

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 : réévaluation du risque sur les marchés

Les marchés de la dette et des actions ont chuté à partir de mars 2005, quand les investisseurs ont délaissé les placements à plus haut risque. Les premiers ont enregistré leur plus forte baisse depuis 2002 et les seconds ont abandonné l'essentiel de leurs gains de 2004. Dans le même temps, les rendements à long terme sont revenus près de leurs minimums antérieurs, voire en deçà, sous l'effet notamment d'une recherche de la qualité ; une stabilisation semble être intervenue à la mi-mai, sans qu'on sache encore si cela signifiait vraiment la fin des turbulences.

L'annonce de difficultés individuelles ou sectorielles pour les entreprises – dans la construction automobile aux États-Unis, par exemple – a joué un rôle important dans le désengagement à l'égard des actifs de catégorie spéculative, de même que la morosité des statistiques économiques, surtout en avril. En mai, la vigueur inattendue des indicateurs a contribué à la remontée des actions. Les primes de risque ont cependant continué à s'accroître – et les rendements des titres d'État à diminuer – jusqu'en milieu de mois, par crainte de pertes. L'incertitude a été accentuée par la volatilité inhabituelle des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD), mais un certain calme a prévalu dans l'ensemble durant cette période de repli.

Les conditions de financement sont demeurées favorables à beaucoup d'émetteurs, en dépit de l'augmentation des primes de risque. En fait, grâce au faible niveau des rendements nominaux, les coûts d'emprunt sont restés proches de leurs minimums historiques pour le long terme. Quelques émissions obligataires ont été reportées ou annulées, mais les signatures de qualité n'ont eu aucune difficulté à lever des fonds. Cela a été le cas notamment de nombreux emprunteurs des économies émergentes, dont les primes ont nettement moins monté pendant ce dernier épisode de repli du marché que lors des précédents.

Augmentation des primes de risque

Les primes des entreprises et des économies émergentes, qui n'avaient quasiment pas cessé de se resserrer depuis octobre 2002, se sont élargies à la mi-mars 2005 (graphique 1.1). De leur plus bas, le 9 mars, pour les indices

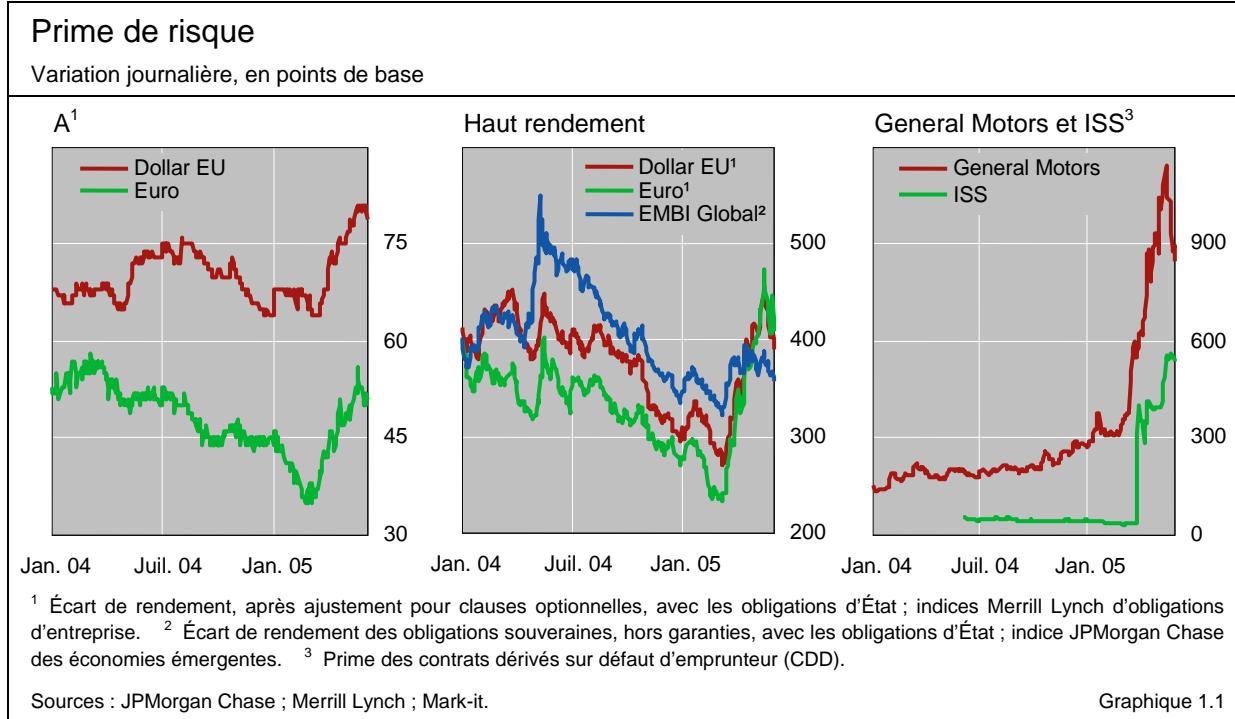
des obligations d'entreprise en dollars notées A, elles ont augmenté de près de 20 pb, culminant à 81 pb le 17 mai. Sur les hauts rendements, elles se sont accrues de 185 pb, à 457 pb, durant la même période. Une stabilisation semble avoir eu lieu à la mi-mai ; cependant, il n'apparaissait pas encore clairement, début juin, si ce renchérissement marquait ou non un tournant.

L'élargissement des primes entre la mi-mars et la mi-mai n'a été ni très marqué ni très négatif. Des écarts beaucoup plus importants avaient été enregistrés précédemment, par exemple après le défaut de la Russie en août 1998 et l'effondrement de WorldCom à la mi-2002. En outre, même lors de leur récent sommet, les primes des entreprises et des économies émergentes restaient proches de leurs niveaux d'il y a un an et nettement plus basses qu'en 2002 et 2003.

Le repli a toutefois été significatif par sa généralisation. Depuis le début de la longue ascension des marchés de la dette en octobre 2002, les primes des obligations à haut rendement s'étaient parfois accrues, mais rarement celles des titres de qualité investissement. En revanche, entre mi-mars et mi-mai 2005, elles ont augmenté pour toutes les catégories d'emprunteurs, et davantage pour le compartiment de qualité investissement. Le graphique 1.2 présente la valeur en risque (VeR) journalière de différents indices obligataires pour un niveau de confiance de 95 %, calculée à partir des rendements excédentaires effectifs sur cent jours. En février 2005, il existait une probabilité de 5 % que les pertes journalières de l'indice des obligations d'entreprise de qualité investissement dépassent 0,04 % ; pendant la phase de repli, la VeR a plus que quadruplé, pour atteindre 0,16 % à la mi-mai, alors qu'elle ne faisait que doubler pour l'indice à haut rendement, passant de 0,26 % à 0,49 %.

