

1. Vue d'ensemble : l'amélioration des perspectives dynamise les marchés

L'amélioration des perspectives économiques a favorisé le rebond des marchés des actions et de la dette entre mi-mai et mi-août. Sous l'effet des bons résultats des entreprises, les cours des actions au Japon et en Europe ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis des années. Sur les marchés de la dette, les conditions se sont stabilisées, contribuant au resserrement des primes de risque par rapport à leurs maximums de mai. Dans le même temps, les primes des économies émergentes se sont rapprochées des creux historiques observés durant l'année, malgré une présence active de leurs émetteurs sur les marchés internationaux.

Plusieurs facteurs imprévus n'ont guère affecté cette dynamique. Les attentats de Londres en juillet n'ont pas entamé l'enthousiasme des investisseurs. Les incertitudes politiques au Brésil et aux Philippines n'ont eu qu'une incidence momentanée sur les économies émergentes. La réévaluation du renminbi chinois, depuis longtemps anticipée, a été accueillie avec sérénité, sans impact durable sur les prix des principaux marchés financiers. Les préoccupations suscitées par le renchérissement du pétrole ont cependant fini par annuler une partie des gains sur les marchés des actions et de la dette.

Le goût des investisseurs pour le risque a continué de bénéficier du faible niveau des rendements nominaux. Les signes de croissance soutenue et la révision à la hausse des anticipations sur les taux directeurs ont fait monter les rendements à long terme entre fin juin et mi-août, en particulier pour le dollar et le yen, sans toutefois les faire sortir de la fourchette où ils se maintiennent depuis un an.

Remontée des actions grâce aux bons résultats des entreprises

Les marchés des actions se sont nettement redressés à partir de mai, après leur repli de mars-avril (graphique 1.1). Entre son dernier point bas du 13 mai et le 26 août, le S&P 500 a gagné plus de 4 %. Le DJ EURO STOXX et le TOPIX ont même fait mieux, en inscrivant leurs plus hauts depuis des années. En Amérique latine et dans les économies émergentes d'Asie, les résultats ont encore été plus spectaculaires, avec une hausse respective de 19 % et 9 %.

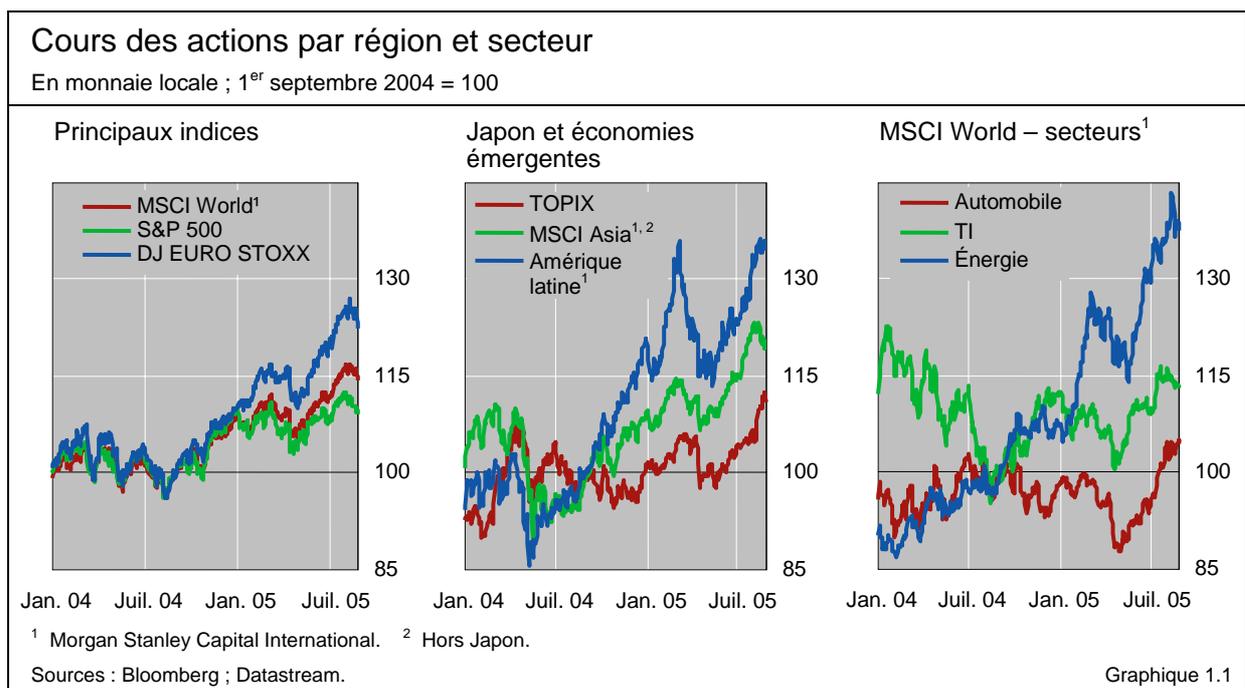
Les marchés
des actions
se redressent...

La vigueur surprenante des résultats des entreprises a constitué le principal stimulant, car les investisseurs avaient tablé sur un tassement en 2005, après le rythme de progression exceptionnel de l'année précédente. En Europe et aux États-Unis, l'amélioration a dépassé 10 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2005, ce qui représente certes un ralentissement, mais aussi un gain de plusieurs points de pourcentage par rapport aux prévisions. En fait, sur le trimestre, la différence entre le nombre de sociétés du S&P 500 dont les résultats ont été meilleurs qu'escompté et celles qui ont fait moins bien a été la plus ample depuis mars 2004 (graphique 1.2). Les chiffres publiés en Europe ont présenté une évolution similaire. Des distributeurs de premier plan, tels qu'Amazon et Wal-Mart, ont largement dépassé les anticipations, de même que des grands de la technologie, comme Microsoft et eBay. Les constructeurs automobiles se retrouvent généralement, eux aussi, du côté des bonnes surprises, surtout en Europe, où Fiat et Volkswagen ont fait état de chiffres bien supérieurs aux prévisions des analystes. L'annonce de profits plus élevés que prévu par AIG, gros assureur ayant admis des irrégularités comptables en cours d'année, a contribué à une hausse de près de 1 % de l'indice S&P 500, le 10 août, lors de la séance du matin.

...grâce à la vigueur surprenante des résultats des entreprises...

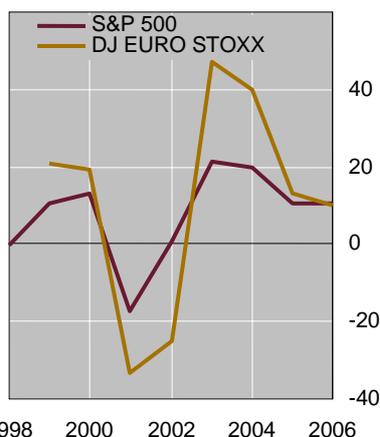
L'amélioration des perspectives économiques a amplifié la remontée des actions, particulièrement aux États-Unis et au Japon. Dans ce premier pays, la parution d'une série d'indicateurs économiques étonnamment favorables, dont l'enquête ISM en juillet et août et les emplois non agricoles en août, a laissé présager la poursuite d'une croissance soutenue (graphique 1.3). Au Japon, de bonnes nouvelles macroéconomiques en juillet (enquête *Tankan* notamment) et en août (très grosses commandes de machines-outils) ont conduit les économistes à réviser en hausse leurs prévisions de croissance.

...et aux bonnes nouvelles économiques...

