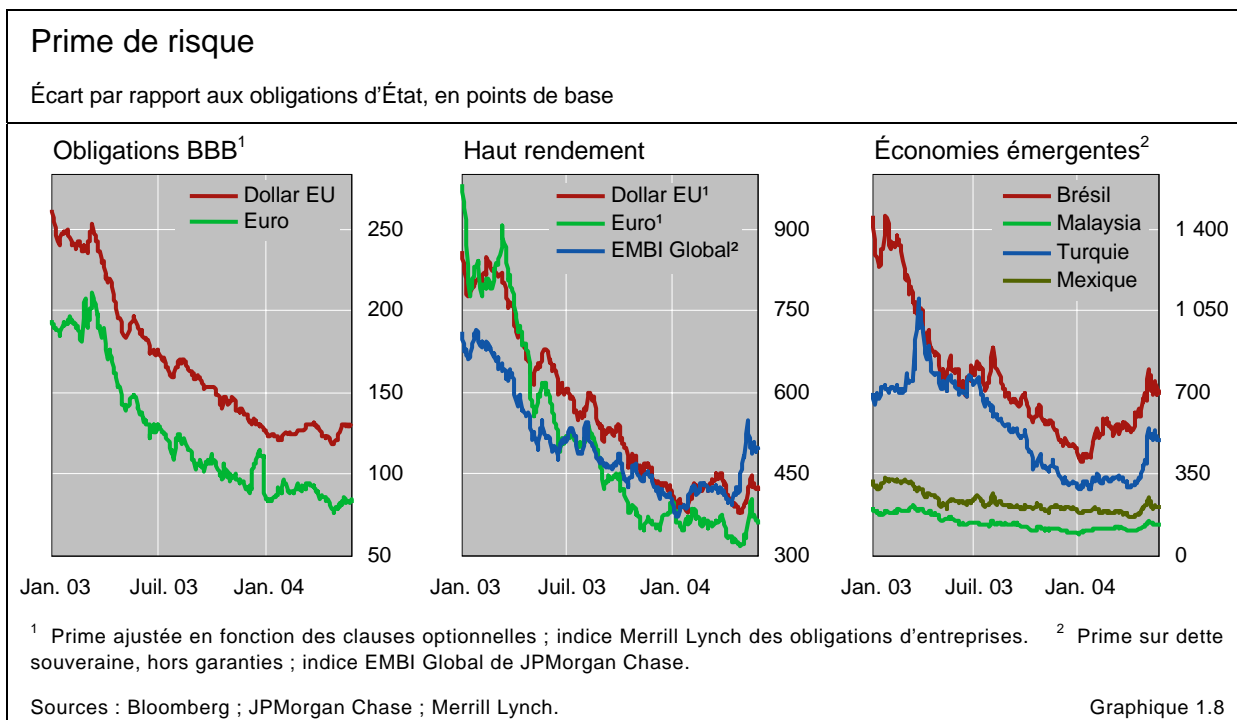
Le plus fort repli s'est produit en Asie

À partir de mi-avril, les dégagements sur actions ont été les plus marqués au Japon et en Asie hors Japon. Le TOPIX ainsi que les indices plus larges pour l'Asie ont perdu 6 % et 11 % respectivement. Le marché japonais a été particulièrement volatil en mai, avec les quatre plus fortes variations journalières depuis mars, notamment, le 10, la baisse la plus prononcée depuis les attentats du 11 septembre 2001. Il semble que la possibilité d'un ralentissement économique en Chine continentale, moteur essentiel de la croissance dans la région, ait joué un rôle, surtout après les mesures annoncées par le gouvernement chinois pour maîtriser l'expansion du crédit – tout comme la hausse des cours du pétrole et les signaux macroéconomiques, de plus en plus confus, concernant la reprise japonaise. C'est ainsi que l'annonce, le 13 mai, de commandes de machines-outils bien moins importantes que prévu a contribué à faire reculer de 2 % le Nikkei 225.

