

1. Vue d'ensemble : avec le retour de la confiance, les marchés se redressent

Les doutes sur la vigueur de l'économie mondiale se sont estompés en novembre. Des informations de plus en plus nombreuses laissant entrevoir un raffermissement de la croissance, tout particulièrement aux États-Unis, les investisseurs ont retrouvé le goût du risque. Après avoir été touchés par la forte augmentation des cours pétroliers, en octobre, les marchés mondiaux des capitaux sont repartis rapidement, dès que se sont dissipées les craintes concernant l'approvisionnement en brut. Fin novembre, les cotations des actions et des obligations retrouvaient des niveaux qu'elles n'avaient pas atteints depuis des années, tandis que la volatilité retombait au plus bas. Le relèvement des taux directeurs américains avait été largement anticipé. Même les résultats décevants des entreprises n'ont pas réussi à émuquer la confiance.

Le regain d'appétit des investisseurs pour le risque a également contribué à ramener les primes sur la dette des économies émergentes à leur plus bas depuis des années. Les économies émergentes, profitant de conditions de financement favorables, sont bien parties pour égaler leur record d'émissions de 1997. Les fluctuations des cours des produits de base ont contribué à une augmentation – seulement temporaire – des primes en octobre. Les investisseurs se sont également tournés vers la Chine, où une hausse des taux d'intérêt a été comprise comme le signe que les autorités étaient davantage disposées à faire jouer les mécanismes du marché.

Malgré la vigueur inattendue des indicateurs macroéconomiques publiés en novembre aux États-Unis, le dollar EU est tombé à des niveaux historiquement bas par rapport aux autres grandes monnaies. Un regain d'inquiétude concernant le déficit courant américain semble être à l'origine de ce repli. Sur l'obligataire, la dépréciation du dollar EU et des anticipations divergentes concernant la croissance ont conduit les rendements en yens et surtout en euros à s'écarter plus fortement des rendements en dollars EU que durant l'année. Néanmoins, sur les principaux marchés, les rendements à long terme sont restés bien en deçà des pics de juin.

Les actions restent indifférentes aux avertissements sur résultats

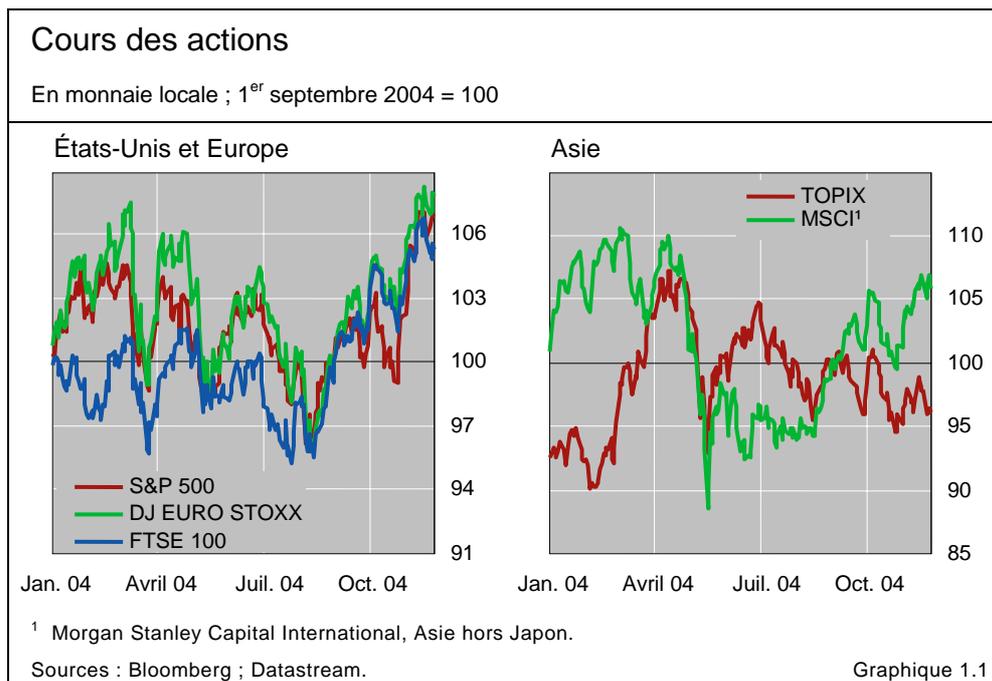
C'est pour les actions que le sentiment d'apaisement a été le plus manifeste. Après avoir dérivé à la baisse, en juillet et début août, en raison de préoccupations quant à la vigueur de la reprise économique, les marchés des actions du monde entier se sont redressés à la mi-août (graphique 1.1). Interrompu en octobre, ce rebond s'est accentué en novembre, et de nombreux marchés ont terminé le mois au plus haut depuis 2001. Entre le 12 août (son creux de l'année) et le 26 novembre, le S&P 500 a progressé de 11 %. Sur la même période, le Dow Jones EURO STOXX a grimpé de 12 %, tandis que le MSCI Asie hors Japon augmentait de 11 %.

Seule exception : Tokyo. Après de forts gains dans l'année, les actions japonaises ont vu leur progression freinée par des nouvelles décevantes sur la vigueur de l'économie nationale. C'est ainsi que, le 10 septembre, l'indice TOPIX a perdu ½ %, avec la publication de chiffres révisés du PIB pour le deuxième trimestre inférieurs aux anticipations du marché.

Sur les autres marchés, ce n'est pas tant l'amélioration indéniable des prévisions de croissance qui a stimulé les valorisations que la publication d'informations censées exclure, dans l'immédiat, tout ralentissement de la reprise mondiale et, *a fortiori*, tout retournement de tendance. Alors que des indicateurs économiques américains avaient déçu les investisseurs en juillet et en août, les chiffres des mois suivants se sont rapprochés des anticipations ou les ont même dépassées. En conséquence, après avoir été revues à la baisse au troisième trimestre, les prévisions de croissance se sont stabilisées au quatrième, pour les États-Unis en particulier (graphique 1.2). La confiance dans les perspectives de l'économie américaine a été confortée par la parution, le 5 novembre, d'un rapport sur l'emploi meilleur qu'attendu, ce qui s'est traduit par une hausse de ½ % du S&P 500, après une augmentation de 1 %, le

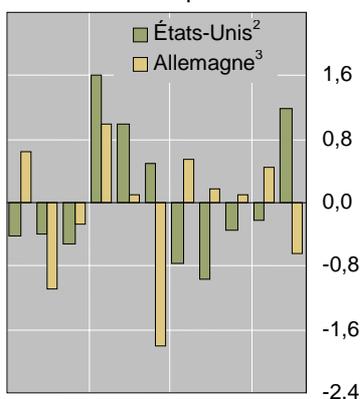
Les marchés des actions retrouvent les sommets de 2001...

...sous l'effet de meilleures perspectives de croissance...