Les primes de risque ont commencé à augmenter en mars...

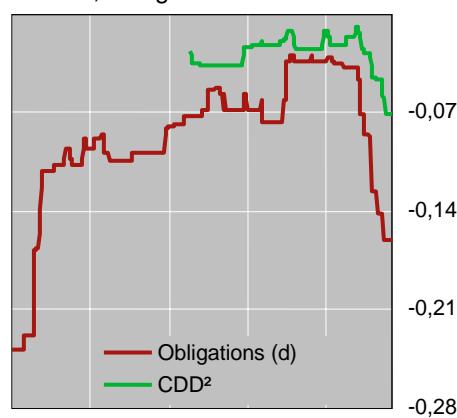
...surtout pour les signatures de qualité investissement



Risque de pertes sur les marchés de la dette

Valeur en risque, en %¹

Indices, catégorie investissement

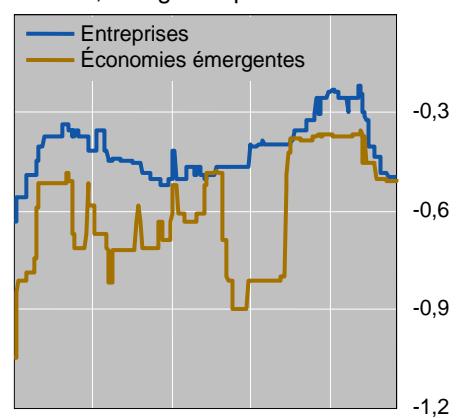


Jan. 03 Juil. 03 Jan. 04 Juil. 04 Jan. 05

Obligations (d)

CDD²

Indices, catégorie spéculative



Jan. 03 Juil. 03 Jan. 04 Juil. 04 Jan. 05

Entreprises

Économies émergentes

¹ Sur la base des rendements excédentaires journaliers sur fenêtre mobile de 100 jours ; niveau de confiance de 95 % ; Indices Lehman Brothers d'obligations en dollars EU. ² Rendements journaliers ; indice équipondéré.

Sources : Lehman Brothers ; calculs BRI.

Graphique 1.2

Catalyseurs

L'avertissement sur résultats de General Motors...

La récente réévaluation du risque semble avoir été l'aboutissement d'une série d'événements négatifs et imprévus dans le secteur des entreprises. Le plus retentissant a été l'avertissement de General Motors (GM), annonçant le 16 mars des bénéfices 2005 inférieurs à ses prévisions initiales. Les principales agences de notation ont alors abaissé à négatives leurs perspectives sur GM, amenant les investisseurs à craindre les répercussions d'un déclassement en catégorie spéculative d'une signature aussi importante. Les primes sur les CDD de GM ont immédiatement bondi d'environ 90 pb, passant à 473 pb le 16 mars, puis de 400 pb durant le mois qui a suivi (graphique 1.1).

...des irrégularités comptables...

Des irrégularités comptables, suivies d'enquêtes des autorités prudentielles, sont venues s'ajouter aux préoccupations des investisseurs. Ceux-ci ont notamment été déroutés lorsque American International Group (AIG) – premier assureur mondial et, dernièrement encore, l'une des très rares entreprises notées AAA – a admis que ses états financiers contenaient des erreurs. Fin mars, les incertitudes relatives à l'ampleur de ces erreurs ont fait doubler la prime des CDD d'AIG et entraîné le déclassement de sa note. AIG n'était d'ailleurs pas un cas isolé. Le nombre d'entreprises qui n'avaient pas déposé leurs comptes annuels en mars, date limite fixée par la SEC, a fortement augmenté en 2005, ces retards étant imputés le plus souvent à des carences dans les pratiques comptables et les contrôles financiers internes.

...et les rachats de sociétés avec effet de levier...

Les investisseurs ont également été pris de court par plusieurs opérations de restructuration de capital. Début 2005, de nombreuses sociétés ont annoncé des projets d'augmentation de dividende ou de rachat d'actions, parfois dans l'intention déclarée d'accroître leur endettement, et d'autres ont été la cible d'offres de rachat avec effet de levier. Ces opérations se multiplient

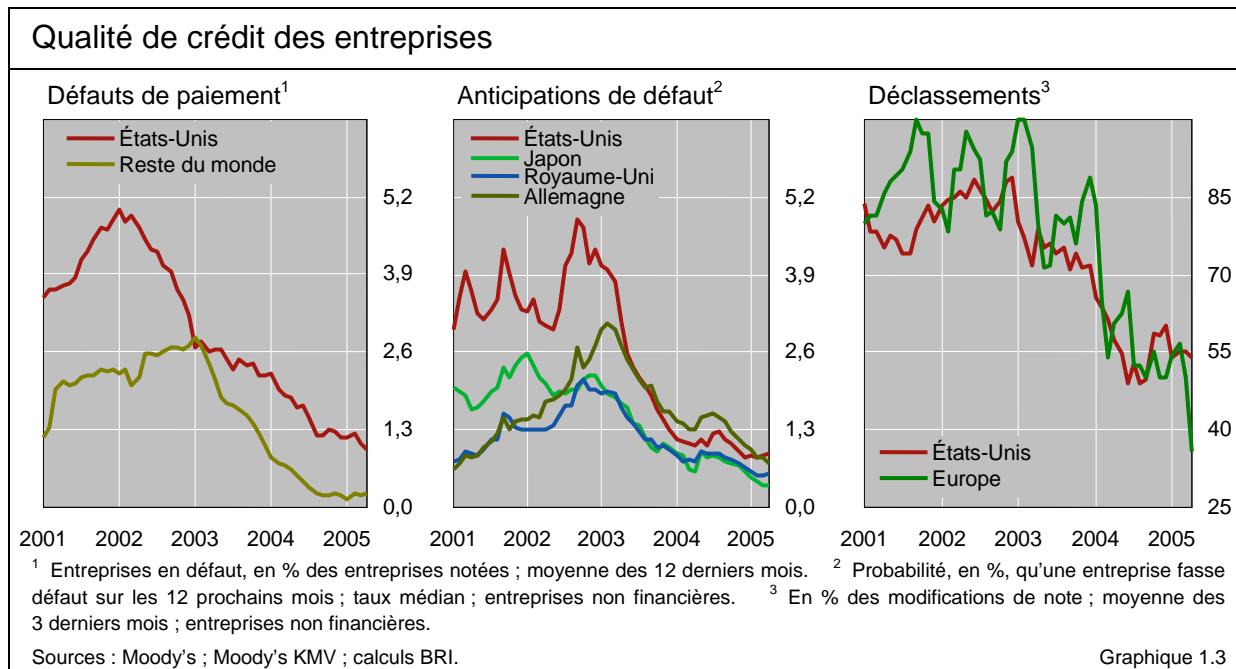
depuis au moins mi-2004. La reprise de la société de nettoyage danoise ISS, fin mars, a été particulièrement déstabilisante, car elle illustrait une certaine négligence des créanciers au sujet des clauses protégeant leurs intérêts, apparue ces dernières années parallèlement au rétrécissement des primes, notamment sur les marchés des titres à haut rendement. Aucune clause ne prévoyait la possibilité pour les porteurs des obligations d'ISS d'accélérer les remboursements en cas de prise de contrôle. Les capitaux privés proposant le rachat de la société ont ainsi pu subordonner les obligations existantes. Devant la perspective d'une augmentation de l'endettement d'ISS, les primes de ses CDD ont été multipliées par huit le jour de l'annonce de l'opération, passant de 39 pb à 315 pb (graphique 1.1).