Le resserrement des primes de risque s'amointrit

La perspective d'une augmentation plus proche que prévu des taux directeurs américains a mis fin à la longue phase d'assouplissement des conditions de crédit. La baisse des primes sur obligations d'entreprises et des économies émergentes – manifeste depuis octobre 2002 – a perdu de sa vigueur début 2004, et, pour ce qui concerne les secondes, s'est même inversée fin avril.

Les primes sur obligations d'entreprises ont été négociées dans une fourchette relativement étroite au cours des cinq premiers mois de 2004, fluctuant entre 120 et 135 points de base dans le compartiment du dollar pour



les signatures triple B (graphique 1.8). Comme lors du précédent de l'été 2003, les dégagements sur obligations d'État, en avril et mai, n'ont eu qu'une incidence mineure sur les obligations d'entreprises : de fait, pendant une bonne partie du mois d'avril, les primes des titres d'entreprises, à faible ou haut risque, se sont contractées, alors même que les rendements d'État augmentaient et que les marchés des actions régressaient. C'est seulement fin avril qu'elles ont commencé de s'élargir pour se rapprocher, fin mai, de leur niveau de fin 2003, tout en restant à leur plus bas depuis août 1998.

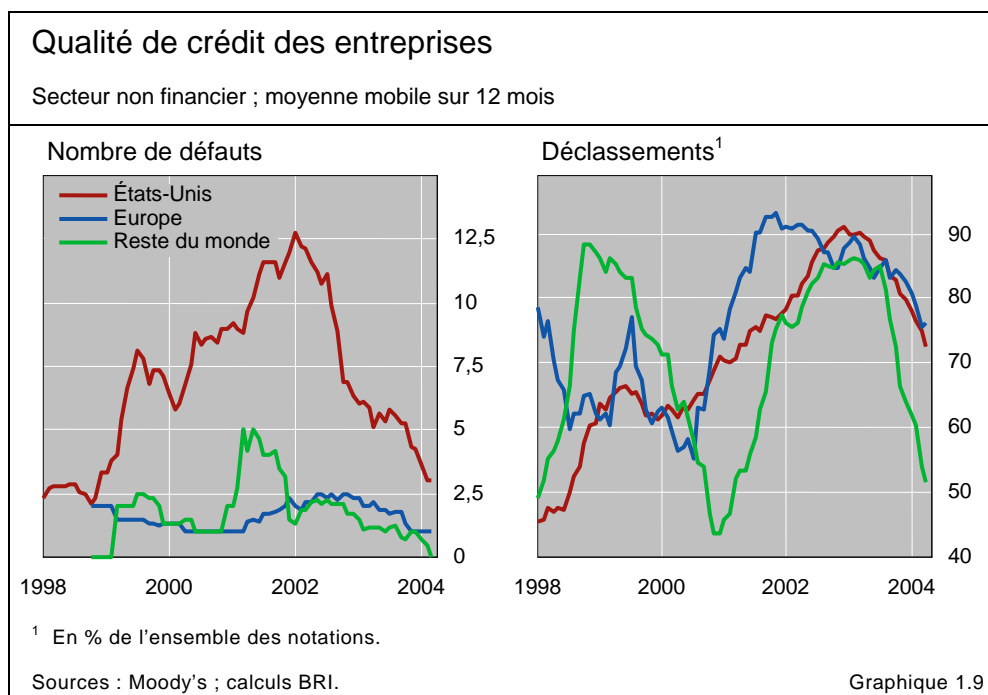
Les primes sur obligations d'entreprises se sont négociées dans une fourchette étroite

Un moindre goût du risque ou, plus précisément, une pause dans la quête de rendement, est responsable des tensions sur les primes de risque en avril et mai. Les investisseurs se sont détournés des actifs à haut risque pour se reporter sur les obligations d'État, à mesure qu'augmentaient les rendements des titres peu risqués. C'est ainsi que les fonds américains spécialisés dans les titres à haut risque et la dette des économies émergentes ont enregistré d'importantes sorties en avril, et surtout en mai.