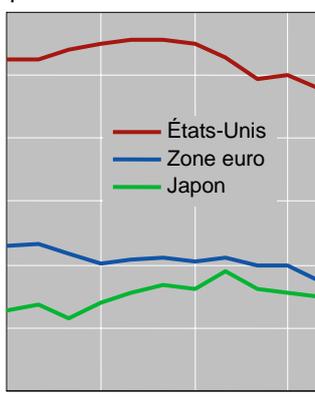
Données macroéconomiques

Surprises macroéconomiques¹



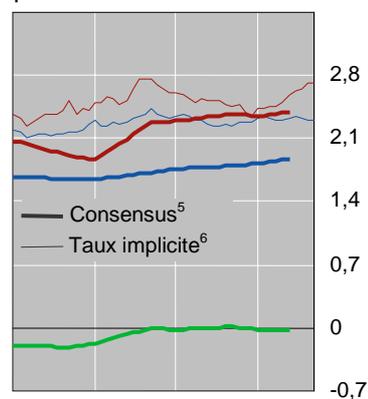
Jan. 04 Avril 04 Juil. 04 Oct. 04

Prévisions de croissance pour 2005^{4,5}



Jan. 04 Avril 04 Juil. 04 Oct. 04

Prévisions d'inflation pour 2005⁴



Jan. 04 Avril 04 Juil. 04 Oct. 04

¹ Différence entre chiffre effectif et prévision consensuelle, normalisée par l'écart type des surprises passées. Les observations sont représentées au mois de publication du chiffre effectif. 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 Enquête sur le climat des affaires, compilée par l'Institut für Wirtschaftsforschung (ifo). ⁴ Variation, en %, par rapport à l'année précédente. ⁵ Prévisions publiées chaque mois par Consensus Economics. Les observations sont représentées à la fin du mois au cours duquel la prévision a été effectuée. ⁶ Taux d'inflation implicite inhérent à la différence entre rendement nominal et rendement des obligations indexées (zone euro : obligations indexées de l'État français), pour les diverses échéances ; moyenne hebdomadaire.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.2

3 novembre, due à la levée des incertitudes politiques au lendemain de l'élection présidentielle américaine.

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

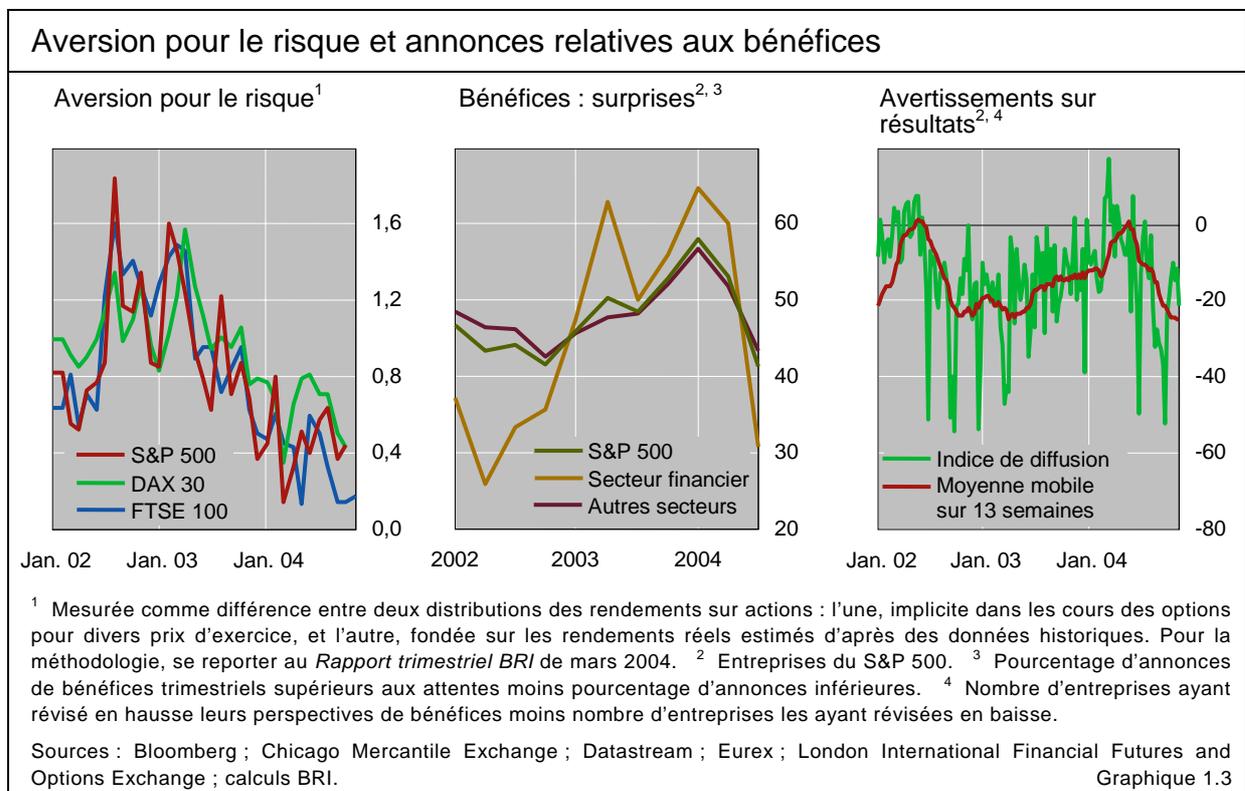
La diminution de l'aversion pour le risque a été déterminante, alors que les incertitudes entourant l'orientation de la politique monétaire des États-Unis avaient été pénalisantes entre avril et juin (graphique 1.3). Des estimations de cette aversion (dérivées des cours des options sur indice boursier) semblent indiquer que l'inflexion s'est produite dès septembre. Les mauvaises nouvelles macroéconomiques ayant été moins nombreuses, les investisseurs ont paru plus confiants dans leurs prévisions de croissance économique et d'évolution des taux directeurs.

De piètres résultats d'entreprises ont parfois provoqué des difficultés sur les marchés, spécialement en octobre : le S&P 500 a perdu 1 % d'abord le 7 octobre, puis le 14, après l'annonce – respectivement par le producteur d'aluminium Alcoa et par le constructeur automobile General Motors – de résultats bien inférieurs aux anticipations. De fait, au troisième trimestre 2004, les bénéfices des entreprises du S&P 500 ont moins augmenté que prévu pour la première fois depuis plus d'un an. Tel est le cas pour un quart des établissements financiers américains, soit près de deux fois plus que pour la même période l'an dernier (graphique 1.3). En outre, toujours aux États-Unis, le rapport entre bénéfices prévisionnels revus à la baisse et revus à la hausse n'a jamais été aussi bas depuis mi-2003. Les enquêtes sur le secteur des assurances menées par l'Attorney General de New York n'ont fait qu'ajouter aux difficultés en octobre.