Cela étant, ces événements n'ont pas été nécessairement interprétés comme des signes de faiblesse sous-jacente du secteur des entreprises, dans la mesure où la qualité de crédit s'est sensiblement améliorée ces dernières années. En outre, même en présence de signes de plafonnement de la qualité de crédit, surtout aux États-Unis, aucune détérioration n'est généralement anticipée à brève échéance. Dans ce pays, les déclassements sont restés proches de leur creux le plus récent, avec pourtant une légère augmentation depuis fin 2004 (graphique 1.3). De même, les estimations des probabilités de défaut, calculées à partir des informations de bilan et de la volatilité des actions, demeurent voisines de leur plancher cyclique. En Europe et au Japon, les surclassements sont toujours plus nombreux que les rétrogradations et les probabilités de défaut peu élevées.

Recherche de la qualité

La solidité des conditions de marché sous-jacentes conduit à penser que l'élargissement des primes résulte plus d'une révision de la tarification que d'une perception accrue des risques. L'aversion pour le risque était tombée à de très bas niveaux fin 2004 et début 2005, notamment parce que les

...entraînent une réévaluation du risque



investisseurs étaient prêts à en faire abstraction dans leur quête de rendement. L'avertissement sur résultats de GM, le rachat d'ISS et d'autres faits similaires sont venus leur rappeler le caractère risqué des instruments de dette. Le rejet du risque a aussi été amplifié par les nouvelles économiques décevantes publiées en mars et avril.

Le retour de la confiance, pendant la seconde quinzaine d'avril, grâce en partie à l'annonce de résultats de Ford et GM conformes aux attentes des investisseurs, s'est avéré éphémère. Les primes se sont à nouveau accrues en mai, en raison de la persistance de craintes liées au risque circonstanciel. Standard & Poor's a ajouté à la morosité le 5 mai, en retirant à Ford, GM et à leurs filiales financières la qualité investissement. Le moment choisi et la sévérité des déclassements ont beaucoup surpris : S&P a réduit la note de GM de deux crans, à BB, et celle de Ford d'un cran, à BB+.

Les marchés des obligations d'entreprise sont restés calmes après ces rétrogradations, avec une quasi-stabilité des primes sur les titres notés A les jours qui ont suivi cette annonce. Les dérivés de crédit ont davantage accusé le coup que les marchés au comptant (voir encadré). Des fonds spéculatifs auraient subi des pertes importantes dans le cadre de tranches CDD sur GM et sur indices. L'anticipation des conséquences systémiques d'une éventuelle défaillance de certains intervenants à fort effet de levier a pesé sur les marchés de la dette pendant la première quinzaine de mai. La recherche de positions plus liquides par les fonds spéculatifs, en prévision parfois d'une augmentation des demandes de rachat liée aux rendements médiocres des mois précédents, a également accentué les pressions.

Le rebond des actions a contribué à stabiliser les marchés des titres de dette à partir de la mi-mai. Les primes ont atteint un maximum le 17, bien après le début du renchérissement des actions (infra). L'indice nord-américain des CDD a ensuite enregistré une baisse spectaculaire de 16 pb, à 62 pb, les deux jours suivants. Les primes des obligations d'entreprise se sont également resserrées, mais plus lentement. Début juin, il était toutefois impossible de dire si le repli des marchés de la dette était terminé.

Meilleures performances des économies émergentes

Les primes des économies émergentes n'ont pas été autant affectées que celles des entreprises. Elles ont culminé plus tôt, vers le 15 avril, pendant la phase de recherche de qualité, et ont fait preuve d'une moindre volatilité. Elles ont été moins pénalisées, en outre, que lors du repli de 2004. L'indice EMBI Global, qui avait gagné environ 150 pb en avril-mai 2004 et inscrit un pic de 549 pb, ne s'est accru que de 73 pb en mars-avril 2005, à 395 pb.

Cette résistance des primes des économies émergentes peut s'expliquer par le fait que les événements qui ont conduit à une réévaluation du risque – avertissements sur résultats, irrégularités comptables et rachats avec effet de levier – ne concernaient guère les créances souveraines. En outre, le dynamisme de ces économies a aidé à amortir le choc.

Si les économies émergentes n'ont pas été à l'abri de surprises, les répercussions n'y sont pas apparues aussi marquées que pour les entreprises.