Parallèlement, l'amélioration de la qualité de crédit a limité la hausse des primes sur les entreprises, la confiance dans la croissance américaine, et donc dans l'amélioration de la situation financière des sociétés, compensant l'incidence attendue du relèvement des taux d'intérêt. L'importante progression des bénéfices des entreprises, au premier trimestre 2004, conjuguée à une nouvelle baisse des défauts et déclassements, a renforcé cette confiance (graphique 1.9). L'expérience passée a également rassuré les investisseurs : les primes de risque sur obligations d'entreprises avaient eu tendance à se rétrécir au début des précédents cycles de resserrement monétaire.

Une meilleure qualité de crédit limite la hausse des primes sur les entreprises

Le faible niveau des émissions, début 2004, a renforcé la tendance. Aux États-Unis et dans la zone euro, les entreprises non financières ont, sur les quatre premiers mois, et malgré la diminution des coûts d'emprunt, levé 5 % de moins que durant la même période de 2003, baisse qui s'explique,



dans de nombreux cas, par l'amélioration de leurs bénéficiaires, ou par le fait que leurs besoins de financement avaient déjà été couverts en 2003. Certaines entreprises ont profité du redressement des actions pour procéder à une augmentation de capital ; c'est le cas de General Electric – l'un des plus gros émetteurs d'obligations en dollars et l'un des rares groupes notés triple A –, qui a émis en mars des actions pour la première fois depuis 1961, collectant \$3,8 milliards afin de réduire l'encours de sa dette. Fin avril, Google, société phare d'Internet, a annoncé son introduction en bourse, opération très attendue portant sur un montant de \$2,7 milliards (encadré).

Repli du marché de la dette des économies émergentes

Les primes des économies émergentes se découplent des primes des entreprises à haut risque...

Contrairement aux variations relativement modérées des primes sur obligations d'entreprises, les primes des économies émergentes ont enregistré un vif rebond en avril-mai. Cette hausse est d'ailleurs la plus forte depuis mi-2002, quand des incertitudes politiques dans plusieurs grandes économies, plus l'incidence de la révision des résultats de WorldCom, avaient fait grimper les primes. Fin mai 2004, celles-ci s'étaient élevées de 125 points de base par rapport à leurs minimums de janvier, annulant les gains de l'année passée. Cela étant, à quelque 500 points de base, elles étaient encore bien inférieures à leur moyenne de 1998-2003.

Le repli du marché s'est amorcé le 14 avril pour le Brésil, après une forte baisse des cours des actions américaines. Le 10 mai, les primes en dollars de la dette souveraine brésilienne ont atteint un sommet, à 800 points de base, doublant quasiment leur minimum de janvier, avant de revenir à environ 700 points de base en fin de mois. Les primes sur la dette turque se sont notablement élargies, elles aussi, surtout après la publication, le 7 mai, du rapport américain sur l'emploi. La hausse a même touché momentanément les emprunteurs souverains de qualité investissement (dont la Malaisie et le Mexique).

Curieusement, les primes des économies émergentes, qui avaient étroitement suivi celles des obligations d'entreprises à haut risque lors de la phase de contraction – en partie sous l'effet de la quête de rendement –, s'en sont dissociées. Elles ont commencé à s'élargir deux semaines plus tôt, et ce très nettement, ce qui montre qu'une moindre tolérance pour le risque n'a peut-être pas été le seul facteur.

...en raison de perspectives de croissance incertaines...

Les incertitudes pesant sur les perspectives des économies émergentes ont également joué un rôle. S'il est vraisemblable que la qualité de crédit des entreprises américaines et européennes continuera à s'améliorer même en cas de montée des taux d'intérêt, ce n'est sans doute pas le cas pour nombre d'économies émergentes. La perspective d'un renchérissement du pétrole et d'un ralentissement de la croissance en Chine a encore assombri l'horizon économique pour certaines. Celles qui affichent un important déficit budgétaire (Brésil et Turquie notamment) semblent particulièrement vulnérables à un report des capitaux vers les marchés plus développés. Au premier trimestre 2004, les emprunteurs des économies émergentes ont émis un gros volume