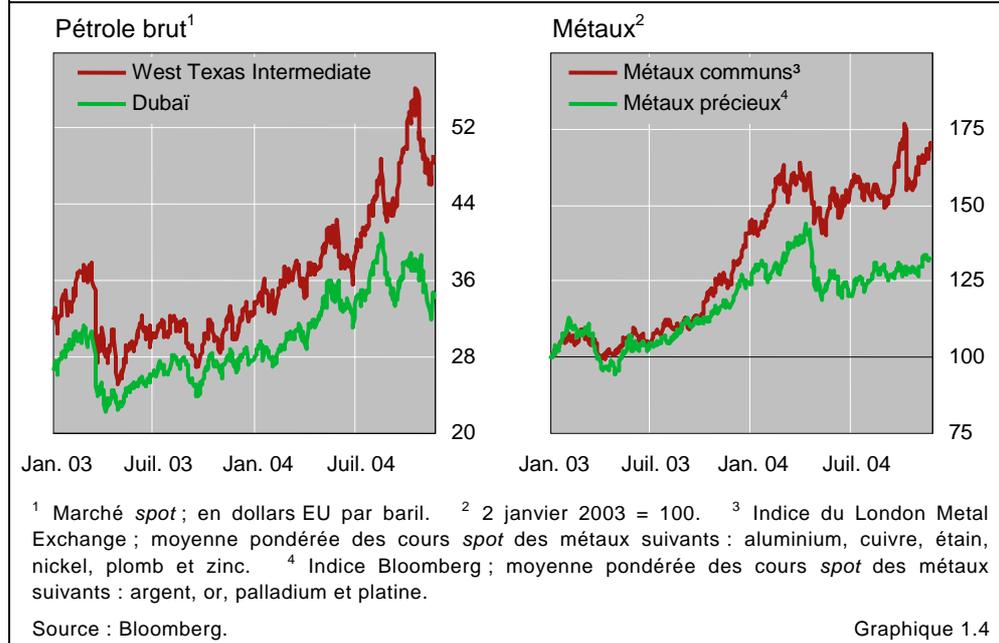
Néanmoins, la forte croissance des bénéfices – à deux chiffres, bien qu'inférieure aux anticipations – a soutenu la hausse des marchés et, rétrospectivement, explique en partie les valorisations élevées du début d'année. En moyenne mobile sur cinq ans, le ratio cours/bénéfices enregistrés, pour le S&P 500, est descendu de 30 en janvier 2004 à 26 en août, avant de remonter. En novembre, il atteignait 28, bien au-delà de sa moyenne de 17 pour la période 1961–95. En termes de bénéfices prévus (qui tendent certes à pécher par excès d'optimisme), le ratio serait proche de cette moyenne.

Le niveau élevé des cours pétroliers a parfois pesé sur les actions. Depuis quelque temps, les marchés s'inquiétaient des tendances à long terme concernant l'offre et la demande de pétrole, en particulier de la persistance d'une croissance soutenue dans les grandes nations utilisatrices, telles que la Chine, et des faibles marges de capacités dans l'industrie pétrolière. Mi-septembre, l'ouragan qui a endommagé des plateformes dans le golfe du Mexique – d'où provient environ 10 % du brut consommé aux États-Unis – n'a fait qu'ajouter à ces craintes. Les dommages étaient plus graves que prévu : de nombreuses compagnies ont annoncé que leur production resterait inférieure à la normale bien au-delà de septembre. Des troubles au Nigeria et un conflit social en Norvège, entraînant la fermeture de plusieurs installations pétrolières, sont venus aggraver la situation. Les cours se sont envolés, en particulier pour la qualité « sweet crude », tels le West Texas Intermediate (WTI) ou le Brent (graphique 1.4). L'approvisionnement en « sour crude », tel

Inquiétudes quant aux effets des cours pétroliers sur la croissance



Cours des produits de base



le Dubaï, a été moins touché, si bien que les cours de cette qualité n'ont pas augmenté de façon aussi spectaculaire¹.

Le renchérissement du pétrole a été perçu comme préoccupant sous l'angle de la croissance plutôt que de l'inflation. Les opérateurs ont apparemment accepté l'idée que, contrairement aux chocs pétroliers des années 70, les récentes envolées des cours n'alimenteraient pas l'inflation. Au contraire, ils semblaient craindre que l'absence de marge de capacités dans l'industrie pétrolière freine la reprise – particulièrement pour l'économie américaine, qui consomme davantage de « sweet crude ».

Les inquiétudes quant aux effets sur la croissance se sont apaisées lorsque les cours pétroliers ont nettement baissé fin octobre. Le 27, l'annonce selon laquelle les stocks des États-Unis étaient plus importants que prévu a provoqué un recul des cours (le WTI a perdu 5 %, après avoir approché la veille son record, à \$55 le baril) et une hausse du S&P 500 (+1 %, mouvement qui s'est prolongé les jours suivants). L'intervention du gouvernement norvégien, quelques jours plus tôt, pour mettre fin au conflit social a probablement amplifié les effets de l'annonce sur les stocks pétroliers. Durant les semaines qui ont suivi, les cours ont continué de baisser, annulant une grande partie des augmentations de septembre et octobre, mais restaient néanmoins sensiblement plus élevés, fin novembre, que pendant la première moitié de l'année.

Baisse des cours
pétroliers et
remontée
des actions

¹ Les qualités « sweet » et « sour » se distinguent principalement par leur teneur en soufre. Le brut « sour », qui en contient davantage, est plus difficile à raffiner, et son cours est inférieur.