Résilience de l'obligataire : le déclassement de Ford et General Motors

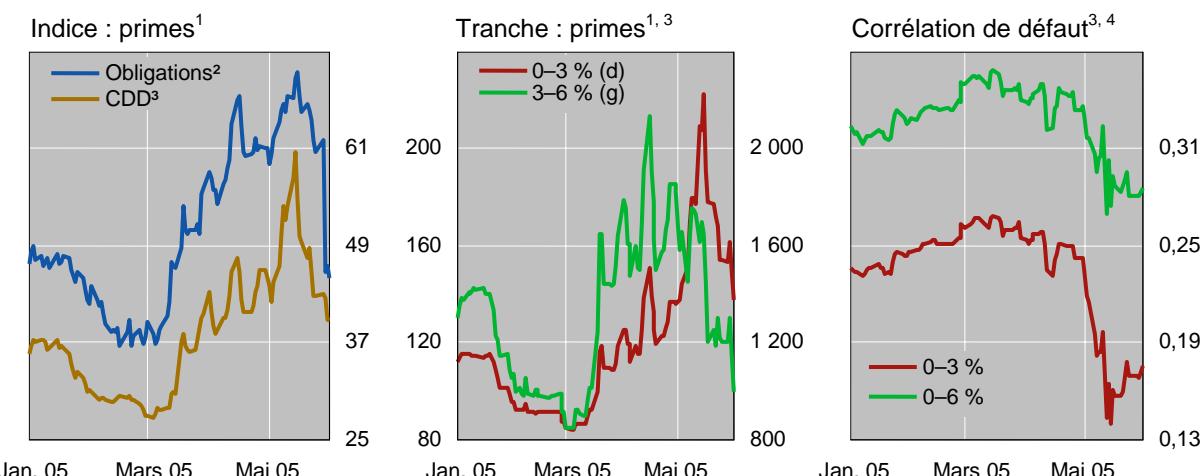
La perte de la qualité investissement par Ford, General Motors (GM) et leurs filiales financières, après leur déclassement par Standard & Poor's, a mis à l'épreuve la résilience de l'obligataire. Ford et GM comptent parmi les plus importants émetteurs d'obligations d'entreprise, avec conjointement environ 3 % de l'encours de la catégorie investissement au moment de leur déclassement et près de 15 % peut-être, maintenant, de la catégorie spéculative. Leur dette, détenue par un grand nombre d'investisseurs, est souvent utilisée comme sous-jacent de titres garantis par des créances (TGC). Leur déclassement avait donc de quoi perturber profondément l'obligataire ; pourtant, le comptant s'est ajusté de manière ordonnée. Les marchés dérivés ont été plus affectés : en mai, les primes des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD) ont fortement augmenté pendant plusieurs jours dans la première quinzaine et fortement diminué dans la seconde (graphique, cadre de gauche). Les répercussions sur les autres marchés ont toutefois été limitées.

Trois facteurs ont facilité cet ajustement ordonné. Premièrement, le déclassement avait été anticipé depuis longtemps, et les gérants d'actifs avaient déjà recomposé leurs portefeuilles : depuis mi-2003, les constructeurs automobiles payaient des primes plus proches de la catégorie spéculative que de la note BBB. Deuxièmement, Ford, qui conserve son statut investissement chez Moody's et Fitch (comme GM chez Moody's), restera un certain temps dans les indices de signatures de qualité, qui retiennent généralement une moyenne des notations. Enfin et surtout, de nombreux gestionnaires de portefeuilles obligataires ont pris l'habitude, ces dernières années, de personnaliser leur référence opérationnelle, en sortant des indices de marché les titres au comportement atypique, en se fixant des limites d'exposition plus strictes et en tolérant de plus amples écarts par rapport à la référence. Cette pratique tend à réduire l'incidence des changements de composition des indices.

Sur les marchés dérivés, le déclassement a eu un impact plus négatif que sur l'obligataire. Étant donné qu'il y est plus facile de prendre des positions, courtes en particulier, les investisseurs à effet de levier, tels les fonds spéculatifs et les services de négociation pour compte propre des banques d'investissement, ont tendance à y être plus actifs que sur le comptant. Ces opérateurs jouent un rôle important en faveur de la liquidité et dans la détermination des prix, mais ils peuvent aussi parfois, comme en mai 2005, amplifier les tendances.

Le déclassement de Ford et GM a provoqué des changements de prix relatifs inattendus pour quelques actifs. En conséquence, certaines stratégies d'arbitrage de valeur relative (consistant à prendre des positions se compensant approximativement dans deux actifs aux caractéristiques similaires mais pas identiques et négociés à des prix différents) ont entraîné d'importantes pertes. Par exemple, les opérateurs misant sur la contraction de l'écart entre la cotation des

Marchés des CDD



¹ En points de base. ² Sur swaps d'actifs, par rapport au Libor ; entreprises industrielles de qualité investissement de l'indice JPMorgan Euro Credit ; rupture de série le 1^{er} juin à la suite du retrait de Ford et de GM. ³ Indice iTraxx Europe à 5 ans (composition la plus récente). ⁴ Implicite dans la prime d'une tranche synthétique de premières pertes.

Sources : JPMorgan Chase ; calculs BRI.

obligations GM convertibles en actions et celle d'un portefeuille synthétique équivalent (obligations standard plus options d'achat d'actions) ont perdu de l'argent sur chaque position : le 4 mai, le cours de l'action GM a grimpé de 18 % après l'offre d'acquisition d'une grosse participation par l'homme d'affaires Kirk Kerkorian et, le 5 mai, les primes des obligations et des CDD GM se sont accrues après le déclassement par S&P.

Autre exemple, les arbitrages sur les divergences de prime sur tranches TGC. La prime sur tranche de premières pertes (*equity*) a tendance à être bien plus élevée que le coût d'une position (bénéficiant d'une couverture dynamique) sur le TGC sous-jacent – ou sur la tranche (*mezzanine*) qui absorbe 3–10 % des pertes. Début 2005, un investisseur qui avait vendu une protection sur tranche de premières pertes de l'indice iTraxx Europe et qui s'était ensuite couvert contre des variations des primes obligataires affectant l'ensemble du marché en achetant une protection sur l'indice sous-jacent aurait gagné 300–400 pb. (Une telle transaction, exposée aux variations des corrélations de défaut, est appelée pour cette raison « position longue de corrélation ».) Les opérateurs qui avaient anticipé une stabilité ou une hausse des corrélations de défaut ont été surpris par leur vive contraction en mai (graphique, cadre de droite). À partir de mi-avril, en effet, les investisseurs apparaissaient de plus en plus préoccupés par les risques idiosyncrasiques, ce qui a conduit à un élargissement de la prime sur les tranches *equity* et des pertes sur les positions longues de corrélation (graphique, cadre du milieu) ; l'élargissement a été amplifié par les déclassements. Certains opérateurs ont cherché à limiter leurs pertes en dénouant leurs positions, ce qui a comprimé temporairement la prime de la tranche *mezzanine* et accru les pertes. Alors que, normalement, cette prime varie dans le même sens que l'indice, elle a parfois évolué en sens contraire, début mai.