Google et le prix des actions dans les introductions en bourse

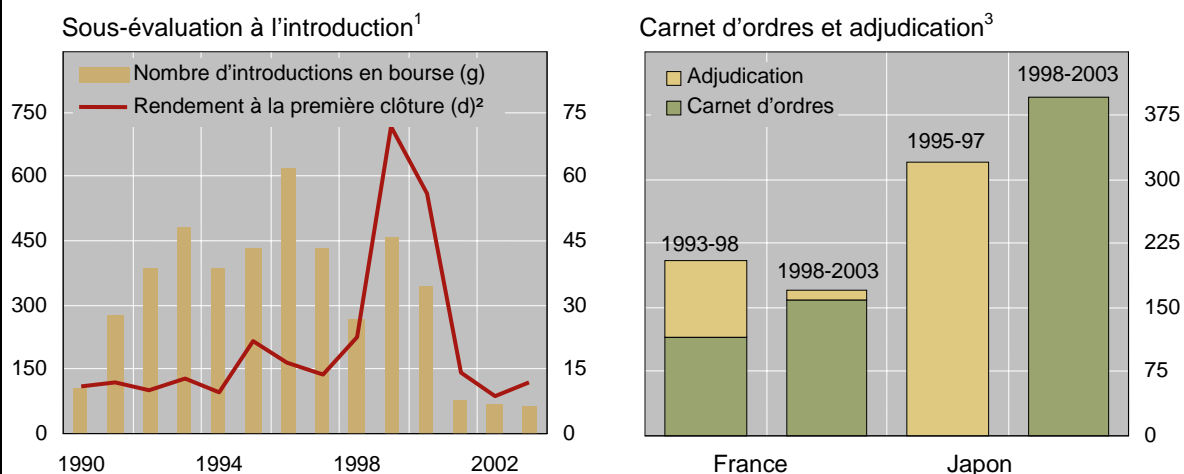
En annonçant son projet d'introduction en bourse, en avril, Google, société de services Internet, a suscité un grand intérêt. Son programme est en effet le plus spectaculaire depuis l'explosion de la bulle technologique de 2000 et la raréfaction des introductions qui s'ensuit aux États-Unis (graphique). Le montant prévu (\$2,7 milliards) est l'un des plus importants de ces dernières années. Plus remarquable encore est la technique utilisée. Google veut en effet recourir à une adjudication à prix uniforme par voie électronique, formule peu répandue, afin d'« assurer un processus juste ... ouvert à tous les investisseurs, petits et grands ». Les marchés s'interrogent sur la possibilité que ce type de procédure se généralise désormais.

La pratique la plus fréquente, et quasiment la seule aux États-Unis (qui viennent au premier rang mondial pour les introductions en bourse), est celle qui confie la découverte du prix et le placement des actions à un syndicat bancaire. Le chef de file, en consultation avec l'émetteur, détermine le prix en fonction des intentions d'achat des investisseurs constituant son « carnet d'ordres » (*book-building*). Cette technique est souvent critiquée pour sous-évaluer le prix, puisque la cotation de clôture de première séance lui est supérieure – de plus de 70 % en 1999, par exemple (graphique)^①. Cela signifie que les investisseurs du carnet d'ordres bénéficient d'importantes plus-values, au détriment de la société émettrice et des actionnaires historiques. La justice a d'ailleurs été souvent saisie de tels cas ces dernières années.

La plupart des modèles théoriques de la procédure du carnet d'ordres partent de l'hypothèse d'une grande dispersion de l'information privée concernant la valeur des sociétés entrant en bourse ; la sous-évaluation et le placement discrétionnaire de leurs actions correspondraient donc à la rémunération des investisseurs qui ont mesuré et fait connaître cette information de nature privée. Dans le cadre des procédures d'adjudication (majoritairement utilisées en Israël et à Taiwan (Chine), par exemple), tous les investisseurs peuvent participer, et des études empiriques montrent qu'elles aboutissent à une moindre sous-évaluation.

