

Frank Packer

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

philip.wooldridge@bis.org

1. Vue d'ensemble : la reprise en question

Juillet et août 2004 ont été marqués par une divergence d'opinions sur la vigueur de la reprise économique mondiale. Les rendements obligataires et les cours des actions ont baissé, mais les primes de risque sont restées quasi inchangées. Si le relèvement des taux directeurs américains – le premier depuis 2000 –, en juin puis en août, était attendu, l'atonie surprenante de l'emploi aux États-Unis a pesé sur le marché des obligations et des actions. Le renchérissement du pétrole n'a fait qu'ajouter au sentiment négatif. Pourtant, les investisseurs en obligations d'entreprises n'y ont pas été sensibles.

Les marchés de la dette des économies émergentes se sont même orientés à la hausse, malgré des signes de faiblesse de l'économie mondiale. L'élargissement des primes constaté en avril et mai s'est presque inversé en août, en partie sous l'effet d'un regain des stratégies spéculatives de *carry trade*. Avec des conditions de financement aussi favorables, les émissions n'ont guère fléchi au deuxième trimestre et au début du troisième, s'intensifiant même pour les entreprises d'Asie.

Recul des rendements et montée des incertitudes

Réaction tempérée
à la hausse des
taux directeurs...

En augmentant de 25 points de base son taux directeur, le 30 juin, puis six semaines plus tard, la Réserve fédérale a opéré le retournement tant attendu de la politique monétaire américaine. À noter : cette réorientation s'est traduite par une baisse, et non une hausse, des rendements à long terme. Entre leur pic de la mi-juin et le 27 août, le rendement 10 ans des swaps de taux a perdu 65 points de base dans le compartiment du dollar EU, et 35 et 20 points de base, respectivement, pour l'euro et le yen (graphique 1.1).

Ce repli des taux longs tranche avec la forte hausse qui avait accueilli, en février 1994, le premier relèvement décidé par la Fed après une autre longue période de taux bas (graphique 1.2). La volatilité s'est, elle aussi, nettement démarquée : en 1994, elle avait augmenté ; en juillet et août derniers, elle s'est atténuée.

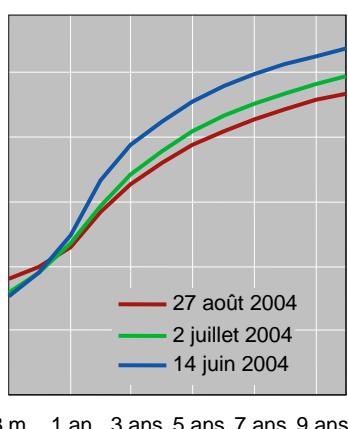
Deux raisons au moins justifient ces différences. La première est qu'aujourd'hui la Réserve fédérale explique davantage ses intentions¹. Ainsi,

¹ Banque des Règlements Internationaux, 74^e *Rapport annuel*, 28 juin 2004, pp. 75-81.

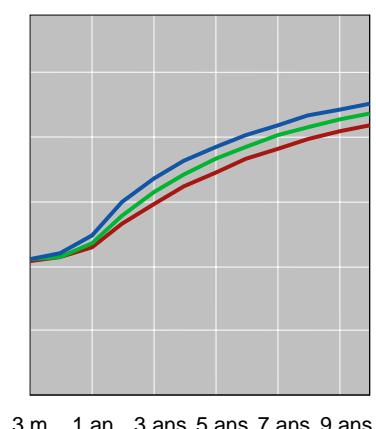
Courbes des rendements sur swaps

En %

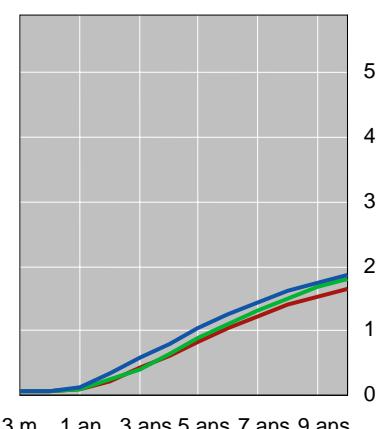
Dollar EU



Euro



Yen



Dollar EU et yen : 3, 6 et 12 mois = Libor ; euro : 3 et 6 mois = dépôts.

Source : Bloomberg.

Graphique 1.1

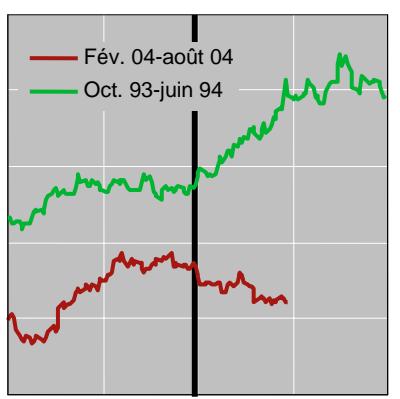
alors que les opérateurs avaient été surpris en février 1994, cette fois, l'action de la Fed était déjà intégrée dans les cotations obligataires. De fait, les variations des taux longs, en juin et août, ont montré que les investisseurs ont réagi moins au relèvement lui-même qu'à la formulation des communiqués. Les investisseurs ont été rassurés par la déclaration de la Fed, le 30 juin, annonçant que le rythme des augmentations serait vraisemblablement modéré.