Au fur et à mesure que s'accumulaient les pertes sur ces arbitrages de valeur relative, les investisseurs rééquilibraient leur portefeuille pour ajuster leur couverture, répondre aux appels de marge et réduire leur exposition au risque. Cela a alors nui à la liquidité, en particulier pour les indices et tranches CDD. Étant donné que de nombreux opérateurs à effet de levier avaient des positions similaires, leur désengagement a amplifié le processus. Cette spirale rappelle, avec moins d'ampleur cependant, les suites du moratoire russe et du quasi-effondrement de Long-Term Capital Management, en 1998^①. Toutefois, tandis que la volatilité s'était répandue rapidement d'un marché à l'autre, en 1998, elle s'est peu propagée, cette fois. La perception d'une solidité économique fondamentale a aidé à freiner la contagion, comme l'a fait l'amélioration de la gestion du risque depuis lors^②. Les fonds spéculatifs, en particulier, apparaissent aujourd'hui bien moins endettés. Début juin, rares étaient les contreparties qui semblaient éprouver des difficultés financières sévères par suite du déclassement des constructeurs automobiles par S&P.

^① Comité sur le système financier mondial, *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, octobre 1999. ^② P. McGuire, E. Remolona et K. Tsatsaronis, « Fonds spéculatifs : évolution de l'exposition au risque et de l'effet de levier », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2005, pp. 57–70.

En Équateur, par exemple, un soulèvement populaire a provoqué la démission du président et accentué l'incertitude sur la politique économique à venir, mais ces problèmes ont été considérés comme spécifiques au pays ; pendant la semaine du 18 avril, la prime souveraine en dollars a augmenté de 150 pb, mais elle s'est resserrée pour la plupart des autres pays. En avril également, la perspective d'un rejet du projet de constitution européenne par l'électorat français, de nature à compliquer les négociations d'accession à l'UE, a élargi les primes de la Turquie. Les retards dans la finalisation de l'accord de restructuration de la dette argentine n'ont pas empêché le gouvernement de faire appel au marché obligataire local en mai, pour la première fois depuis son défaut. Rappelons qu'en février les détenteurs de 76 % de la dette en défaut de paiement avaient décidé d'accepter l'offre du gouvernement, mais l'échange prévu a été différé jusqu'à début juin par des recours en justice.

La réévaluation des primes des économies émergentes, contrairement à celles des entreprises, a été davantage influencée par la situation macroéconomique que par le risque circonstanciel. Confirmant la tendance observée au moins depuis début 2004, ces primes se sont montrées plus sensibles aux anticipations sur l'évolution de la politique monétaire américaine. Le 9 mars, par exemple, après l'augmentation de 15 pb des rendements du Trésor EU 10 ans, elles ont progressé de 6 pb, pendant que celles des entreprises de qualité investissement restaient inchangées. Le 22 mars, à nouveau, elles ont suivi la hausse des rendements, alors que les marchés des obligations d'entreprise n'ont guère réagi.

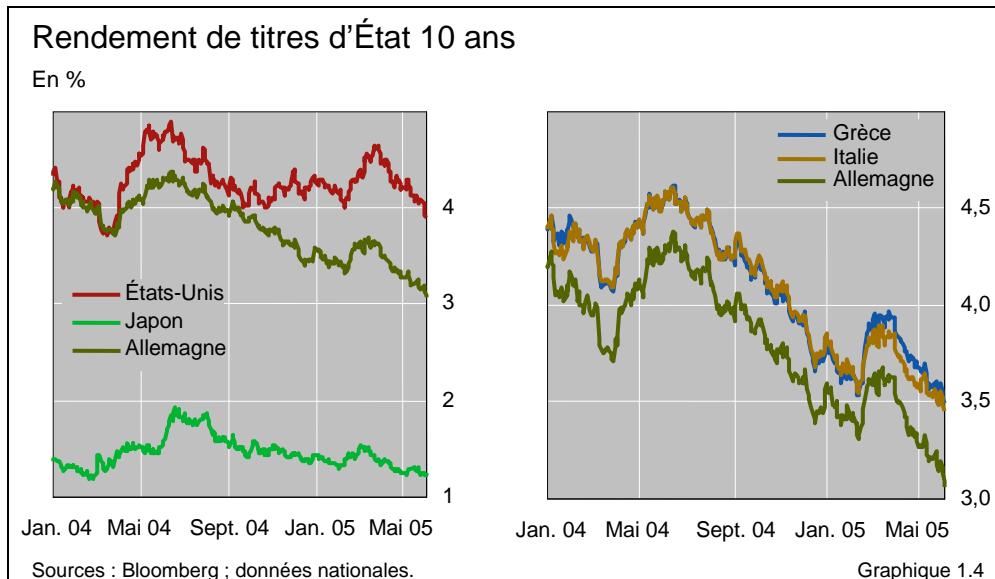
...mais sont sensibles à l'évolution des conditions macroéconomiques

L'accentuation de l'aversion pour le risque a incité de nombreux emprunteurs de ces régions à reporter leurs programmes d'emprunts. Cette décision a été d'autant plus facile à prendre que beaucoup d'entre eux s'étaient déjà financés au premier trimestre à des conditions exceptionnellement favorables. Les emprunteurs avaient alors levé quelque \$70 milliards sur les marchés internationaux, soit 13 % de plus que durant la période correspondante de 2004 (« Marché des titres de dette »). Les émissions ont été moins nombreuses en avril-mai, pour des montants cependant comparables à ceux de 2004.

Les taux longs retrouvent leur tendance baissière

En dépit de l'accroissement des primes, les coûts de financement de beaucoup d'entreprises et d'emprunteurs d'économies émergentes sont restés inchangés ou ont même diminué, en raison d'un recul des rendements nominaux. Après avoir brièvement progressé en février, les rendements à long terme ont retrouvé, fin mars, leur tendance baissière (graphique 1.4). Le rendement du Trésor américain 10 ans a cédé 60 pb par rapport à son sommet du 22 mars, pour s'inscrire à pratiquement 4,0 % le 24 mai, encore en dessous du niveau que le président de la Réserve fédérale avait qualifié d'« énigme » quelques mois plus tôt (graphique 1.5). Dans le même temps, le rendement du *Bund*

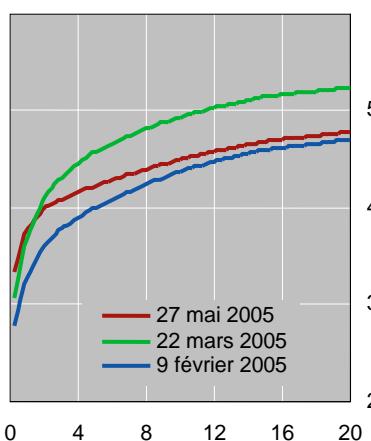
Accroissement des primes compensé par une baisse des rendements