Google a choisi une adjudication à prix uniforme (dans laquelle tous les investisseurs paient le prix qui couvre l'offre), plutôt que celle au prix demandé (chaque investisseur servi payant le prix

Introductions en bourse



¹ États-Unis ; données citées par J. Ritter, *Some factoids about the 2003 IPO market*, University of Florida, janvier 2004.

² Moyenne équipondérée de l'évolution, en %, entre le cours à la première clôture et le prix de l'offre. ³ Sources : F. Degeorge, F. Derrien et K. Womack, *Quid pro quo in IPOs : why book-building is dominating auctions*, RICAFE Working paper, avril 2004 ; F. Kerins, K. Kutsuna et R. Smith, *Why are IPOs underpriced ? Evidence from Japan hybrid auction-method offerings*, SSRN Working Paper Series, septembre 2003 ; Japan Securities Dealers Association.

① La technique à prix ferme (sans collecte d'information préalable auprès des investisseurs) aboutit à une sous-évaluation encore plus grande (T. Loughran, J. Ritter et K. Rydqvist, « Initial public offerings : international insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, juin 1994).

qu'il a soumissionné)[®] ; si cette seconde formule semble plus avantageuse pour l'émetteur, elle place les investisseurs dans l'obligation de s'acquitter du prix qu'ils ont proposé, qui est forcément supérieur au minimum pour certains. L'adjudication au prix marginal supprime cette inégalité, mais elle encourage les enchères à des prix plus bas. La théorie et les études empiriques montrent qu'un émetteur obtient davantage dans le cadre d'une adjudication à prix uniforme.

Malgré leurs avantages apparents, les adjudications (sous toutes leurs formes) ne sont plus guère utilisées pour les introductions en bourse aux États-Unis et perdent du terrain sur d'autres grandes places. En France, par exemple, elles venaient pratiquement à égalité avec la technique du carnet d'ordres dans les années 90, mais sont devenues très minoritaires (graphique). Au Japon, une procédure hybride (avec une première phase d'enchères), qui était la norme à la fin des années 90, est abandonnée, maintenant que le carnet d'ordres est autorisé. On pourrait en conclure que la maximisation du profit n'est sans doute pas la considération première des émetteurs.

[®] Aux États-Unis, la SEC exige que toutes les actions soient placées au même prix. Google s'est réservé le droit de fixer le prix d'introduction au-dessous du prix d'adjudication ; les investisseurs seront alors servis au prorata des volumes demandés.

d'obligations, qui souligne leur besoin de financement extérieur (surtout par comparaison avec le repli des émissions d'entreprises) ; ils ont souvent pu lever des fonds à long terme à des conditions très favorables et ainsi lisser l'échéancier de leur dette (« Marché des titres de dette »). Toutefois, une accélération des réformes macroéconomiques et structurelles serait sans doute nécessaire pour une amélioration durable des conditions de financement.

La présence accrue des fonds spéculatifs et autres investisseurs à effet de levier sur le marché de la dette des économies émergentes a également contribué à cette évolution contrastée des primes. Emprunter des fonds à court terme pour les investir dans des obligations à haut risque a constitué une pratique courante lors de la phase de quête de rendement. La liquidité est une considération importante pour de telles opérations, car il est nécessaire de pouvoir dénouer rapidement les positions en cas de montée des taux d'intérêt ou de réduction des lignes de crédit. C'est parce qu'elle est plus liquide que les obligations d'entreprises de même catégorie que la dette des économies émergentes aurait eu la faveur des investisseurs. Ainsi, le volume moyen des émissions d'obligations entrant dans la composition de l'indice EMBI Global de JPMorgan Chase est supérieur à \$1,5 milliard, contre moins de \$300 millions pour l'indice des obligations américaines à haut rendement de Merrill Lynch. En outre, les contrats dérivés sur défaut d'emprunteur souverain des économies émergentes comptent parmi les instruments les plus négociés. C'est pourquoi le dénouement des opérations spéculatives devant la perspective d'un relèvement des taux directeurs américains a eu une incidence plus marquée sur la dette des économies émergentes que sur celle des entreprises.

...et du
dénouement
d'opérations à
effet de levier