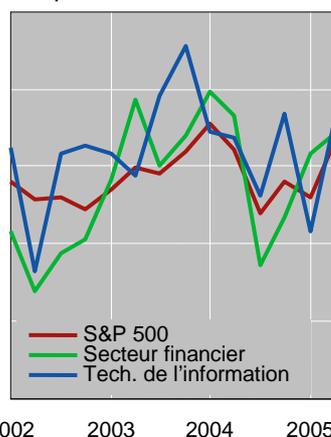


Bénéfices des entreprises

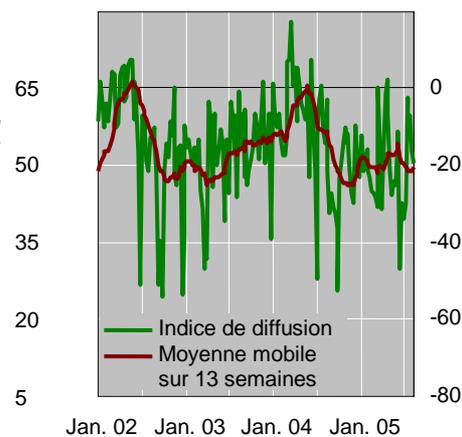
Taux de croissance¹



Surprises^{2,3}



Avertissements^{2,4}



¹ Variation annuelle, en %, des bénéfices d'exploitation par action (moyenne pondérée) ; 2004 : estimation ; 2005 et 2006 : prévision. ² Entreprises du S&P 500. ³ Nombre d'annonces de bénéfices trimestriels supérieures aux attentes moins nombre d'annonces inférieures, en % du total des annonces. ⁴ Nombre d'entreprises ayant révisé en hausse leurs perspectives de bénéfices moins nombre d'entreprises les ayant révisées en baisse, en % du nombre d'entreprises ayant publié des annonces (en hausse, en baisse ou sans changement).

Sources : Bloomberg ; I/B/E/S ; calculs BRI.

Graphique 1.2

...et ils restent relativement insensibles au renchérissement du pétrole

Dans un premier temps, le renchérissement du pétrole n'a guère entamé l'enthousiasme des investisseurs. Le cours du Brent a régulièrement augmenté, passant de \$47 le baril mi-mai à un record (en termes nominaux) de \$67 mi-août. L'envolée des prix de l'énergie est l'un des facteurs les plus souvent cités dans les avertissements sur résultats des entreprises. Pourtant, au premier semestre 2005, celles-ci paraissent avoir su compenser la hausse des coûts des matières premières et de l'énergie en relevant leurs prix de vente et en comprimant encore les coûts, ce qui leur a permis de maintenir, voire d'accroître, leurs marges. Fin août, les investisseurs ont semblé commencer à douter de la poursuite de cette tendance, et les marchés des actions ont abandonné une partie de leurs gains.

Les investisseurs sont restés sensibles à l'évolution des anticipations de resserrement monétaire, en particulier aux signes de surchauffe aux États-Unis susceptibles de justifier un rythme moins « mesuré ». L'anticipation d'un relèvement plus rapide des taux directeurs américains en juin et juillet n'a pas enrayer la remontée des cours des actions, car elle s'est accompagnée d'une amélioration des perspectives de croissance (voir ci-après). En revanche, la parution, le 5 août, d'un chiffre des emplois non agricoles supérieur aux prévisions a fait penser que la Réserve fédérale pourrait accélérer le rythme du resserrement monétaire pour éviter l'accumulation de tensions inflationnistes, ce qui a entraîné un repli marqué des marchés mondiaux ce jour-là. La plus forte hausse du S&P 500 sur une séance durant le rebond (1,2 %) a été enregistrée le 8 juillet, lors de la publication d'un rapport sur l'emploi pour juin légèrement inférieur aux attentes, qui a apaisé les craintes de surchauffe de l'économie.

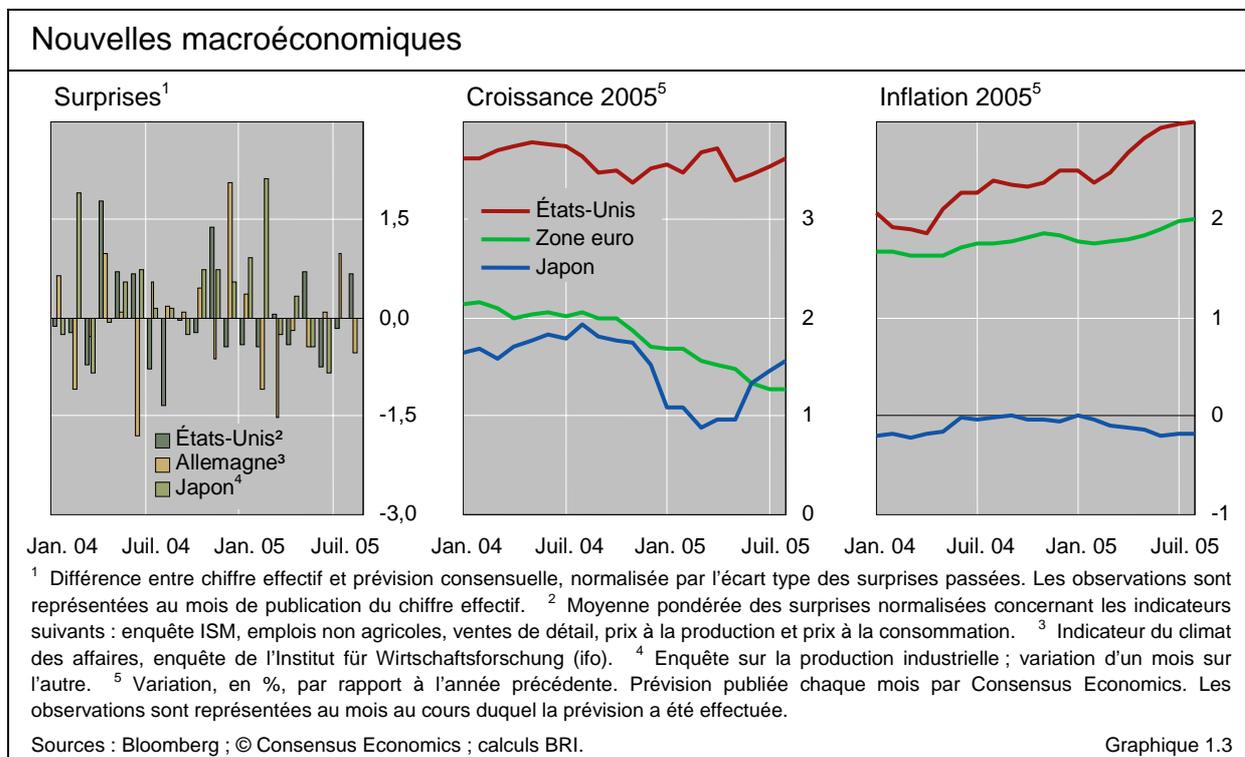
La solidité du rebond a été notamment attestée par la capacité de résistance des marchés aux attentats du 7 juillet à Londres. À la différence des actes de terrorisme de septembre 2001 aux États-Unis, ceux de Londres n'ont aucunement endommagé l'infrastructure financière, de sorte que le négoce ne s'est pas interrompu. Si le FTSE et le DJ EURO STOXX ont perdu quelque 1½ % le jour même, la baisse s'est rapidement inversée et les deux indices sont revenus, en quelques jours, à leur niveau antérieur. Le contraste avec les attentats de Madrid de mars 2004 a été également saisissant, puisque les indices avaient alors mis plus d'un mois pour se reprendre.

Les marchés ont bien surmonté les attentats de Londres...

Les marchés des actions ont également bien résisté à la réévaluation du renminbi chinois le 21 juillet (encadré). Dans un premier temps, les actions des exportateurs japonais ont été durement touchées, par crainte d'une appréciation substantielle du yen. La monnaie nippone a d'ailleurs gagné 2 % le jour même vis-à-vis du dollar EU et la bourse de Tokyo a perdu plus de ½ % à l'ouverture le lendemain. Toutefois, la hausse du yen a été éphémère, comme son impact sur le marché, lequel, en moins d'une semaine, était revenu à son niveau antérieur. D'autres places d'Asie ont eu tendance à progresser les jours qui ont suivi l'annonce, et le marché chinois des titres notés A a fait un bond de 2,5 %. Aux États-Unis et en Europe, les marchés n'ont quasiment pas bougé.