Marchés obligataires en quête de rendement

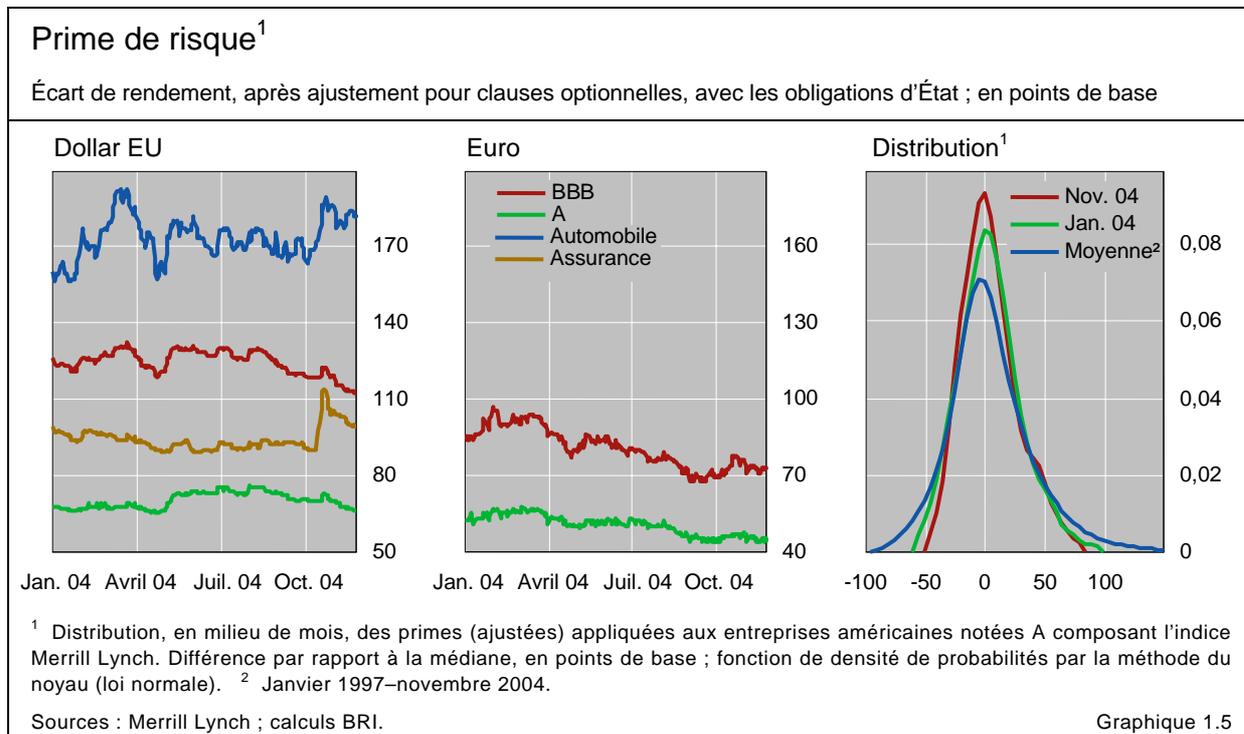
Le raffermissement des perspectives de croissance et le recul de l'aversion pour le risque ont ranimé les marchés obligataires. Après une période d'indécision au premier semestre, les primes des signatures de qualité et des entreprises à haut risque se sont contractées entre fin août et fin novembre (graphique 1.5). Le 26 novembre, les primes sur obligations d'entreprises BBB étaient tombées à 112 points de base (pb) – près du minimum de janvier 1998 – dans le segment du dollar EU et à 79 pb dans celui de l'euro.

Primes de risque au plus bas depuis des années

Cette tendance a été soutenue par l'amélioration continue de la qualité du crédit. Des bénéfices en forte progression doublés de faibles dépenses d'investissement ont aidé la poursuite du désendettement. La baisse régulière des déclassements – avec augmentation des rehaussements de notations – amorcée fin 2002 s'est poursuivie. Durant la période examinée, l'agence Moody's a procédé à près de 2 fois plus de relèvements que de déclassements, contre un rapport inférieur à 1 au troisième trimestre 2003.

Quelques secteurs ont vu leur qualité se détériorer, pour des raisons spécifiques. Ce fut le cas, en particulier, pour les constructeurs automobiles et les compagnies d'assurances. Ainsi, après la publication de résultats décevants, General Motors – l'une des plus grandes entreprises du marché obligataire aux États-Unis – a vu ses primes s'accroître de 50 pb à mi-octobre. Son déclassement par Standard & Poor's à BBB-, note plancher pour un emprunteur de qualité, n'a fait qu'aggraver la situation. Les primes de plusieurs compagnies d'assurances ont également augmenté, fin octobre, après les poursuites engagées dans l'État de New York contre le courtier Marsh & McLennan au motif que ce dernier avait faussé des appels d'offres avec la

L'automobile et les assurances en difficulté



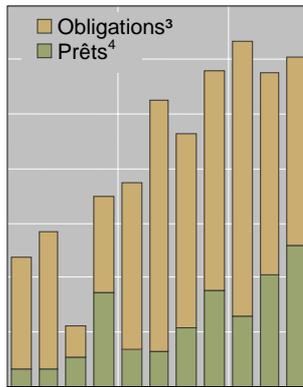
Recherche du rendement

Obligations à haut rendement¹



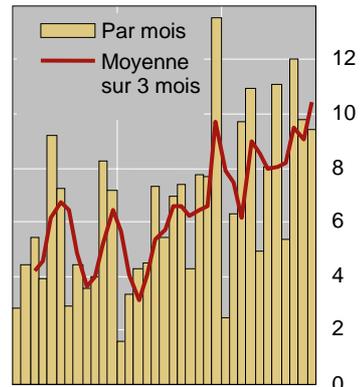
Jan. 04 Avril 04 Juil. 04 Oct. 04

Financements à risque²



2002 2003 2004

Titrisation d'obligations^{2, 5}



2002 2003 2004

¹ Écart de rendement, après ajustement pour clauses optionnelles, entre obligations d'entreprises de l'indice Merrill Lynch et obligations d'État ; en points de base. ² En milliards de dollars EU. ³ Obligations à haut rendement émises aux États-Unis. ⁴ Crédits consortiaux (facilités conclues) pour le financement de rachats d'entreprises par la direction ou avec effet de levier. ⁵ Structures d'arbitrage.

Sources : Bloomberg ; Dealogic Loanware ; JPMorgan Chase ; Merrill Lynch.

Graphique 1.6

complicité d'autres assureurs. Les coûts de financement ont fortement grimpé pour Marsh & McLennan, plus exposé au risque de liquidité que les autres mis en cause, du fait d'importants passifs en papier commercial.

Les primes des titres à haut risque baissent malgré le grand volume émis

Une moindre aversion pour le risque a rétréci les primes. La quête de rendement, qui guide les marchés financiers depuis fin 2003, s'est poursuivie, encouragée par la faiblesse persistante de la rémunération nominale des placements moins risqués. Sur le marché des obligations à haut risque, les investisseurs ont continué de réduire les primes, malgré une intensification de l'émission (graphique 1.6) : elles sont tombées à leur plus bas depuis 1998. Même les emprunteurs les moins bien notés ont trouvé acquéreurs ; selon Moody's, les entreprises notées B3 ou Caa – plus mauvaise note sur le marché primaire – représentaient plus du tiers des émissions américaines à haut risque au troisième trimestre 2004. Les crédits consortiaux destinés à financer des rachats à effet de levier ont atteint un record de \$26 milliards (encadré).

Des investisseurs moins sélectifs

Cette quête de rendement a également rendu les investisseurs moins sélectifs, comme le montre le rétrécissement de la distribution des primes à l'intérieur d'une même note (graphique 1.5). Pour la note A, elle était bien plus concentrée en novembre 2004 qu'elle ne l'a été, en moyenne, depuis 1997, voire courant 2004.