...grâce à une communication préalable de la Fed...

Marchés obligataires américains en 1994 et 2004¹

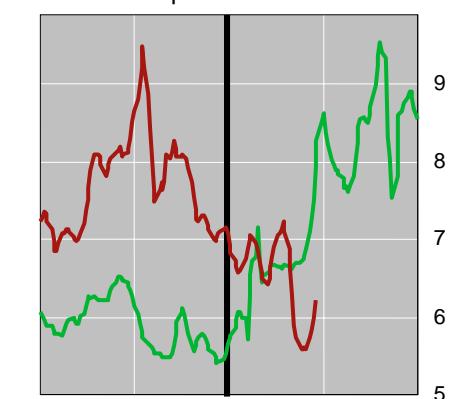
En %

Rendement Trésor EU 10 ans



Mars 04 Mai 04 Juil. 04 Sept. 04
Oct. 93 Déc. 93 Fév. 94 Avril 94

Volatilité implicite²

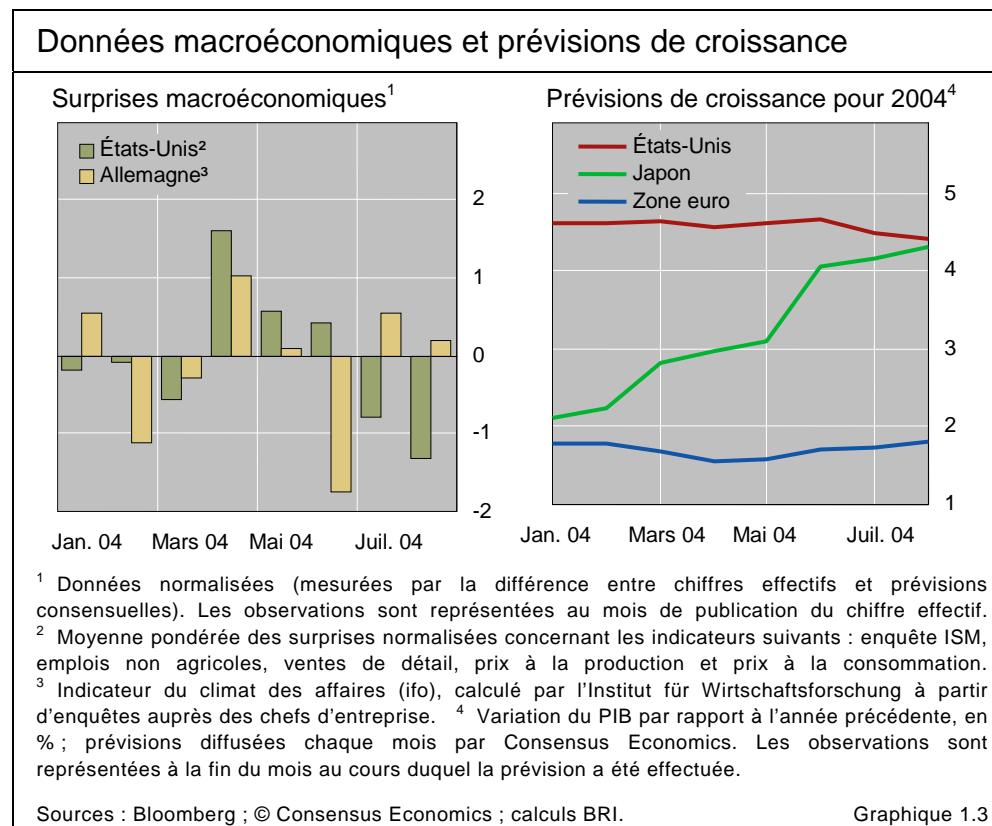


Mars 04 Mai 04 Juil. 04 Sept. 04
Oct. 93 Déc. 93 Fév. 94 Avril 94

¹ Ligne verticale = 29 juin 2004 et 3 février 1994. ² Moyenne mobile sur 5 jours ; volatilité implicite inscrite dans le prix des options d'achat à parité sur contrats à terme sur obligation du Trésor EU 10 ans.

Source : Bloomberg.

Graphique 1.2



...et parce que la reprise est plus faible que prévu

Une seconde raison tient au fait que les indicateurs économiques publiés pendant les semaines qui ont suivi l'augmentation laissaient apparaître, en juin 2004, une économie moins solide qu'en 1994. Les chiffres de l'emploi diffusés début juillet et début août étaient bien inférieurs aux anticipations, ce qui a provoqué une chute brutale des rendements obligataires partout dans le monde. Le rendement des valeurs du Trésor EU 10 ans a perdu à chaque occasion près de 20 points de base. Conjugués à d'autres résultats médiocres, ces chiffres ont amené les économistes à revoir à la baisse leurs prévisions de croissance pour les États-Unis (graphique 1.3).