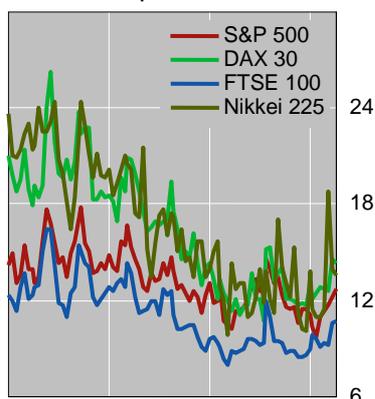
...et la réévaluation du renminbi chinois

Au Japon, les incertitudes politiques ont causé des turbulences sur la bourse de Tokyo la première semaine d'août. Le 5, les cours ont chuté devant les perspectives grandissantes d'un rejet, par le Parlement, du projet de privatisation de la Poste. Ils se sont cependant redressés après le rejet, le 8 août, et l'annonce d'élections législatives.

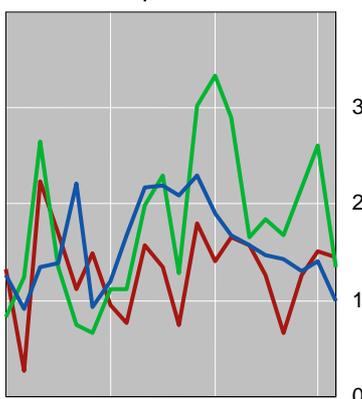


Marchés des actions : volatilité et goût du risque

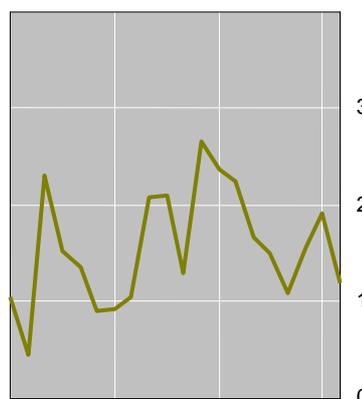
Volatilité implicite¹



Goût du risque : indicateurs²



ACP³



Jan. 04 Juil. 04 Jan. 05 Juil. 05 Jan. 04 Juil. 04 Jan. 05 Juil. 05 Jan. 04 Juil. 04 Jan. 05 Juil. 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. Graphique 1.4

Le goût pour le risque demeure modéré...

En revanche, il ne semble pas que les marchés mondiaux doivent leur retournement à un goût plus marqué pour le risque (graphique 1.4). Certes, les mesures obtenues à partir des prix des options sur indice boursier et de leur relation vis-à-vis de la volatilité effective ont fait apparaître une forte augmentation de l'appétit pour le risque aux États-Unis et en Allemagne à la fin du printemps et au début de l'été. Toutefois, ces indices sont retombés en août, avec la hausse des volatilités implicites. La principale composante des mesures du goût pour le risque fondées sur le DAX, le FTSE et le S&P 500 était alors proche des niveaux observés après le repli des marchés en mars-avril et bien inférieure aux sommets estimés de fin 2004.

...les ratios cours/bénéfices restant conformes aux moyennes historiques

La modération relative du goût pour le risque peut expliquer pourquoi, malgré la remontée des actions, les ratios cours/bénéfices sur les principaux marchés sont restés conformes à leurs moyennes historiques en termes de bénéfices attendus. Sur la base d'une progression de 11 % pour l'année à venir, le ratio cours/bénéfices pour le S&P 500 se situait, en août, autour de 15, contre un niveau moyen de 16 dans les années 90. Traditionnellement, les analystes ont tendance à surestimer cette progression, de sorte que les prévisions actuelles pourraient s'avérer optimistes. Cela étant, il est vrai que, depuis plusieurs trimestres, les bénéfices dépassent leurs prévisions.

Rebond des marchés de la dette

Les primes de risque se resserrent régulièrement...

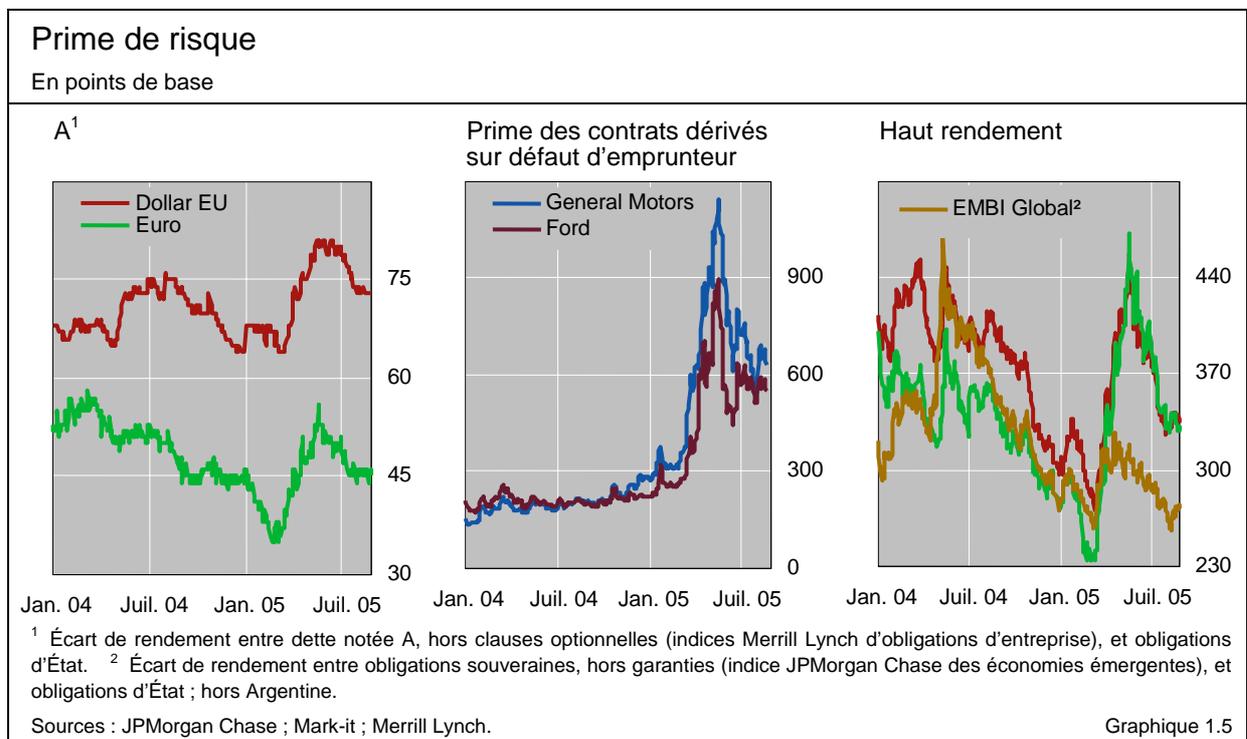
Le regain de confiance des investisseurs observé sur les marchés des actions l'a également été sur ceux de la dette. Après un élargissement entre mi-mars et mi-mai, les primes sur obligations d'entreprise et contrats dérivés sur défaut d'emprunteur se sont régulièrement resserrés les trois mois suivants. L'écart de rendement entre obligations notées A et valeurs du Trésor EU, qui était

passé de 65 pb à 81 pb entre le 16 mars et le 18 mai, était redescendu à 73 pb le 26 août (graphique 1.5). Les primes des titres à haut rendement ont baissé encore plus, revenant à 334 pb le 26 août, soit à seulement 63 pb au-dessus de leur minimum de mars et 123 pb au-dessous de leur maximum de mai.