Demande émanant des fonds de créances

La demande émanant des gestionnaires de fonds de créances obligataires a également contribué à maintenir les primes à un bas niveau. De tels montages aux fins d'arbitrage sont conçus pour tirer parti du fait que les primes sur certaines obligations tendent à être supérieures au niveau qui suffirait, dans un portefeuille obligataire bien diversifié, pour couvrir les pertes probables sur défaut². Après un ralentissement début 2004, ces montages ont

² Amato, J. et E. Remolona : « L'énigme de la prime de risque », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2003, pp. 51-64.

redémarré aux deuxième et troisième trimestres (graphique 1.6), par un recours de plus en plus large à la titrisation d'obligations notées B ou moins, en raison de l'étroitesse des primes et de la rareté des émissions de qualité.

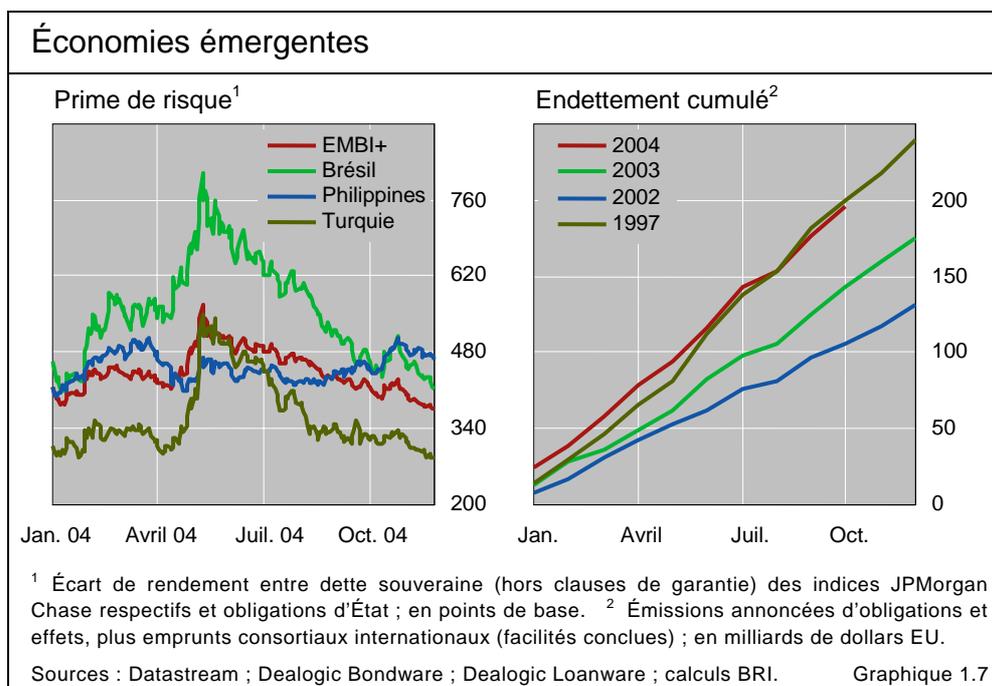
Surtout, ces facteurs se sont mutuellement renforcés pour amplifier la contraction des primes. L'amélioration de la qualité du crédit a réduit les primes, ce qui a incité les investisseurs à rechercher de plus hauts rendements, et notamment les montages structurés, augmentant encore la pression sur les primes.

Creux historiques pour les primes des économies émergentes

Des facteurs analogues ont tiré vers le bas les primes des économies émergentes. Après leur brusque tension, en avril et en mai, lors des dégagements sur l'obligataire mondial, elles ont diminué progressivement jusqu'à fin novembre (graphique 1.7) ; le 26, l'indice EMBI+ s'affichait à 376 pb, son minimum depuis octobre 1997.

Les économies émergentes ont continué de profiter de ces conditions de financement très favorables, non seulement en levant un volume considérable de fonds sous forme d'obligations et de crédits, mais aussi en allongeant les échéances et en diversifiant les devises (locales comprises) (« Marché des titres de dette »). Elles sont bien parties pour égaler en 2004 leur record de 1997. Signe d'une plus grande réceptivité des investisseurs à l'égard des stratégies de financement novatrices, la Colombie est devenue, en novembre, la seconde économie souveraine n'ayant pas la qualité investissement à émettre une obligation planétaire libellée dans sa monnaie nationale, ce qui

Économies émergentes en passe d'égaliser leur record d'émissions de 1997



doit contribuer à la rendre moins vulnérable à l'asymétrie de devises (étude « Risque-pays : évaluation des nouvelles approches »)³.

Dans des conditions de marché généralement meilleures, les cours des produits de base ont créé un élément majeur d'incertitude. Leur niveau élevé, ces dernières années, a soutenu une croissance forte dans bien des économies émergentes, en particulier en Amérique latine et en Afrique, et a contribué à améliorer les soldes des paiements courants. Les cours des métaux communs ont augmenté de 12 % en septembre, mais sont repartis à la baisse après la publication, le 8 octobre, de chiffres de l'emploi aux États-Unis plus faibles qu'anticipé (graphique 1.4). Le 13 octobre, sur le London Metal Exchange, les cours ont connu une chute de près de 10 %, attribuée aux préoccupations concernant les perspectives des économies américaine et chinoise.

Hausse temporaire des primes sur les marchés émergents après la chute des cours des métaux

Cette accumulation de surprises négatives a entraîné, mi-octobre, un élargissement notable des primes des économies émergentes. Le Brésil, les Philippines et d'autres pays fortement endettés ont été parmi les plus touchés. Ces dégagements n'ont toutefois pas duré. Le retour de la confiance dans les perspectives économiques aux États-Unis ainsi que l'annonce d'un faible niveau des stocks de certains produits de base ont relevé les cours et réduit les primes fin octobre et début novembre.

À la différence de ce qui s'était passé lors de précédents dégagements, les primes sur les émissions turques en devises n'ont alors quasiment pas varié. La perspective de l'adhésion de la Turquie à l'Union européenne a permis leur découplage d'avec celles des autres économies émergentes fortement endettées. Début octobre, la Commission européenne avait recommandé l'ouverture de négociations en vue de l'adhésion ; il semblerait que les marchés s'attendent à ce que les gouvernements européens souscrivent à cette recommandation en décembre.