En Europe, les statistiques ont été meilleures que beaucoup ne l'avaient prévu. Néanmoins, après avoir nettement moins augmenté que ceux du dollar EU en avril, les rendements à long terme de l'euro les ont suivis de près en juillet et août. Le fait que la reprise européenne soit subordonnée à une demande forte de l'étranger y a probablement contribué. C'est ainsi que de nombreux observateurs ont interprété le bon indice ifo du 27 juillet comme le signe d'une amélioration des perspectives à l'exportation plutôt que de la demande domestique : les rendements du *Bund* ont peu réagi.

Au Japon aussi, les intervenants ont eu tendance à se montrer plus sensibles aux indicateurs américains qu'à la situation interne. Des données macroéconomiques témoignant, dans l'ensemble, du fort dynamisme des exportations et de l'investissement des entreprises ont déclenché, en juin, une vive hausse des rendements à long terme en yens. Ceux-ci se sont toutefois repliés, en juillet et août, malgré de nouveaux signes de reprise économique. Ainsi, le 9 août, les marchés obligataires n'ont guère fait de cas du volume

étonnamment élevé des commandes de machines-outils, retenant, au contraire, les chiffres de l'emploi aux États-Unis publiés auparavant.

Repli des marchés des actions à la suite d'avertissements sur résultats

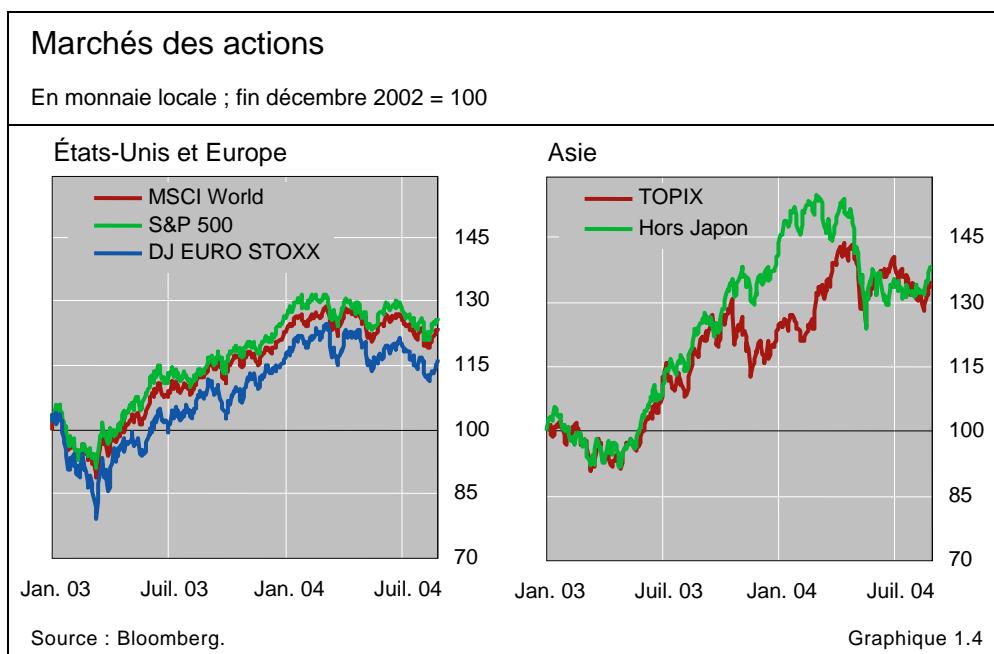
Les interrogations sur la vigueur de la reprise ont également pesé sur les marchés des actions, qui se sont de nouveau orientés à la baisse en juillet, après un bref redressement en mai. Le 27 août, l'indice S&P 500 avait perdu 3 % par rapport à fin juin (graphique 1.4), tandis que le DJ EURO STOXX et le TOPIX avaient cédé 3 % et 4 % respectivement.

Les marchés des actions se sont généralement montrés insensibles aux résultats positifs affichés et se sont avant tout préoccupés des avertissements. Près de 70 % des entreprises de l'indice S&P 500 ont publié des résultats supérieurs aux prévisions pour le deuxième trimestre 2004, contre 65 % environ pour la même période de 2003. Toutefois, les résultats et recettes prévisionnels annoncés ont commencé à se détériorer en juin (graphique 1.5).

Les avertissements sur résultats d'entreprises informatiques ont eu une incidence considérable, et le secteur s'est moins bien comporté que les indices larges. C'est ainsi qu'Intel, prévenant le 13 juillet que ses marges bénéficiaires au second semestre 2004 seraient inférieures aux prévisions, a déclenché des dégagements massifs, y compris en Asie. D'autres grandes entreprises technologiques ont aussi déçu les investisseurs : Cisco Systems, Hewlett Packard et Nokia. Le 20 juillet, l'annonce par Microsoft d'une hausse des dividendes et de rachats d'actions pour un total de \$75 milliards sur quatre ans, qui aurait été bien accueillie en temps normal, a été jugée négativement par nombre d'investisseurs comme signalant un manque de possibilités d'investissement dans le secteur technologique.