La propagation limitée des perturbations sur le marché des dérivés de crédit début mai – déclenchées par le déclassement de General Motors et Ford – a favorisé le regain de confiance des investisseurs fin mai et en juin. Les craintes de difficultés financières au sein d'un ou de plusieurs grands établissements et de liquidations d'actifs de fonds spéculatifs se sont révélées infondées. Certains de ces fonds, surtout ceux qui pratiquent l'arbitrage sur obligations convertibles, ont accusé de lourdes pertes au premier semestre 2005 et ont été dissous. Dans l'ensemble, les fonds spéculatifs ont cependant continué d'enregistrer des entrées nettes au deuxième trimestre. La liquidité sur le marché des tranches d'indice a mis du temps à se reconstituer, et les emprunts à effet de levier paraissent avoir remplacé les instruments synthétiques comme principaux sous-jacents dans les nouvelles émissions de titres garantis par des créances (TGC). Pourtant, ces émissions ont nettement redémarré en juin et juillet, après un creux en mai, ce qui montre que le marché des dérivés de crédit n'a pas subi de dommages durables.

...car la propagation des perturbations du printemps sur les dérivés de crédit a été limitée

Néanmoins, les événements de mai 2005 laissent planer des doutes sur la tenue de ces marchés en cas de détérioration généralisée de la qualité du crédit. Les dérivés ont assurément amélioré la liquidité des marchés de la dette en général et facilité la gestion et la surveillance des expositions au risque de crédit. D'un autre côté, il reste difficile de prévoir comment les marchés



Modification du régime de change du renminbi

Guonan Ma, Corrinne Ho, Robert McCauley et Eli Remolona

Le jeudi 21 juillet 2005, la Banque populaire de Chine (BPC) annonçait une modification du régime de change du renminbi : abandon du rattachement de fait au dollar EU et instauration d'un flottement contrôlé par rapport à un panier de monnaies, avec une réévaluation de 2 % à l'égard du dollar et une bande de fluctuation journalière de $\pm 0,3$ % du cours de change bilatéral contre dollar. Quelques jours plus tard, la BPC clarifiait ses intentions concernant le cours de change et précisait les devises composant le panier. Le présent encadré passe en revue les évolutions survenues sur les marchés financiers après cette mesure et analyse certaines raisons pouvant expliquer ses conséquences relativement limitées à ce jour.

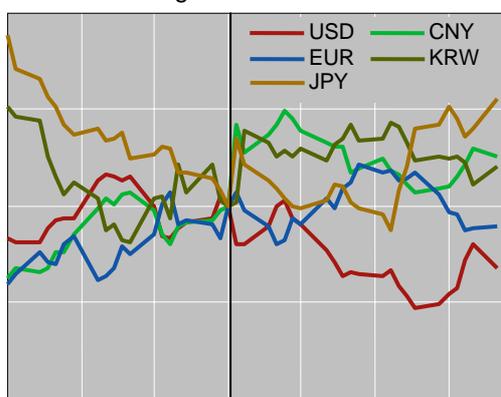
Les marchés des changes ont accueilli avec calme cette décision attendue depuis longtemps. Les devises asiatiques ont vite réagi, mais de manière ordonnée, cinq d'entre elles – won coréen, yen japonais, baht thaïlandais et dollars de Singapour et de Taïwan – reproduisant aussitôt la variation du cours au comptant du renminbi. Les réactions des autres monnaies d'Asie ont été relativement modérées, alors que l'euro et le dollar australien n'ont guère bougé. Le dollar de Hong-Kong à terme 1 an n'a fluctué que de 0,2 %, tandis que le ringgit de Malaysia au comptant a gagné moins de 1 % contre le dollar.

Après le lendemain de l'annonce, les évolutions paraissent avoir été dominées, comme auparavant, par les variations des principales devises, surtout yen contre dollar. En termes effectifs, trois des « grandes monnaies » du panier de la BPC – yen, euro et won – se sont appréciées les semaines suivantes alors que le dollar se dépréciait. Le cours de change effectif nominal du renminbi est monté modestement par rapport à son niveau antérieur à l'annonce mais, fin août, il avait cédé quelque 0,5 % sur son niveau réévalué (graphique A).

Les grands marchés obligataires mondiaux n'ont généralement pas été perturbés par cette réforme, en dépit de quelques mouvements temporaires. Durant les premières heures d'activité des places de Londres et de New York, le rendement de référence du Trésor EU 10 ans a augmenté de 10 pb. Bien qu'importante pour une nouvelle émanant des changes, cette variation représente en fait la réponse habituelle à une surprise positive de l'emploi salarié non agricole aux États-Unis (chiffre supérieur de 80 000 aux attentes). Cette réaction initiale a semblé traduire les anticipations d'une diminution de la demande chinoise de titres du Trésor EU résultant du nouveau régime de change. Toutefois, comme les rendements obligataires ont continué à monter aux États-Unis, cette tendance semble due davantage à des données économiques favorables et au resserrement à venir de la Fed qu'à des anticipations sur l'évolution de la demande des résidents chinois.

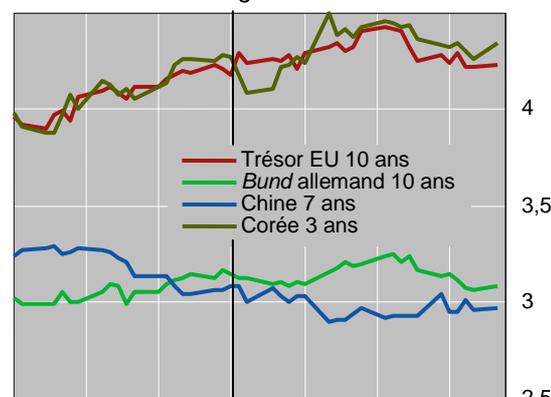
Cours de change effectif et rendement des obligations d'État¹

Cours de change effectif nominal²



23 juin 02 juil. 11 juil. 20 juil. 29 juil. 07 août 16 août

Rendement des obligations d'État³



23 juin 02 juil. 11 juil. 20 juil. 29 juil. 07 août 16 août

¹ La ligne verticale noire indique le dernier cours de clôture avant l'annonce. ² 20 juillet 2005 = 100. ³ En %.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; BRI.

Graphique A

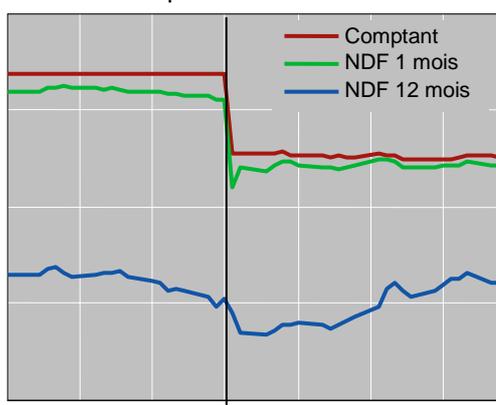
L'une des raisons probables de la réaction relativement modérée des marchés financiers tient au fait que l'annonce est arrivée douze semaines après un court épisode que les intervenants ont qualifié de « coup à blanc ». Le 29 avril, le renminbi était sorti de sa bande étroite de fluctuation pendant 20 minutes. Nombre d'intervenants avaient alors pensé qu'il s'agissait d'une modification du régime de change et ont réagi en conséquence. Le dollar australien, le won et le yen avaient enregistré la plus forte variation, de l'ordre de 90 % de l'appréciation du contrat à terme 1 an non livrable (*non-deliverable forward* – NDF) en renminbis. Le marché des valeurs du Trésor EU s'était aussi momentanément replié après le 29 avril.

L'impact limité de la réévaluation du renminbi peut aussi résulter du travail préparatoire, notamment par les autorités chinoises. Rétrospectivement, l'ajustement du mode opératoire de la caisse d'émission effectué en mai dernier par l'Autorité monétaire de Hong-Kong a focalisé les anticipations, mais au prix d'une réduction d'activité sur le marché des changes local, au profit des marchés concurrents du dollar. L'annonce d'une modification du régime de change par la Banque centrale de Malaysia, réagissant en quelques heures à la décision chinoise, n'a pas laissé aux intervenants le temps de spéculer sur les suites à venir. Les réserves de change de la Malaysia ont néanmoins augmenté de près de \$3,5 milliards en juillet, les achats de dollars, principalement le 22 juillet, absorbant les entrées de fonds sur les marchés locaux des titres de dette. Pour la Chine, la progression des réserves en juillet a été stimulée par des retraits de dépôts en devises des résidents dans les banques du pays pour un montant d'environ \$5 milliards, en réaction aux craintes d'une nouvelle appréciation, malgré une hausse de 50 pb de la rémunération des comptes de dépôts en dollars le 21 juillet, puis de 37,5 pb le 23 août.