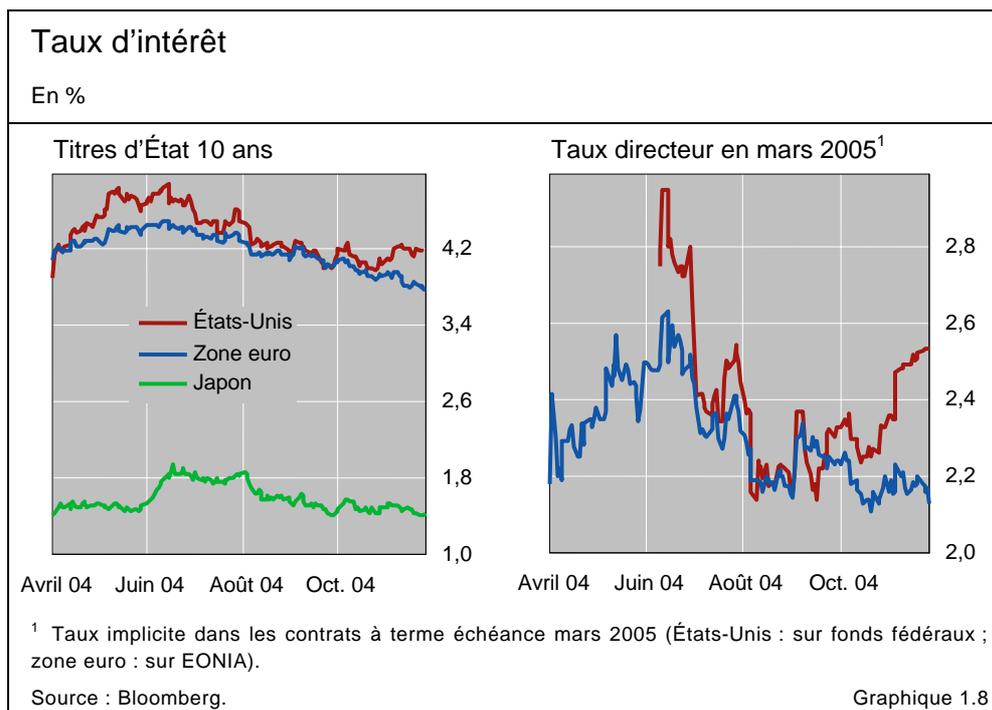
Préoccupations pour la dette croissante des Philippines

Si, fin novembre, les primes de la plupart des économies émergentes étaient à un nouveau creux ou proches de leur plus bas de l'année, ce n'était pas le cas pour les Philippines, dont la charge croissante d'endettement préoccupe les marchés. Le mouvement a commencé fin août, lorsque la présidente de la République a souligné l'urgence d'une discipline budgétaire. Il s'est accentué en octobre, après que les grandes agences de notation eurent averti qu'elles envisageaient d'abaisser la note du pays. Le sentiment négatif a été renforcé par les retards pris dans l'adoption d'une législation destinée à augmenter les recettes publiques.

Les rendements à long terme restent bas

Bien que tous les marchés (actions, obligations et dette des économies émergentes) se soient redressés, les rendements à long terme sont

³ L'Argentine a été la première à le faire, en 1997. Pour ce qui est de l'émission de la Colombie, tous les paiements sont libellés en pesos, mais réglés en dollars EU sur la base d'un cours de change moyen calculé sur les 28 jours précédant le paiement.



redescendus de leurs pics de juin : le rendement du Trésor EU 10 ans a perdu 90 pb par rapport à son maximum du 14 juin, revenant à 4 % le 22 septembre (graphique 1.8). Il a ensuite fluctué à l'intérieur d'une fourchette de 25 pb, pour se stabiliser à 4,2 % après la mi-novembre, avant de remonter à nouveau en fin de mois. Les rendements en yens ont évolué de façon similaire, mais les rendements en euros ont poursuivi leur baisse jusque fin novembre.

Par leur stabilité, les anticipations d'inflation ont contribué à la baisse des rendements à long terme jusqu'en septembre, mais leur détérioration ultérieure n'a pas entraîné de tension. Les prévisions des économistes, nettement revues à la hausse au deuxième trimestre, ont continué d'augmenter aux troisième et quatrième. De même, les taux d'inflation implicites dans les rendements des obligations indexées (« point mort d'inflation ») se sont élevés au quatrième trimestre, surtout aux États-Unis, après avoir régressé au troisième. Même après le repli des cours pétroliers, fin octobre, les perspectives d'inflation, aux États-Unis notamment, ont continué de se dégrader. Néanmoins, ce retournement n'a pas engendré de turbulences ; la volatilité implicite sur les principaux marchés obligataires est revenue à son plus bas depuis des années (encadré en fin de section).

Les investisseurs en obligations sont restés particulièrement sensibles aux perspectives d'évolution des taux directeurs aux États-Unis. Les relèvements opérés – une augmentation cumulée de 100 pb de l'objectif des fonds fédéraux entre juin et novembre – n'ont, en eux-mêmes, guère eu d'effets sur les rendements à long terme. Les marchés les avaient anticipés depuis le milieu de l'année et les avaient déjà répercutés. Ils ont plutôt prêté attention aux indicateurs et aux signaux émanant des autorités pour se faire une idée de l'orientation possible de la Réserve fédérale en 2005 et au-delà. Quand les perspectives de croissance se sont confirmées et que les

Les rendements restent bas malgré la détérioration des perspectives d'inflation

investisseurs ont révisé leurs anticipations, la courbe du dollar s'est relevée uniformément d'environ 20 pb entre fin septembre et fin novembre (graphique 1.9).

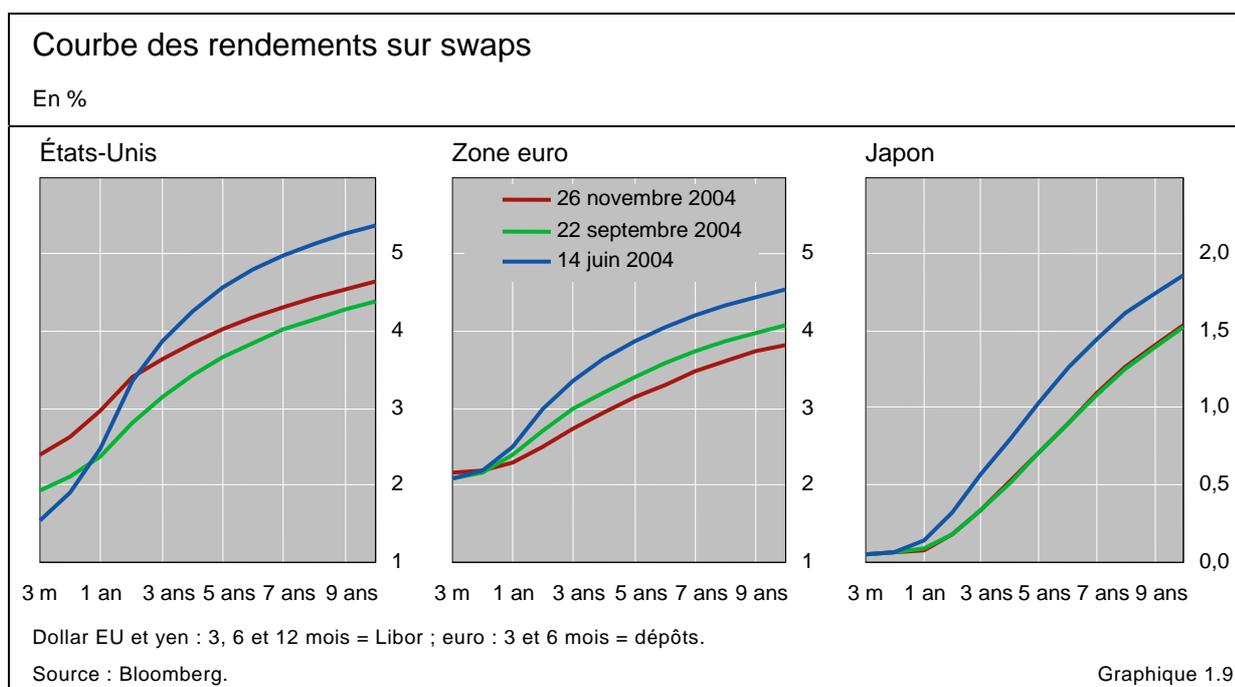
Amplés fluctuations des rendements après des chiffres de l'emploi aux États-Unis inattendus