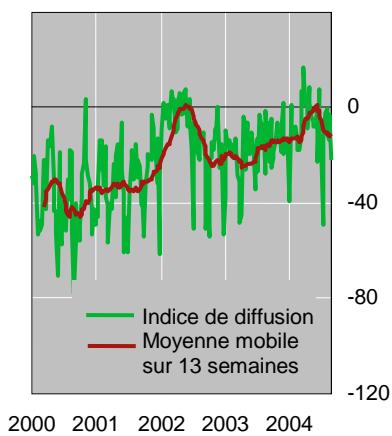
Les avertissements sur résultats pénalisent les actions...

...particulièrement dans le secteur informatique...

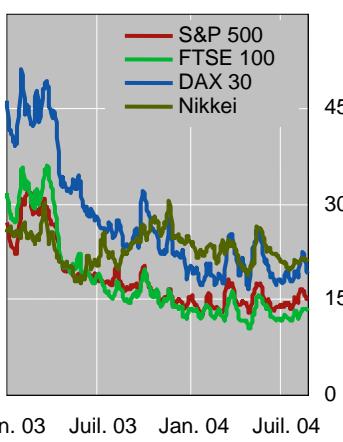


Bénéfices, volatilité et aversion à l'égard du risque

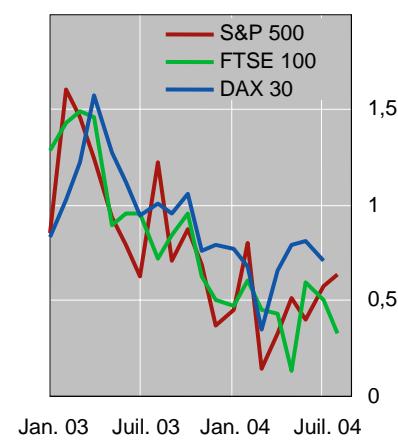
États-Unis : avertissements sur résultats¹



Volatilité implicite²



Aversion à l'égard du risque³



¹ Entreprises de l'indice S&P 500. ² Calculée sur la base des options d'achat sur indice boursier ; moyenne mobile sur 5 jours. ³ À partir de la différence entre deux répartitions des rendements sur actions : l'une, implicite dans les cours des options pour divers prix d'exercice, et l'autre, fondée sur les rendements réels estimés d'après des données historiques. Se reporter au *Rapport trimestriel BRI* de mars 2004.

Sources : Bloomberg ; Chicago Mercantile Exchange ; Eurex ; London International Financial Futures and Options Exchange ; calculs BRI.

...comme le fait la hausse des cours du pétrole

La faiblesse généralisée des actions est également attribuable à la montée des cours du pétrole, favorisée par l'augmentation de la demande face aux contraintes d'offre dans le court terme. Fin juin, le brut était près de 14 % plus cher qu'à fin 2003 et, le 27 août, s'était encore apprécié de 17 %. Les préoccupations relatives à d'éventuelles perturbations de l'approvisionnement à partir de certains grands pays exportateurs, et notamment l'Arabie Saoudite, la Russie et le Venezuela, n'ont fait que renforcer la pression sur les cours. La hausse a souvent été attribuée à la recrudescence de l'activité spéculative, dont le rôle est cependant loin d'être avéré (encadré).

Si, par le passé, l'augmentation des prix du pétrole a, à plusieurs reprises, précédé une poussée inflationniste, cette fois, les intervenants semblent s'être davantage souciés de son possible effet de frein sur la demande globale et les bénéfices des entreprises. Les anticipations d'inflation à long terme – ressortant des enquêtes ou des cotations des obligations indexées – sont restées modérées.

Faible volatilité, malgré un goût moindre pour le risque

Même lorsque les investisseurs en actions et obligations ont réévalué les perspectives de croissance à court terme, la volatilité des actions est restée faible. D'après les options sur l'indice S&P 500, elle est demeurée bien en deçà de sa moyenne de 1995-2003 (20 %) ; ses quelques mouvements de hausse – par exemple, après la publication, le 6 août, des chiffres du chômage aux États-Unis – ont été éphémères. Des mesures de l'aversion pour le risque dérivées de ces options montrent que les investisseurs en actions sont restés très prudents aux deuxième et troisième trimestres 2004. Alors qu'une telle tendance s'accompagne habituellement d'une poussée de volatilité implicite, ses effets ont, semble-t-il, été cette fois compensés par le fait que les investisseurs s'attendaient à ce que la volatilité reste particulièrement basse.

Ruée vers l'or noir : spéculation sur les marchés pétroliers

La forte hausse des cours du pétrole ces derniers mois a mis en vedette le rôle de la spéculation sur les marchés pétroliers. Au moment où les principaux marchés des actions, des obligations et du risque de crédit étaient indécis, voire orientés à la baisse, des investisseurs en quête de meilleurs rendements se sont tournés vers les marchés des produits de base, pétrole en particulier. Les données disponibles font apparaître que ces intervenants (« spéculateurs ») ont effectivement renforcé leurs positions sur les marchés pétroliers. Toutefois, leurs motivations et leur influence sur les cours sont difficiles à déterminer.