Jusqu'à présent, la BPC a géré les anticipations de marché de manière à éviter les ventes de dollars que beaucoup auraient pu prédire en pareilles circonstances. La réponse des NDF à la hausse de 2 % du cours au comptant à l'ouverture a semblé indiquer que la surprise résidait surtout dans le moment choisi pour l'annonce. Comme le montre le graphique B, alors que le NDF 1 mois a varié d'environ 2 %, le NDF 12 mois ne s'est renforcé que de quelque 500 unités minimales de cotation (0,7 %), ce qui suggère un faible impact sur le niveau escompté du renminbi à horizon 1 an. En fait, si le cours à 1 an paraissait signaler une appréciation de 7 % par rapport au cours comptant du dollar la veille de la réévaluation, il n'affichait plus, fin août, qu'un gain de 3 %. Compte tenu de la lenteur de l'appréciation du comptant durant cette période, les échanges de NDF de court terme ont aussi reflété une atténuation graduelle des anticipations de nouvelle réévaluation prochaine.

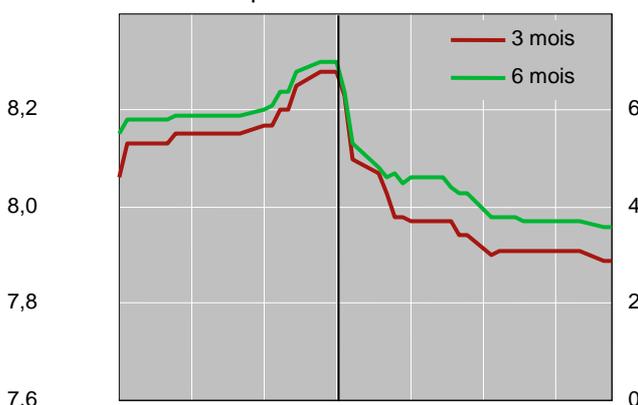
Renminbi : cours de change, contrats à terme non livrables (NDF) et volatilité¹

Cours au comptant et NDF²



23 juin 02 juil. 11 juil. 20 juil. 29 juil. 07 août 16 août

Volatilité implicite³



23 juin 02 juil. 11 juil. 20 juil. 29 juil. 07 août 16 août

¹ La ligne verticale noire indique le dernier cours de clôture avant l'annonce. ² En renminbis pour 1 dollar EU. ³ Annualisée, en %.
Sources : Bloomberg ; HSBC ; données nationales. Graphique B

Bien qu'ils ne soient pas parmi les plus liquides, les marchés des options en renminbis donnent également l'impression d'anticipations bien contenues. La volatilité implicite des NDF avait, à plusieurs reprises, connu des pics liés à la plus grande éventualité d'une modification de régime. Fin novembre 2004, une forte hausse avait fait suite aux commentaires d'un homme politique chinois évoquant des données américaines qui révélaient de faibles achats de titres du Trésor EU par les résidents chinois. Un autre pic s'était produit après les événements du 29 avril, commentés plus haut. Dans les jours précédant le 21 juillet, les options s'étaient négociées à des prix plus élevés, laissant percevoir une volatilité accrue. La mesure a, en fait, fait baisser la volatilité *ex ante*, comme le montrent les options à parité sur NDF. La volatilité implicite a chuté, revenant d'environ 7 % la veille de l'annonce à moins de 4 % à la mi-août. L'annonce a manifestement levé quelques incertitudes sur la nature du nouveau régime et a peut-être aussi auguré d'une volatilité moindre à l'avenir. La stabilité du NDF 1 an après l'annonce indique également la constance des anticipations à cet horizon.

Les autorités chinoises semblent jusqu'à présent avoir géré la transition vers un régime de change plus souple en parvenant à en limiter les effets sur les marchés financiers et les anticipations à court terme.

fonctionneront dans des conditions plus délicates, et ce pour plusieurs raisons : complexité de certains produits et des systèmes de gestion des risques correspondants, présence croissante des intervenants à effet de levier et, peut-être, manque de diversification des stratégies de placement.

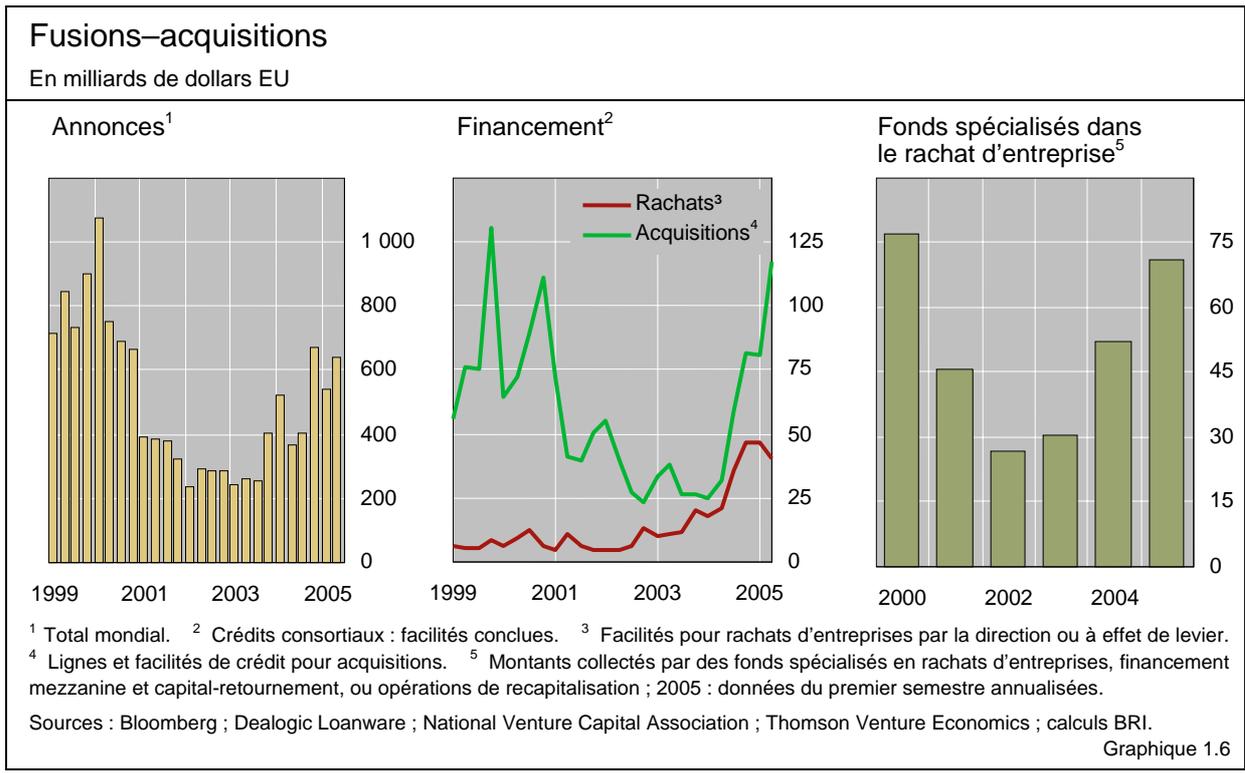
Cela étant, la probabilité d'une dégradation généralisée de la qualité du crédit dans un proche avenir reste faible. La forte croissance de l'économie et des bénéfices depuis quelques mois a amené les investisseurs à l'exclure, après la phase de repli. Certes, les emprunts à court terme se sont intensifiés ces derniers trimestres, surtout de la part des entreprises américaines, et le ratio relèvements/déclassés de notation a paru plafonner début 2005. En outre, Standard & Poor's table sur une hausse régulière des défauts d'émetteurs de catégorie spéculative dans l'année à venir. Toutefois, les taux de défaut devraient rester bien en deçà de leur moyenne de longue période. En fait, la situation financière des entreprises aux États-Unis, en Europe et au Japon demeure plus favorable qu'elle ne l'était depuis de nombreuses années.