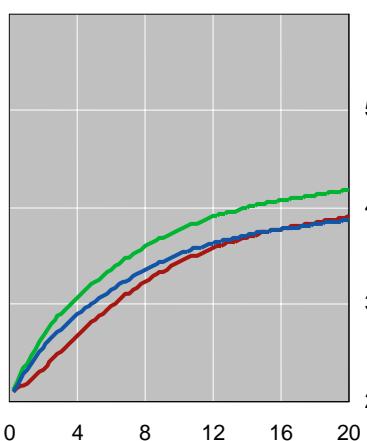
Courbe des rendements sur swaps

En %

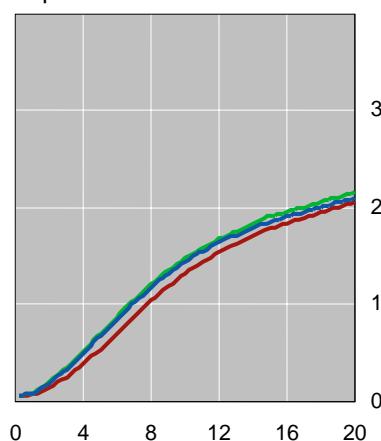
États-Unis



Zone euro



Japon



Rendement annuel ; en clôture à Londres. 3 mois : dollar EU et yen = Libor ; euro = dépôts.

Sources : Bloomberg ; ICAP ; calculs BRI.

Graphique 1.5

10 ans a chuté de 40 pb, à 3,3 %, son plus bas depuis la création de l'Union monétaire européenne.

Les rendements en dollars ont décrû, en réaction pour une bonne part à des statistiques macroéconomiques décevantes. La hausse de 8 pb du rendement 10 ans, après le communiqué du 22 mars de la Réserve fédérale qui avait de nouveau mis l'accent sur les tensions inflationnistes, a d'ailleurs marqué le sommet des taux longs pour la période. Par la suite, les indicateurs peu favorables publiés fin mars et en avril ont lourdement pesé (graphique 1.6). Ainsi, les piétres chiffres sur la confiance des ménages parus mi-avril et la croissance du PIB, étonnamment inférieure à la norme, quelques semaines plus tard ont entraîné une baisse substantielle des rendements. Les relèvements de taux de la Réserve fédérale s'étaient pourtant poursuivis, ponctués par des messages répétés sur la perspective de nouvelles hausses « mesurées ».

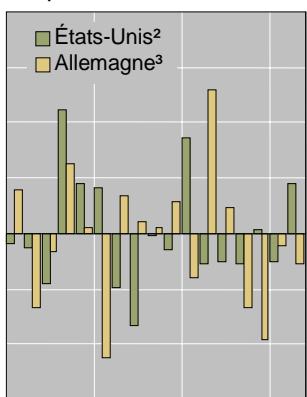
Les statistiques macroéconomiques ne sont toutefois pas seules en cause dans la diminution des rendements ; il est également apparu que les obligations du Trésor EU ont bénéficié de la recherche de placements refuges, due à une aversion accrue pour le risque et au repli des marchés de la dette (supra). Aux États-Unis, les indicateurs macroéconomiques sont devenus plus favorables en mai, avec les chiffres positifs sur l'emploi publiés le 6, mais les rendements sont restés modérés. Le 10, les taux de référence ont sensiblement fléchi, à la suite de conjectures sur des pertes de fonds spéculatifs et du recul des actions bancaires, qui ont alimenté la demande de valeurs du Trésor EU. Quelques jours plus tard, alors que les résultats des ventes de détail en avril, meilleurs que prévu, déclenchaient dans un premier temps des cessions de titres du Trésor EU, les rendements ont néanmoins clôturé en baisse, cédant encore 3 pb sur la séance, sous l'effet d'une chute

Recul des rendements après des statistiques décevantes...

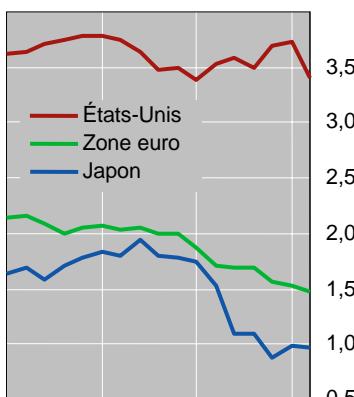
...et recherche de placements refuges

Nouvelles macroéconomiques

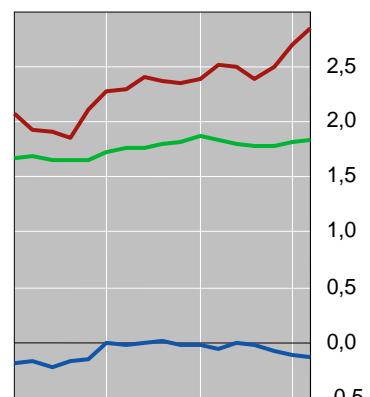
Surprises¹



Croissance 2005⁴



Inflation 2005⁴



Jan. 04 Juin 04 Nov. 04 Avr. 05 Jan. 04 Juin 04 Nov. 04 Avr. 05 Jan. 04 Juin 04 Nov. 04 Avr. 05

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 Indicateur du climat des affaires, enquête de l'Institut für Wirtschaftsforschung (ifo). ⁴ Prévision publiée chaque mois par Consensus Economics. Les observations sont représentées à la fin du mois au cours duquel la prévision a été effectuée ; variation, en %, par rapport à l'année précédente.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.6

des actions et de rumeurs d'un report sur les titres d'État. L'annonce du Trésor EU, le même mois, laissant entrevoir une reprise des émissions à 30 ans, après cinq années d'interruption, a provoqué un repli marqué dans le compartiment long, mais le rendement de référence 10 ans a très peu progressé.

Dans la zone euro, les statistiques macroéconomiques décevantes ont encore été plus fréquentes et le rendement du *Bund* a touché de nouveaux creux historiques. L'écart entre les rendements 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro est passé d'environ 80 pb au premier trimestre à 90 pb récemment. L'indice ifo du climat des affaires en Allemagne a enregistré une baisse surprenante, le 25 avril, tombant à son plus bas niveau depuis un an, ce qui a coïncidé avec un recul de 4 pb du rendement du *Bund*. Ces diverses annonces ont conduit de nombreux analystes à ne pas prévoir un relèvement des taux de la BCE dans l'immédiat. Comme souvent, le *Bund* a également réagi aux indicateurs américains, cédant par exemple quelques points de base après les mauvais chiffres du PIB, le 28 avril.