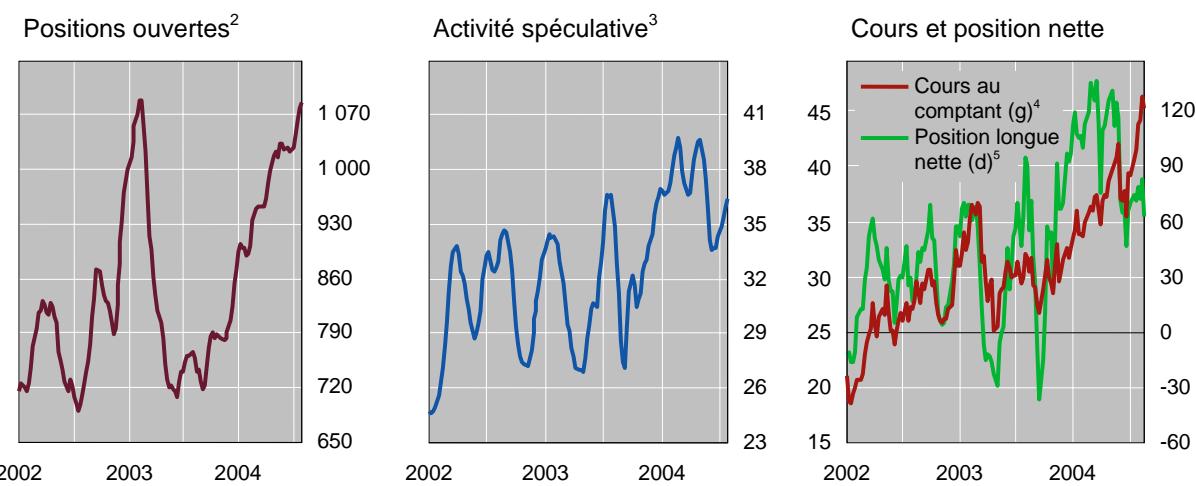
La spéculation utilise principalement les contrats à terme des marchés organisés, très liquides parce que standardisés. Adopter une position longue évite d'emprunter pour acheter la marchandise physique sur le marché au comptant et de payer les frais associés à l'entreposage. Les opérations d'arbitrage assurent une relation étroite entre cours à terme et au comptant. Le négoce à terme est très concentré : pour le brut, le New York Mercantile Exchange représente environ 65 % du volume mondial et l'International Petroleum Exchange, à Londres, un peu plus de 30 % ; ensemble, les autres places n'atteignent pas 5 %.

Selon les statistiques du régulateur américain des marchés à terme de marchandises (CFTC), les spéculateurs (*non commercial traders*) ont intensifié leur activité sur pétrole dès fin 2003. Ils ont, en particulier, banques d'investissement et fonds spéculatifs en tête, fortement renforcé leurs positions longues, en anticipation d'une hausse des cours. Les opérateurs de la filière (*commercial traders*), selon la définition de la CFTC, interviennent afin de protéger leur production ou leur consommation.

Les positions ouvertes en contrats à terme sur brut (contrats conclus, ni compensés par un contrat de sens inverse, ni livrés) ont augmenté de plus de 25 % sur les huit premiers mois de 2004 (graphique, cadre de gauche). Pour les positions longues, la part des spéculateurs atteint désormais, en moyenne, 37 % du total sur cette période, contre 32 % en 2003 (graphique, cadre du milieu). Pour les positions courtes, en revanche, leur part a, en moyenne, un peu diminué par rapport à 2003. Leur position longue nette a généralement suivi les fluctuations des cours pétroliers : la corrélation, en termes de fluctuations hebdomadaires, se situe autour de 0,8 pour les huit premiers mois de 2004.

Il est possible que la présence accrue des spéculateurs ait contribué à un comportement grégaire. Dans un contexte de hausse des cours pétroliers, elle a pu dissuader les intervenants de prendre des positions allant à l'encontre de nouvelles augmentations, renforçant par là même le mouvement haussier. Il reste néanmoins possible que les marchés à terme aient réagi à une perception révisée, notamment de la part des opérateurs de la filière, des déséquilibres fondamentaux entre offre et demande de pétrole. Les données disponibles ne permettent guère de cerner les motivations sous-tendant les changements de positions.

Marchés pétroliers à terme¹



¹ Contrats à terme sur pétrole brut négociés au New York Mercantile Exchange. ² Moyenne mobile sur 4 semaines ; en milliers de contrats. ³ Positions longues des spéculateurs, en % du total des positions longues soumises à déclaration ; moyenne mobile sur 4 semaines. ⁴ West Texas Intermediate ; en dollars EU. ⁵ Positions longues moins courtes des spéculateurs ; en milliers de contrats.

Sources : Bloomberg ; New York Mercantile Exchange ; données nationales ; calculs BRI.

Une amélioration de la qualité de crédit réduit les primes

Les primes de risque se resserrent...

...avec la baisse du taux de défaut...