Depuis quelque temps déjà, les intervenants estiment que l'emploi aux États-Unis est déterminant pour le rythme du resserrement monétaire. Par conséquent, ces derniers mois, les plus amples variations des rendements ont souvent été liées à une évolution imprévue de cet indicateur. Si, entre janvier 1998 et juillet 2003, une variation inattendue de 100 000 emplois non agricoles faisait bouger les rendements à 10 ans de 2 pb en moyenne, l'incidence a été de près de 10 pb durant l'année écoulée⁴. L'effet, bien souvent, résulte autant de l'évolution du marché de l'emploi au cours des mois antérieurs que de celle du mois précédent. Ainsi, alors que les chiffres d'août publiés le 3 septembre étaient tout à fait conformes aux attentes, les rendements ont augmenté de 10 pb parce que les statistiques de juin et juillet étaient simultanément révisées en hausse.

Au Japon et dans la zone euro, les fluctuations journalières les plus amples des rendements à long terme ont souvent été liées, elles aussi, aux indicateurs macroéconomiques des États-Unis, les annonces domestiques ayant une moindre incidence, comme depuis un certain temps déjà. Ainsi, le rendement de l'obligation d'État allemande 10 ans a perdu 7 pb après la publication, le 8 octobre, d'un rapport sur l'emploi aux États-Unis plus mauvais que prévu. Par contre, l'étonnante vigueur de l'indice allemand ifo, le 25 octobre, n'a pratiquement eu aucun effet sur le rendement de l'euro.

Rendements : l'euro et le yen s'écartent du dollar

En dépit d'une forte corrélation de leurs mouvements journaliers, les rendements à long terme en yens et surtout en euros ont eu tendance à suivre de moins près qu'au troisième trimestre les rendements en dollars EU. Ils ont



⁴ Banque des Règlements Internationaux, 74^e Rapport annuel, 28 juin 2004, pp. 106–107.

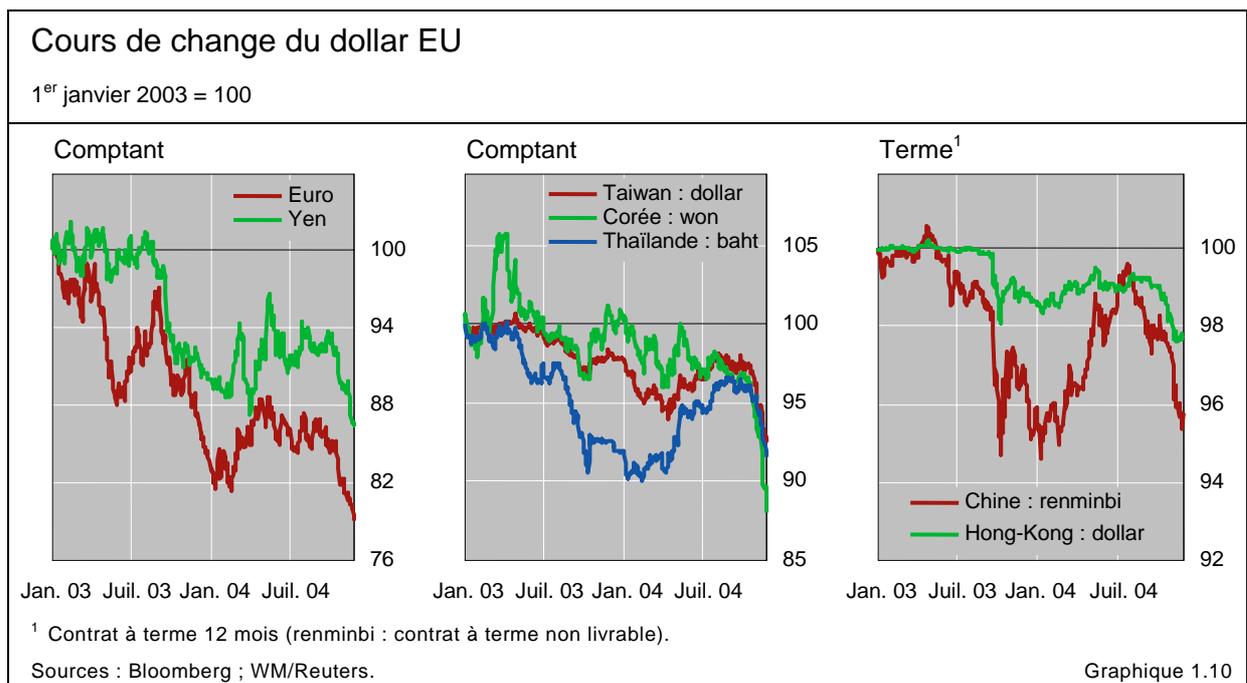
même divergé durant les deux premières semaines de novembre, quand les rendements en dollars EU ont, au contraire des autres, poursuivi leur ascension. Cette divergence s'explique en partie par une modification des anticipations de croissance : les investisseurs ont continué de douter de la vigueur de la reprise au Japon et dans la zone euro, alors qu'ils étaient plus confiants envers l'économie américaine.

Nouvelle dépréciation du dollar EU

Malgré la vigueur inattendue des indicateurs macroéconomiques publiés en novembre aux États-Unis, le dollar EU est tombé à des creux historiques par rapport à de nombreuses monnaies (graphique 1.10). Il a commencé de faiblir après la publication, le 14 octobre, du deuxième plus gros déficit commercial de l'histoire du pays pour un mois d'août. La baisse s'est précipitée quelques jours plus tard, sous l'effet de l'annonce d'un ralentissement inattendu, en août, des achats étrangers de titres américains. Le phénomène a été interprété par certains investisseurs comme la confirmation que les banques centrales d'Asie et les exportateurs de pétrole, par souci de diversification, sortaient du dollar EU et se reportaient sur d'autres monnaies, l'euro notamment (« Marché bancaire »). Si ce désengagement devait persister, il pourrait remettre en question la viabilité des gros déficits courants apparus aux États-Unis ces dernières années. Les commentaires formulés le 18 novembre par le président du Conseil de la Réserve fédérale sur ce sujet ont renforcé le sentiment négatif à l'encontre du dollar EU.