Le rendement du *Bund* à des creux records

Les écarts de rendement entre titres d'État de la zone euro ont également augmenté, les investisseurs devenant plus réceptifs aux problèmes budgétaires nationaux. Les primes de l'Italie et de la Grèce par rapport au *Bund* se sont accrues progressivement, en raison de doutes sur la réalisation des objectifs budgétaires (graphique 1.4). Dans un contexte général de réduction des positions de *carry trade*, la recherche de placements refuges semble avoir également profité au *Bund* et aux obligations en francs suisses, au détriment des titres des pays de l'UE susceptibles d'adhérer à l'union monétaire.

Les rendements en yens suivent l'évolution des cours des actions

Au Japon, les rendements ont également diminué, mais nettement moins que dans la zone euro ou aux États-Unis. Le marché obligataire a semblé davantage sensible au recul des actions qu'aux signes de stagnation macroéconomique. L'annonce, le 28 avril, de la révision en baisse des projections IPC par la Banque du Japon, dans le sens de la prévision consensuelle (graphique 1.6), s'est toutefois accompagnée d'un effritement de quelques points de base des rendements, alors que les chiffres de la production industrielle très en retrait, diffusés le 30 mars, et les perspectives économiques médiocres de l'enquête *Tankan* de mars ont eu un effet négligeable. En revanche, les rendements 10 ans ont enregistré une baisse journalière relativement prononcée (3-4 pb) lors des deux séances où les actions ont le plus chuté, les 15 et 18 avril. L'annonce de l'allongement de la durée d'un important indice obligataire, fin mai, a également pesé sur les rendements, car elle semble avoir stimulé la demande des fonds de pension pour des obligations à échéance éloignée.

Aversion pour le risque sur les marchés des actions

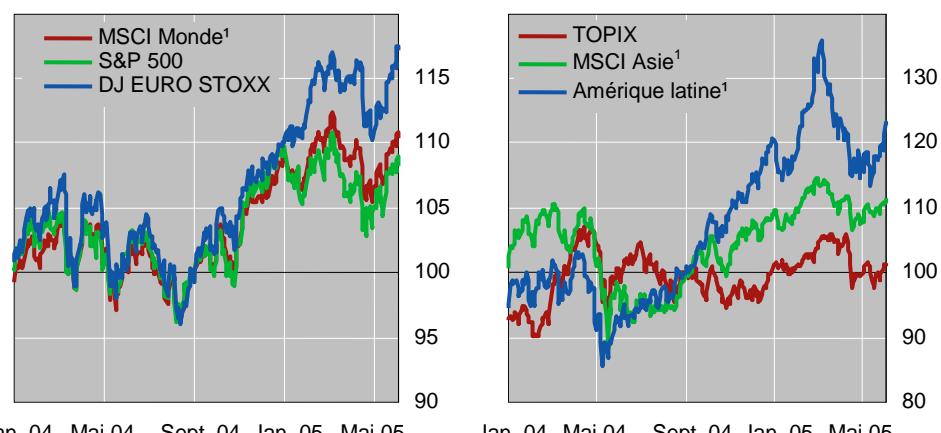
Faiblesse des indices boursiers en mars et avril...

Les marchés des actions ont connu des hauts et des bas (graphique 1.7). Les principaux indices boursiers ont chuté en mars-avril, en raison d'un goût moins prononcé pour le risque et de la faiblesse des données macroéconomiques. Malgré un rebond de certains indices, en mai, le S&P 500, le DJ EURO STOXX et le Nikkei 225 ont cédé respectivement 2 %, 1 % et 6 % du 7 mars au 27 mai, date à laquelle les indices américain et japonais se trouvaient proches ou en dessous des niveaux du début de l'année.

Plus ou moins en parallèle avec le repli des marchés de la dette, la volatilité a fortement progressé à la mi-avril sur tous les grands marchés des actions. La volatilité, en termes implicites et historiques, qui était tombée début 2005 à son plus bas depuis près de dix ans, a semblé interrompre sa

Cours des actions

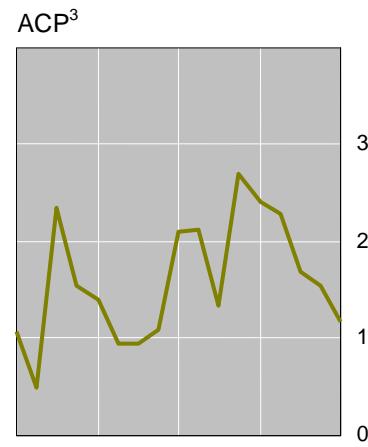
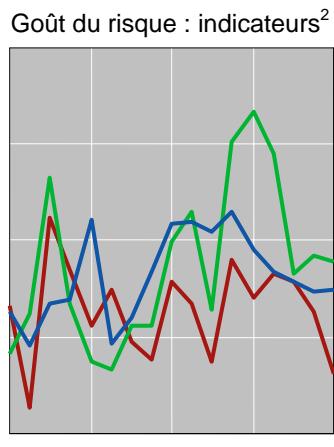
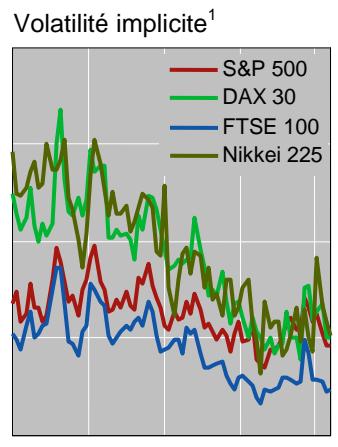
En monnaie locale ; 1^{er} septembre 2004 = 100



Sources : Bloomberg ; Datastream.

Graphique 1.7

Marchés des actions : volatilité et goût du risque



Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05 Mai 05 Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05 Mai 05 Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05 Mai 05

¹ Volatilité implicite dans le prix des options d'achat à parité sur indice boursier ; moyenne hebdomadaire. ² Obtenus à partir de la différence entre deux distributions des rendements, l'une implicite dans les primes des options, l'autre fondée sur les rendements effectifs estimés à partir de données historiques. ³ Analyse en composantes principales : première composante principale obtenue à partir des trois indicateurs de goût du risque.

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

...devant l'aversion des investisseurs pour le risque...

longue tendance baissière, même si elle a diminué quelque peu en mai et demeurait alors encore bien inférieure à ses valeurs de 2002 (graphique 1.8, cadre de gauche).