Tout comme ils l'avaient déjà fait lors du repli des marchés de la dette plus tôt dans l'année, les constructeurs automobiles ont donné le signal du récent rebond (graphique 1.5). Malgré la rétrogradation en catégorie spéculative de General Motors et de Ford par la plupart des agences de notation, la dette des deux entreprises représente encore une part importante des portefeuilles de beaucoup d'investisseurs. En outre, elle sert de référence à de nombreux produits structurés. Les investisseurs ont jugé encourageantes les démarches de General Motors visant à obtenir une notation supérieure, voire à recouvrer la qualité investissement, pour sa filiale financière General Motors Acceptance Corporation (GMAC).

Même la vigueur persistante des rachats d'entreprises financés par l'emprunt ne semble pas avoir déconcerté les investisseurs. Au premier semestre 2005, ces opérations ont atteint leur niveau le plus élevé depuis les

La solidité
des données
fondamentales
restaure la
confiance

Le secteur
de l'automobile
donne le signal



années 80 (graphique 1.6), tout en augmentant en volume. Alors qu'elles avaient contribué au repli des marchés de la dette au deuxième trimestre, elles ont paru susciter moins de préoccupations en juin et juillet. En mai, des investisseurs ont annoncé un projet de prise de participation majoritaire (€12 milliards) dans la société de téléphonie mobile italienne Wind. En juillet, des investisseurs n'ont guère éprouvé de difficultés pour obtenir le financement, sur les marchés des obligations à haut rendement et des emprunts à des signatures de moindre qualité, du rachat de SunGard Data Systems, plus grosse transaction (\$11 milliards) de ce type menée à bien depuis la reprise de RJR Nabisco en 1989.

Les préoccupations suscitées par les rachats d'entreprises s'atténuent...

Le fait que les investisseurs en sociétés non cotées perçoivent la possibilité de les réendetter témoigne de la solidité de leur situation financière, même s'ils sont peut-être davantage motivés par la quête de rendements et la disponibilité des financements. Outre le renforcement de leurs participations dans des fonds spéculatifs ces dernières années, les fonds de pension, entre autres, ont placé des montants substantiels dans le capital-investissement, surtout dans des fonds spécialisés dans les rachats financés par l'emprunt. Au premier semestre 2005, ces derniers ont collecté globalement près de \$36 milliards, soit 74 % de plus que sur la même période de 2004. Dans le même temps, les investisseurs se sont montrés prêts à acheter la dette destinée au financement de ces opérations, souvent assortie d'une note de crédit très faible. Ainsi, pendant l'année écoulée, plusieurs entreprises européennes ont émis des obligations remboursables « en nature », c'est-à-dire par d'autres titres, parce que l'entreprise ne disposera sans doute pas des fonds suffisants pour assurer le service de sa dette. Les obligations de ce type permettent aux investisseurs de recouvrer rapidement leur mise initiale.

...et les investisseurs saisissent des opportunités

Intensification
des fusions-
acquisitions
dans le monde

Les fusions-acquisitions se sont multipliées encore plus rapidement ces derniers mois que les rachats financés par le capital-investissement. Après plusieurs années d'apathie, ces opérations (rachats compris) ont atteint, d'avril à juin, leur deuxième niveau le plus élevé, en termes d'annonces, depuis le quatrième trimestre 2000 (graphique 1.6). Ce regain d'activité a été généralisé ; outre les États-Unis, il a touché l'Europe et le Japon, mais aussi les économies émergentes : des sociétés chinoises se sont mises sur les rangs (sans succès) pour acquérir diverses sociétés américaines de renom. Les entreprises sont incitées par les investisseurs à utiliser leurs disponibilités pour compenser le ralentissement de la progression des bénéfices (pourtant encore très élevée) : les acquisitions représentent, à cet effet, une stratégie de plus en plus intéressante. Dans la mesure où les fusions-acquisitions produisent les synergies espérées et accroissent les bénéfices, elles ne desservent pas les intérêts des créanciers. La vague précédente, en 1999-2000, a toutefois été plus destructrice que créatrice de valeur. Si les récentes transactions entraînent une augmentation de l'endettement, elles pourraient contribuer à une dégradation des conditions du crédit.

Les économies émergentes séduisent les investisseurs

Les primes
des économies
émergentes
reviennent
rapidement à
leurs minimums
historiques...

Les primes des économies émergentes n'ont pas été touchées aussi durement que celles des entreprises par les turbulences de mai sur les marchés de la dette : elles ont cessé d'augmenter plus tôt – mi-avril – et sont revenues plus rapidement à leurs minimums antérieurs – début août. Le 26, l'indice EMBI Global (hors Argentine) terminait la séance à 272 pb, soit environ 55 pb en deçà de son sommet d'avril et un peu au-dessus de son creux (historique) de mars.

...malgré des
incertitudes
politiques

Les incertitudes politiques ont joué un rôle pour certains pays. Ainsi, les primes sur la dette en dollars du gouvernement philippin se sont élargies (de quelque 440 pb à près de 470 pb) entre mi-juin et début juillet, alors que la tendance générale était au resserrement. La confiance des investisseurs dans ce pays a été entamée par les appels à la démission du président et les revers du projet de réforme budgétaire. Les préoccupations ainsi suscitées concernant le solde budgétaire (déjà faible) ont conduit Standard & Poor's et Fitch, mi-juin, à abaisser à négatives leurs perspectives de notation.

Le Brésil rachète
les obligations
Brady...

Au Brésil, des accusations de corruption ont entraîné la démission de plusieurs hauts responsables politiques. Le climat d'incertitude a parfois entraîné un découplage des primes sur la dette du pays par rapport à celles des autres économies émergentes, notamment fin juillet puis fin août. Toutefois, les investisseurs n'ont généralement pas semblé trop préoccupés par les difficultés des autorités. En fait, leur accueil, fin juillet, a été si favorable que le gouvernement a pu racheter l'essentiel de ses obligations Brady encore en circulation. Le Brésil a ainsi échangé contre des euro-obligations \$4,4 milliards d'obligations C (un temps les titres d'économies émergentes les plus négociés). Cette opération atteste de l'amélioration des données économiques fondamentales depuis les restructurations de dette des années 80 et celles du début de la décennie suivante, époque où l'émission