...et un désendettement des entreprises

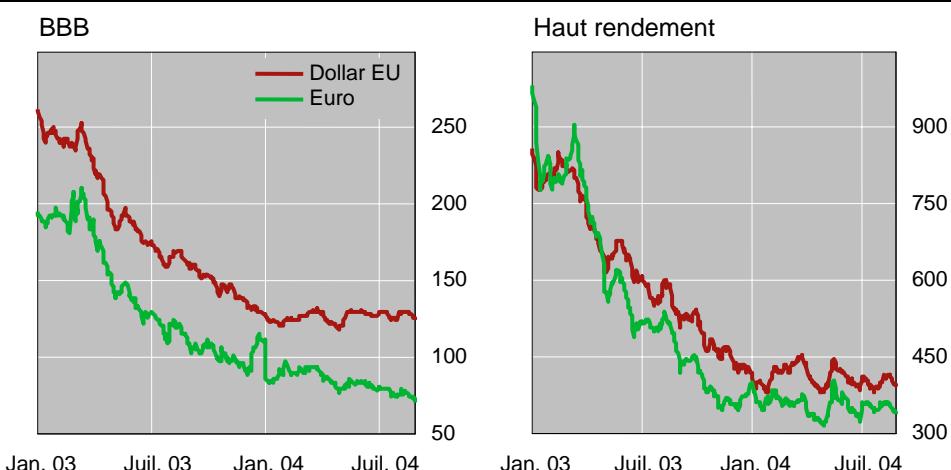
Sur les marchés du risque de crédit, les investisseurs ont semblé ignorer les évolutions récentes des obligations et des actions. Les primes sur obligations d'entreprises BBB en dollars EU sont restées, pour l'essentiel, inchangées au cours des huit premiers mois de 2004, à environ 120-130 points de base. Pour les émissions équivalentes en euros, les primes ont baissé progressivement, passant de 90 points de base fin 2003 à 80 points de base fin août (graphique 1.6). Les entreprises de note inférieure à BBB sont, en général, plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt, car leur dette est habituellement plus lourde et à plus court terme. Or, les primes des obligations à haut rendement sont restées relativement stables après le relèvement des taux directeurs américains. De fait, début août, elles se sont rapprochées, dans le compartiment du dollar EU, des minima atteints plus tôt dans l'année.

Les investisseurs semblent avoir apprécié l'amélioration constante de la solvabilité des sociétés. Le nombre des défauts et des déclassements a continué de baisser au premier semestre 2004. Selon Moody's, pour la première fois depuis 2000, les rehaussements de notes dépassent même, globalement, les déclassements (de peu, certes). En Europe et aux États-Unis, cette amélioration a surtout profité aux établissements financiers, banques en premier lieu. Pour les sociétés non financières, les déclassements ont excédé les rehaussements, mais l'écart a continué de se rétrécir.

Les emprunts des entreprises américaines, européennes et japonaises sont restés limités, la tendance générale étant au désendettement. Au premier semestre, les émissions d'obligations d'entreprises en dollars EU ont accusé une baisse de 15 % entre 2003 et 2004 ; les émissions en euros ont, quant à elles, régressé de près de 40 % (graphique 1.7). Les crédits consortiaux ont atteint des niveaux records au deuxième trimestre (encadré page 6), mais il

Prime de risque¹

Sur obligations d'entreprises de l'indice Merrill Lynch ; en points de base



¹ Écart de rendement, après ajustement pour clauses optionnelles, avec les obligations d'État.

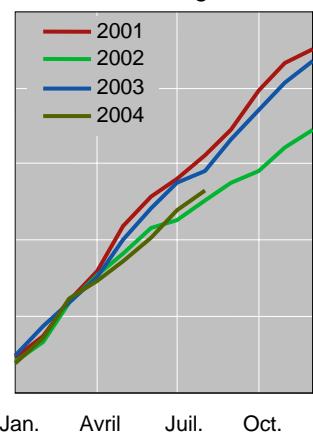
Sources : Bloomberg ; Merrill Lynch.

Graphique 1.6

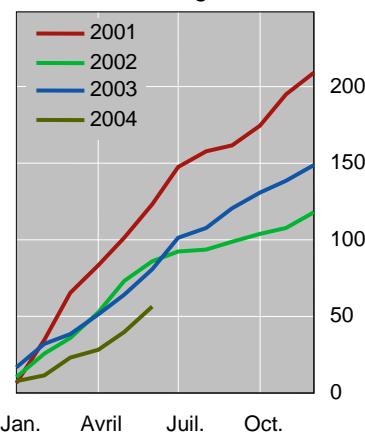
Titres émis par les entreprises

Sociétés non financières ; en milliards de dollars EU/d'euros

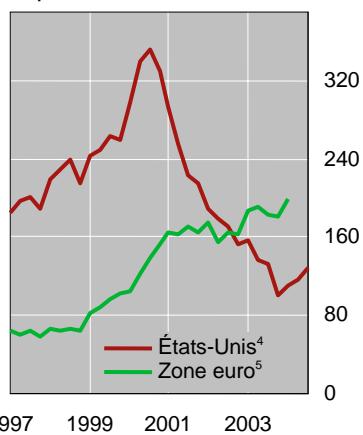
États-Unis : obligations^{1, 2}



Zone euro : obligations¹



Papier commercial³



¹ Émissions, chiffres mensuels bruts cumulés. ² Y compris émissions des sociétés financières. ³ Encours. ⁴ Chiffres corrigés des variations saisonnières. ⁵ Titres émis sur les marchés nationaux et internationaux.