Les marchés se focalisent sur le déficit courant des États-Unis...

La dépréciation du dollar EU semble avoir contribué à faire diverger son rendement d'avec celui de l'euro. Le 25 novembre, l'euro a atteint son plus haut cours vis-à-vis du dollar, tout près de \$1,33 ; sa vigueur est considérée



comme pouvant freiner la croissance dans la zone euro et rendre moins probable un relèvement prochain des taux directeurs, deux éléments de nature à tirer les rendements vers le bas. Parallèlement, le désengagement des investisseurs ajoute aux tensions haussières sur les rendements en dollars EU.

...et font tomber le dollar à des niveaux historiquement bas par rapport à de nombreuses monnaies

Les monnaies d'Asie, elles aussi, se sont appréciées. Entre fin septembre et fin novembre, le yen et le won coréen ont gagné respectivement 6 % et 9 % par rapport au dollar EU, atteignant des records. Le renminbi chinois et le dollar de Hong-Kong ont également été davantage poussés à la hausse. Les anticipations concernant une réévaluation du renminbi se sont nettement renforcées le 5 novembre, après les déclarations de responsables chinois interprétées comme laissant entendre qu'un certain degré de fluctuation du change était souhaitable. Quelques jours auparavant, les autorités monétaires chinoises avaient, pour la première fois depuis près d'une décennie, relevé les taux d'intérêt afin de prévenir une surchauffe de l'économie. Cette initiative a été remarquée, non en raison des effets directs d'un tel resserrement monétaire, mais parce qu'elle montre que les autorités chinoises s'en remettent de plus en plus aux mécanismes du marché pour piloter l'économie.

Baisse récente de la volatilité

Sur les marchés des actions et des obligations, la volatilité n'a pratiquement pas cessé de baisser depuis deux ans, même quand les opérateurs ont été surpris par l'information sur la vigueur de l'économie mondiale émanant des indicateurs macroéconomiques. Pour les actions, la volatilité observée de la rentabilité du S&P 500 a chuté de plus de 35 % en octobre 2002 à 10 % en juillet 2004 (niveau où elle est restée jusqu'à fin novembre), tandis que la volatilité implicite au prix des options correspondantes tombait de 34 % à 15 %. Pour les obligations, la volatilité effective de la rentabilité du Trésor EU 10 ans est revenue de plus de 9 % début août 2003 à quelque 5 % fin novembre 2004, son plus bas depuis l'été 2001, et la volatilité implicite de 10 % à 5 %.

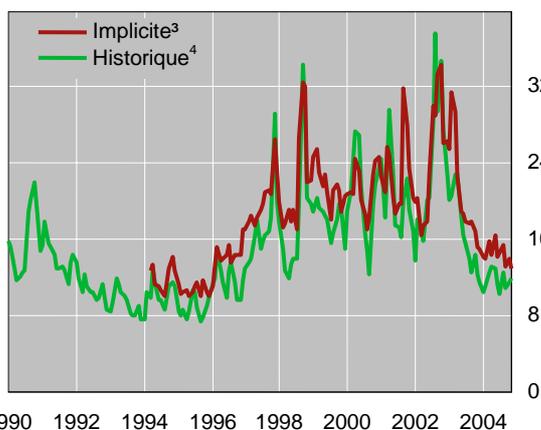
Il importe de comprendre à quel moment s'est produite cette baisse. S'agissant des actions, le mouvement s'est amorcé vers octobre 2002 ; il a mis fin à une période de volatilité exceptionnelle, marquée par le gonflement, puis l'éclatement, d'une bulle et par de graves scandales comptables. Pour les entreprises, il a prélué à une accélération des bénéfices et à un assainissement des bilans. Ce dernier élément semble avoir atténué l'effet de levier normalement associé à une volatilité élevée, ce qui a également réduit les primes de risque. En outre, la remontée des cotations, après la phase baissière de 2000–02, a pu donner à penser que les marchés n'étaient pas si vulnérables en cas de correction de plus grande ampleur.

Concernant les obligations, la volatilité paraît avoir atteint un pic à l'été 2003, période de turbulences durant laquelle les opérateurs pourraient s'être mépris sur la probabilité d'une action monétaire non conventionnelle de la part de la Réserve fédérale. En décidant, le 25 juin, d'abaisser son taux directeur de 25 pb au lieu des 50 pb attendus, la Réserve fédérale a stabilisé les anticipations. Ses signaux ultérieurs semblent avoir instauré un remarquable degré de consensus sur l'orientation future des taux directeurs. La volatilité a ainsi diminué, malgré, parfois, d'amples inflexions des anticipations sur la vigueur de la reprise, notamment lors de la parution des chiffres des emplois non agricoles aux États-Unis. Par l'efficacité de leur communication, les autorités monétaires ont annulé l'effet des surprises macroéconomiques.

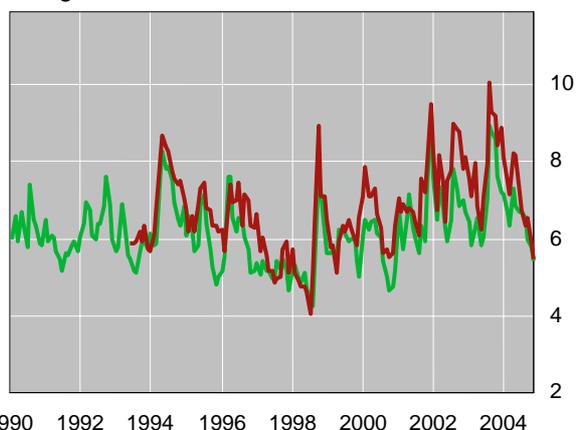
Un second facteur a contribué à la baisse de la volatilité des obligations, notamment sur le marché américain : la moindre incidence des variations de rendements liées à la couverture des portefeuilles de titres hypothécaires. À plusieurs reprises (encore en août 2003), l'élévation des rendements à long terme avait allongé la durée de ces portefeuilles, les emprunteurs limitant leurs refinancements. Les investisseurs devaient alors accroître leurs opérations de couverture, ce qui majorait temporairement les rendements. Ce phénomène a été moins sensible en 2004. Ainsi, la hausse des rendements, en avril, n'a que peu accru la volatilité. Les refinancements ont pu devenir plus rares avec la persistance de taux nominaux relativement bas et leur évolution n'était plus de nature à surprendre les opérateurs.

Mesures de la volatilité¹

S&P 500



Obligation du Trésor EU²



¹ Volatilité journalière annualisée ; moyenne mensuelle. ² Contrat à terme 10 ans. ³ Inscrite dans le prix des options d'achat à parité. ⁴ Volatilité conditionnelle des rendements journaliers sur la période janvier 1990–novembre 2004, estimée par modèle GARCH(1,1).

Sources : Bloomberg ; Merrill Lynch ; calculs BRI.