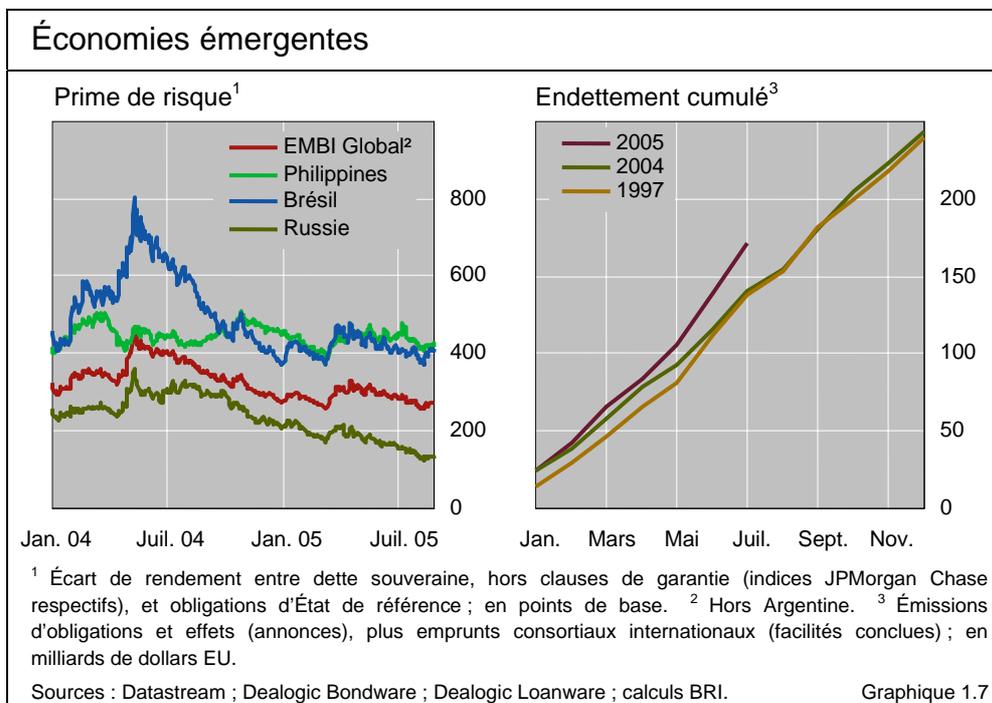
d'obligations Brady avait permis de faire de la dette des économies émergentes une catégorie d'actifs à part entière, qui s'est depuis développée : l'encours d'obligations Brady a diminué, revenant d'un maximum de quelque \$150 milliards, fin 1996, à moins de \$50 milliards, mi-2005, et représente désormais à peine 5 % de l'ensemble des émissions internationales des économies émergentes.

La Russie a, elle aussi, cherché à affirmer la restauration de sa solvabilité. En mai, le gouvernement a convenu un remboursement anticipé de \$15 milliards dus aux créanciers bilatéraux officiels du Club de Paris depuis l'époque soviétique. Cette opération a été facilitée par le niveau élevé des prix pétroliers, qui a contribué à améliorer nettement le solde budgétaire depuis le défaut du pays en 1998.

...tandis que la Russie rembourse la dette de l'ère soviétique

D'autres pays ont profité des conditions favorables pour préfinancer leur besoin d'emprunt et ont obtenu des montants records pendant les sept premiers mois de 2005 (22 % de plus que sur la même période de l'année précédente) sur les marchés internationaux des obligations et des crédits consortiaux (graphique 1.7). Les investisseurs étrangers ont également manifesté un intérêt croissant pour les instruments libellés en monnaie locale (« Marché des titres de dette »). Ils ont été attirés par les taux d'intérêt élevés offerts sur certains marchés et, parfois, par les anticipations d'appréciation de la monnaie locale par rapport au dollar EU. Le Mexique, qui a compté autrefois parmi les plus gros emprunteurs sur les marchés internationaux, satisfait désormais l'essentiel de ses besoins d'emprunt par des émissions en pesos.

Intérêt croissant pour la dette en monnaie locale



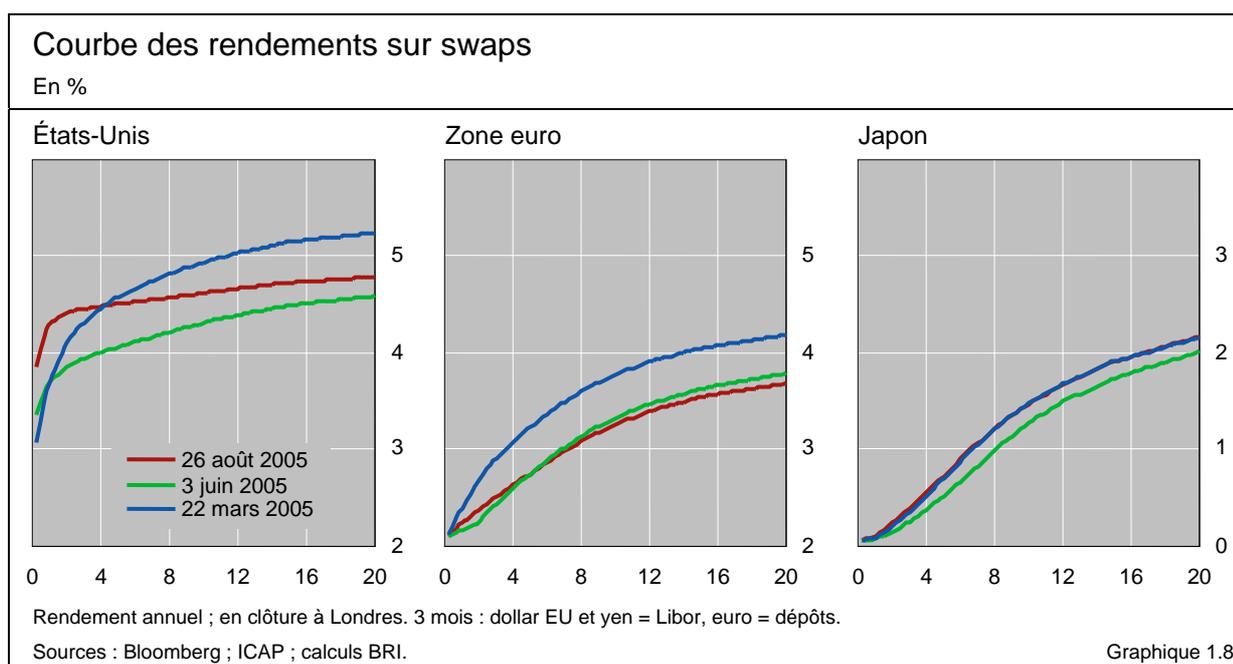
Révision à la hausse des anticipations sur les taux directeurs

Les taux longs se maintiennent dans leur fourchette, à de bas niveaux...

Le goût des investisseurs pour les actions et les instruments de dette a continué de bénéficier du faible niveau des rendements nominaux. Sur les principaux marchés, les taux à long terme ont augmenté entre juin et août (graphique 1.8), sans toutefois sortir de la fourchette dans laquelle ils se maintiennent depuis un an (graphique 1.9). En fait, à deux reprises en juin, les rendements du Trésor EU 10 ans sont tombés à 3,9 %, leur plus bas depuis plus d'un an, puis ils se sont redressés, culminant à 4,4 % le 8 août, pour redescendre ensuite. Ceux de l'euro et du yen sont restés, eux aussi, bien en deçà de leurs niveaux d'il y a un an, en dépit d'une poussée entre juin et août.

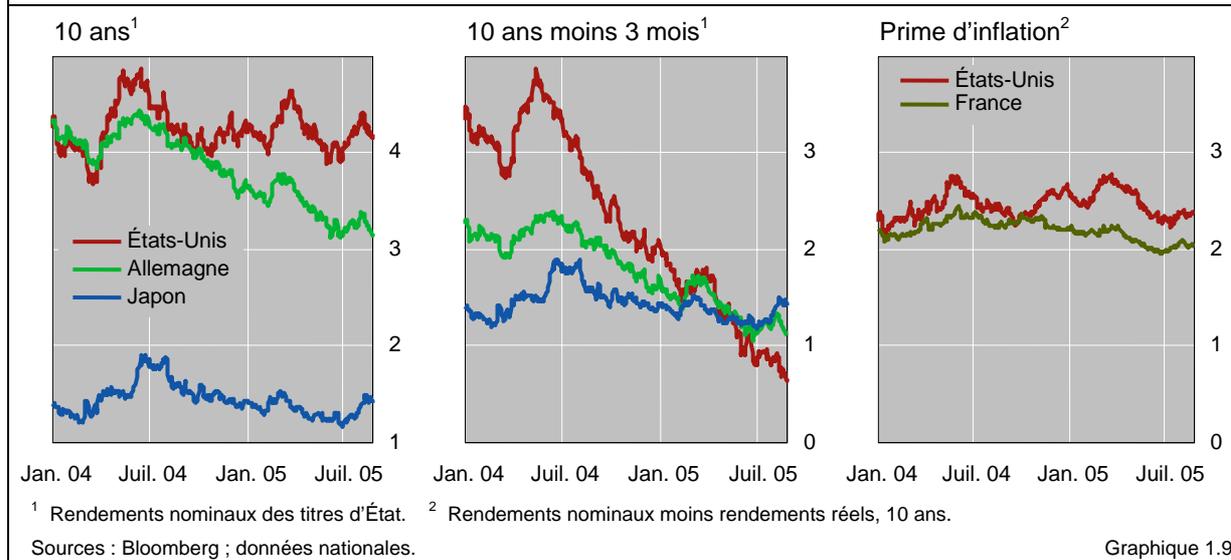
...sous l'effet d'une révision à la hausse des anticipations sur les taux directeurs...