Les investisseurs en actions ont revu en hausse leurs anticipations du risque et sont devenus plus réticents. Notre indicateur de l'aversion pour le risque, calculé pour différents marchés et globalement à partir des prix des options sur indices boursiers et de la volatilité historique, vise à mesurer la différence entre l'anticipation du risque et sa tarification. Après être resté stationnaire à des niveaux historiquement élevés, le goût pour le risque diminue de façon sensible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni depuis le début de l'année. Un indicateur synthétique pour l'ensemble de ces marchés montre qu'il était revenu, mi-mai, aux valeurs observées pour la dernière fois à la mi-2004 (graphique 1.8, cadres du centre et de droite).

...et les nouvelles économiques décevantes...

Des nouvelles macroéconomiques en retrait expliquent la faiblesse des indices américains jusqu'en avril. En mars, les investisseurs ont paru privilégier les craintes d'inflation et, partant, la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt. Les indices boursiers ont chuté à la suite des chiffres décevants des prix à la production et à la consommation ainsi que du communiqué du Comité fédéral de l'open market de la Réserve fédérale, le 22 mars, soulignant la montée des tensions inflationnistes. En avril, l'attention a privilégié la possibilité d'un ralentissement de la demande, et les actions ont à nouveau accusé le coup après les mauvais chiffres des ventes de détail publiés le 13 avril et ceux sur la confiance des ménages et du secteur manufacturier le 15 avril.

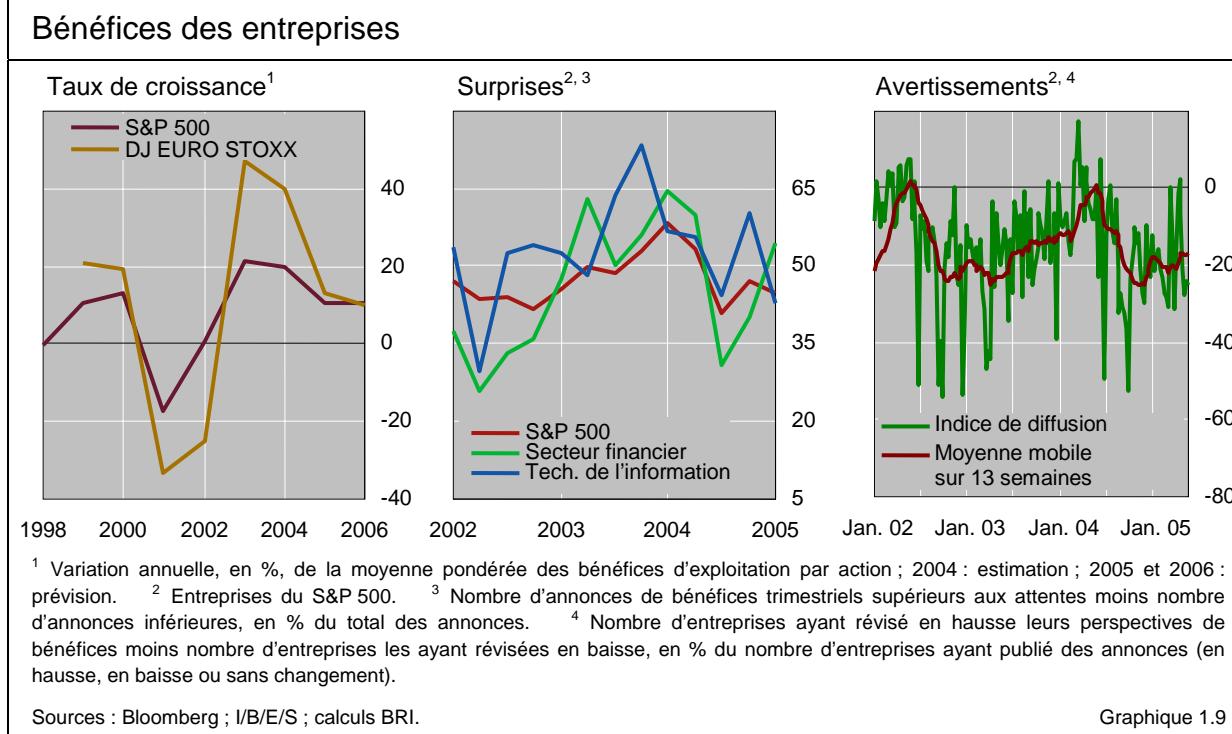
Les marchés américains des actions ont été mal orientés pendant la période, en dépit de résultats de sociétés généralement meilleurs que prévu. Il est certain que la déception concernant les bénéfices d'IBM a contribué au

recul de 2 % des principaux indices le 15 avril, mais, le même jour, d'autres valeurs vedettes comme Citigroup et General Electric faisaient état de performances supérieures aux prévisions. S'agissant des résultats des entreprises du S&P 500, la proportion des surprises positives par rapport aux négatives, qui avait légèrement progressé au dernier trimestre 2004, est restée stable en 2005. En outre, la tendance des avertissements sur résultats est allée dans le bon sens (graphique 1.9, cadre de droite). La multiplication d'annonces de résultats positifs, conjuguée à la reprise des fusions-acquisitions et à des nouvelles macroéconomiques plus favorables (en particulier, un chiffre modéré de l'inflation le 18 mai), a finalement déclenché une remontée sensible des principaux indices en mai.

Les indices boursiers européens ont suivi une évolution assez semblable, repartant en mai, après un recul marqué en mars-avril. Contrairement aux États-Unis, cependant, les nouvelles macroéconomiques sont restées moroses en Europe. Malgré tout, en Allemagne, la bourse a bien progressé, dans l'anticipation d'un renforcement possible des réformes structurelles après l'annonce, le 22 mai, d'élections anticipées. En outre, l'augmentation des fusions-acquisitions dans la zone euro a soutenu les cotations.

Les actions japonaises se sont, elles aussi, fortement repliées à la mi-avril, mais pour des raisons assez différentes. Dans un contexte macroéconomique certes toujours décevant – notamment les mauvais chiffres de la dépense des ménages, le 29 mars –, qui a fait chuter les principaux indices boursiers, la montée des tensions politiques avec la Chine a largement dégradé le sentiment, provoquant notamment une baisse de 3,8 % de l'indice Nikkei 225 le 18 avril, la plus ample en une séance depuis le 10 mai 2004.

...alors que les actions japonaises sont affectées par les tensions avec la Chine



Cette séance mettait fin à six jours consécutifs de baisse, pour un total supérieur à 8 %. Les actions des groupes industriels et des exportateurs de matériel lourd tributaires du marché chinois ont le plus souffert. Les grands indices japonais n'ont pas participé au rebond de mai, faute notamment d'annonces positives de restructurations dont les autres marchés développés ont bénéficié.