Sources : Commission européenne ; Bloomberg ; Euroclear ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique 1.7

s'agissait, pour l'essentiel, d'opérations de refinancement. Les banques ont incité les débiteurs à renouveler leurs emprunts avant l'échéance en offrant des conditions toujours plus attrayantes : les marges ont continué de se resserrer durant la première moitié de l'année, alors même que les primes sur obligations d'entreprises restaient pratiquement inchangées.

Les entreprises pourraient reprendre prochainement leurs émissions. Aux États-Unis, en particulier, l'amélioration de leur situation financière en 2002-03 avait grandement résulté d'un regain de rentabilité². Alors que la croissance des bénéfices commence à ralentir, les besoins de financement devraient augmenter si la reprise des investissements en capital fixe, amorcée mi-2003, se poursuit. Déjà apparaissent les signes d'un alourdissement de la dette à court terme. C'est ainsi que l'émission de papier commercial par les entreprises non financières aux États-Unis et dans la zone euro est repartie au premier semestre 2004 (graphique 1.7).

S'il est vrai que les entreprises américaines et européennes ont amassé d'importantes liquidités ces dernières années, il n'est pas évident, pour autant, qu'elles choisiront de les utiliser pour limiter ou alléger leur endettement. À fin mars 2004, les actifs liquides représentaient 23 % de la dette des sociétés non financières aux États-Unis (près de 25 % dans la zone euro), contre 18 % en moyenne durant les années 90 (graphique 1.8). Ces actifs pourraient servir à couvrir leurs besoins de financement ou à rembourser un prêt arrivant à échéance, et donc profiter aux détenteurs d'obligations. Une autre solution, en faveur des actionnaires, consisterait à les employer au financement de fusions et acquisitions, au rachat d'actions ou au paiement de dividendes.

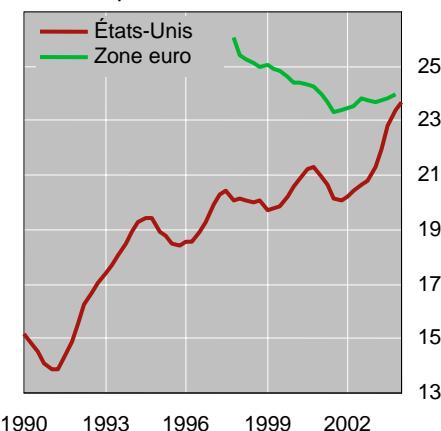
Le renforcement de la trésorerie des entreprises...

² Banque des Règlements Internationaux, 74^e Rapport annuel, 28 juin 2004, pp. 112-113.

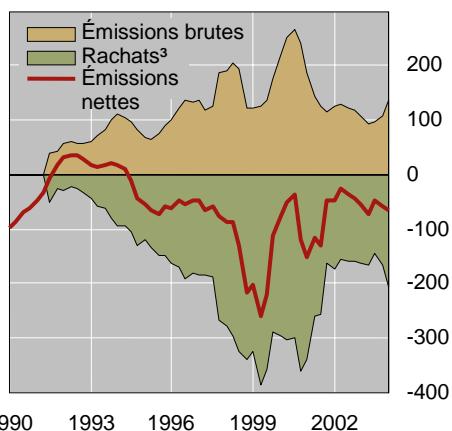
Financement des entreprises

Moyenne mobile sur quatre trimestres

Actifs liquides¹



États-Unis : actions²



¹ Encaisse et dépôts bancaires, en % de l'endettement total (emprunts et titres de dette) ; États-Unis : y compris actifs financiers négociables ; sociétés non financières. ² En milliards de dollars EU, chiffres annualisés. ³ Estimation : différence entre émissions brutes annoncées par Bloomberg et émissions nettes évaluées d'après les statistiques de flux.

Sources : BCE ; Bloomberg ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique 1.8

...a favorisé les rachats d'actions

Les entreprises semblent choisir cette dernière voie. Les acquisitions – et notamment les rachats avec effet de levier – ainsi que les reprises d'actions sont en plein essor. Aux États-Unis, selon les données disponibles, les rachats d'actions opérés par les entreprises se sont accrus plus rapidement que les introductions en bourse et augmentations de capital depuis mi-2003, ce qui a entraîné une baisse des émissions nettes. Celles-ci, contrairement à la situation du début des années 90, n'ont jamais été positives durant l'actuelle période de désendettement.

Reprise des émissions des économies émergentes malgré le relèvement des taux directeurs

Les primes des économies émergentes se resserrent aussi...

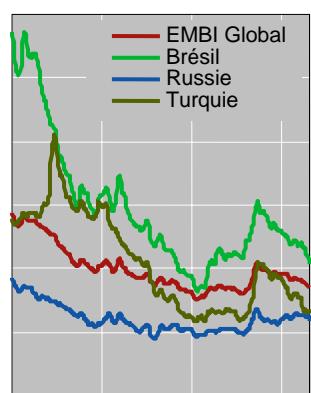
Les investisseurs en obligations des économies émergentes n'ont pas semblé perturbés par les facteurs qui ont tiré vers le bas les rendements obligataires et les cours des actions sur les grands marchés. De fait, les primes sur la dette des économies émergentes se sont resserrées à mesure que les rendements américains diminuaient (graphique 1.9), effaçant en trois mois l'élargissement constaté fin avril et début mai lors des dégagements sur les marchés obligataires mondiaux. Le 27 août, elles se situaient à 425 points de base, en retrait de 125 points de base par rapport au record de mi-mai.