Une révision à la hausse des anticipations sur les taux directeurs a contribué à faire monter les taux longs sur la plupart des grands marchés (graphique 1.10). Fin août, en particulier, les contrats à terme sur fonds fédéraux échéance début 2006 se situaient à près de 50 pb au-dessus de leurs niveaux de début juin, quand les marchés tablaient sur une pause significative, avant la fin de l'année, dans le cycle des relèvements. Même dans la zone euro, le changement de tonalité de certaines déclarations de membres du directoire de la BCE a conduit à reconsidérer l'orientation monétaire à venir, les perspectives de détente pour début 2006 faisant place à des anticipations de resserrement. Au Japon, les investisseurs sur obligations ont pris note des commentaires formulés le 27 juillet par le Gouverneur Fukui, faisant état d'une forte probabilité pour que la variation en glissement annuel de l'IPC sous-jacent devienne positive vers la fin de l'année. Cette déclaration accompagnait une révision en hausse par la banque centrale de son évaluation sur l'économie. Alors que les analystes étaient peu nombreux à envisager la fin de la politique de taux zéro début 2006, les rendements sur les contrats à terme euro-yen échéance mars 2006 ont augmenté de 5 pb entre juin et mi-août.



Rendements obligataires

En %

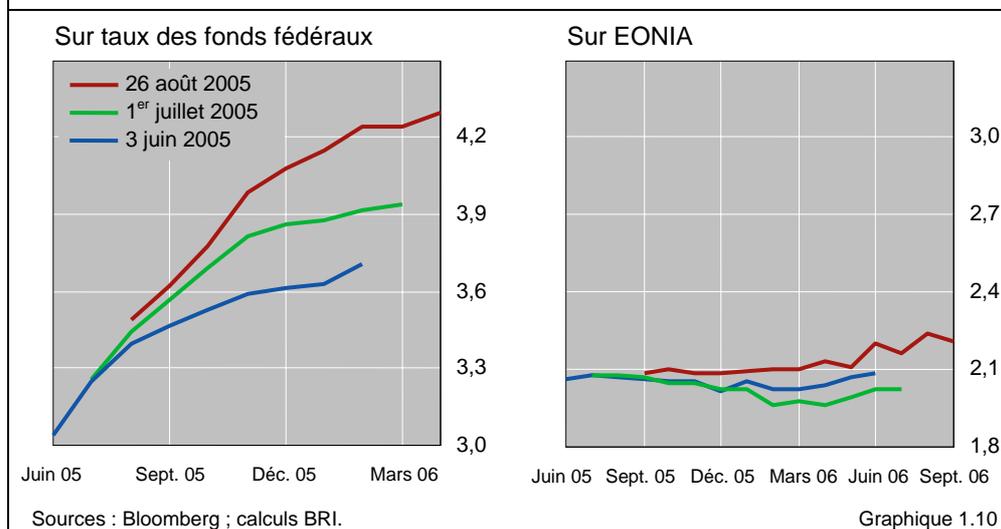


Graphique 1.9

La solidité des indicateurs macroéconomiques aux États-Unis a eu généralement une forte influence sur l'obligataire durant la période. Ainsi, la publication d'une enquête ISM nettement supérieure à la prévision consensuelle, conjuguée à des signes d'amélioration de la confiance des consommateurs, a contribué à une poussée exceptionnelle (14 pb) des rendements 10 ans le 1^{er} juillet ; la surprise positive du 5 août concernant les emplois en juillet a provoqué une montée de 7 pb. Les craintes de tensions inflationnistes ont semblé jouer un rôle plus marginal. Certes, les prévisions d'inflation à court terme se sont orientées en hausse, en raison du renchérissement du pétrole (graphique 1.3, cadre de droite), mais les annonces mensuelles sur l'inflation sous-jacente sont restées modérées, tout comme les prévisions consensuelles à horizons plus lointains. En outre, la

...et de la solidité des indicateurs macroéconomiques américains

Courbe des taux des contrats à terme



Graphique 1.10

stabilité de la différence entre rendements nominaux et indexés laisse penser que la progression des rendements aux États-Unis en juillet et août était due en quasi-totalité à l'augmentation des taux réels (graphique 1.9, cadre de droite).

Au Japon comme dans la zone euro, les annonces économiques n'affectent guère les rendements

Au Japon, les rendements ont été beaucoup plus stables. Même si les données économiques ont constitué généralement de bonnes surprises, aucune annonce particulière n'a eu d'incidence notable sur les rendements à long terme en yens. Ainsi, la réaction des investisseurs en obligations à la publication, le 9 août, de commandes de machines-outils bien supérieures aux attentes a été tempérée par des perspectives plus prudentes.

Dans la zone euro, les données économiques n'ont guère fait monter les rendements. Les prévisions de croissance ont continué d'être revues à la baisse et les diverses statistiques ont été mitigées. Même les indicateurs favorables, comme l'indice allemand ifo publié le 26 juillet, n'ont guère eu d'effet sur les rendements du *Bund*. En fait, l'une de leurs plus fortes poussées durant la période s'est produite le 5 août, en réaction aux chiffres de l'emploi aux États-Unis, supérieurs aux prévisions consensuelles.

Les courbes des rendements généralement plates conduisent à s'interroger sur leur valeur informative

Malgré des situations conjoncturelles différentes aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, les courbes des rendements ont présenté des similitudes remarquables. Fin août, les rendements d'État 10 ans se situaient entre 65 et 140 pb au-dessus des taux 3 mois du dollar, de l'euro et du yen (graphique 1.9). De plus, la pente des courbes des taux de ces trois monnaies, mais surtout celle du dollar, s'est sensiblement aplatie pendant l'année écoulée. Les courbes de l'euro et du yen se sont légèrement pentifiées en juillet et en août, tout en restant bien plus plates qu'au premier semestre 2005. Or, un aplatissement présage traditionnellement un fléchissement de l'activité économique et un recul de l'inflation. Les ressemblances observées sur les principaux marchés conduisent à se demander si la structure d'échéances n'a pas perdu de sa valeur informative ces dernières années.

Les attentats de Londres, le 7 juillet, ont eu une incidence encore plus éphémère sur l'obligataire que sur les marchés des actions. Si la volatilité intrajournalière a d'abord été exceptionnelle aux États-Unis et dans la zone euro avec, au départ, des baisses des rendements dues à la recherche de placements sûrs, les reculs en fin de séance étaient assez modestes (1 pb et 4 pb respectivement sur les valeurs du Trésor EU et le *Bund* 10 ans). La deuxième série d'attentats, deux semaines plus tard, n'a quasiment pas affecté les marchés.

La réévaluation du renminbi n'a qu'une incidence passagère

Les réactions ont été plus marquées après l'annonce de la réévaluation du renminbi, le 21 juillet. Sous l'effet de rumeurs selon lesquelles cette mesure pourrait entraîner une diminution sensible de la demande de titres du Trésor EU, le rendement 10 ans est monté, en quelques heures, de près de 10 pb, alors que celui du *Bund*, sur lequel s'est portée la demande, a perdu momentanément presque 3 pb. Toutefois, la réévaluation n'a eu qu'une incidence passagère, car il n'était pas possible de prédire l'évolution du renminbi liée à la modification du régime de change, ni l'ampleur de la baisse éventuelle de la demande d'actifs en dollars (encadré).