...avec la reprise des opérations spéculatives

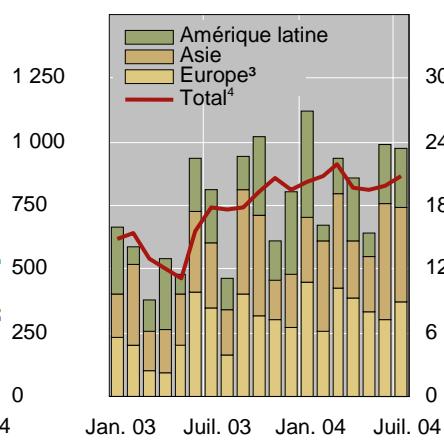
La reprise des stratégies spéculatives de *carry trade*, dénouées durant les ventes massives, a contribué à ce resserrement des primes en juillet et en août. Les investisseurs ont renforcé leurs positions en titres à haut rendement, contribuant ainsi à faire baisser les primes sur la dette souveraine du Brésil, de la Turquie et d'autres pays moins bien notés, pour les faire tomber au-dessous

Économies émergentes

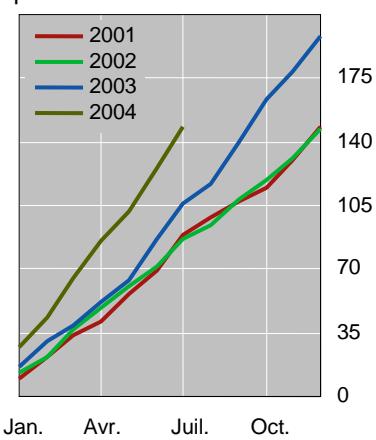
Prime de risque¹



Endettement, par mois²



Endettement cumulé, par année²



¹ Écart de rendement entre dette souveraine (hors clauses de garantie) et obligations d'État, en points de base ; indices JPMorgan Chase. ² Émissions annoncées d'obligations et effets, plus emprunts consortiaux internationaux ; en milliards de dollars EU. ³ Y compris Moyen-Orient et Afrique. ⁴ Moyenne mobile sur 3 mois.

Sources : Dealogic ; JPMorgan Chase ; calculs BRI.

Graphique 1.9

leur maximum de mi-mai. De bons résultats économiques, notamment l'augmentation de l'excédent des transactions courantes au Brésil et de forts gains de productivité en Turquie, sont venus conforter la tendance.

Si le revirement des anticipations relatives aux taux directeurs américains a bien déterminé les mouvements du marché, d'autres facteurs ont parfois contribué à amplifier la volatilité. La titrisation par le gouvernement allemand de prêts bilatéraux à la Russie a laissé présager d'autres opérations semblables (« Marché des titres de dette »). C'est pourquoi le 24 juin, au lendemain de l'annonce, la prime souveraine russe s'est élargie de plus de 20 points de base et celle de l'indice EMBI Global de 10 points de base. Les conditions se sont toutefois rapidement stabilisées, les intervenants ayant finalement mesuré le caractère exceptionnel de l'opération.

Il est frappant d'observer que le retrait massif de dépôts subi par les banques de Russie en milieu d'année n'a guère eu de conséquences, même localement. La crise a débuté en mai, lorsque les autorités russes ont fermé une banque accusée de blanchiment de capitaux. Les déposants ont alors retiré leurs fonds d'autres établissements soupçonnés de pratiques analogues, ce qui a conduit, début juillet, à d'autres retraits massifs dans plusieurs des plus grandes banques privées. Afin d'atténuer les problèmes de liquidité, la banque centrale a assoupli son régime de réserves obligatoires, fin juin, encouragé les banques d'État à augmenter leurs prêts interbancaires et suggéré la mise en place d'un système d'assurance des dépôts, mi-juillet. De leur côté, les actionnaires ont injecté des fonds propres supplémentaires ou cédé leur banque à un concurrent plus solide. Cette prompte riposte des autorités et des propriétaires a maintenu stable la prime sur la dette souveraine de la Russie (graphique 1.9). Même les taux interbancaires au jour le jour sont

Répercussions minimes de la crise bancaire russe

restés en deçà de leur maximum atteint lors du repli généralisé des titres de dette des économies émergentes, en avril.

Les signatures des économies émergentes se sont empressées de profiter des conditions de financement favorables qui prévalaient en milieu d'année. Avec \$23 milliards en juillet seulement, la collecte de fonds sous forme d'obligations et d'emprunts consortiaux n'a donné aucun signe d'essoufflement (graphique 1.9). Les débiteurs d'Asie se sont montrés particulièrement actifs, principalement les entreprises exportatrices de Corée et de Taiwan, Chine, sous l'effet de financements anticipés, en prévision du relèvement des taux directeurs américains ; les fonds excédentaires ont ensuite été en partie redéposés dans les grandes places financières (« Marché bancaire »).

