

## 1. Vue d'ensemble : les perspectives d'inflation ébranlent la confiance des investisseurs

En septembre et octobre, la détérioration des perspectives d'inflation a ébranlé la confiance des investisseurs partout dans le monde. Des tensions sur les prix à la consommation, en partie attribuables à la cherté de l'énergie, ont conduit les banques centrales des États-Unis et de la zone euro à signaler qu'un resserrement monétaire pourrait s'avérer nécessaire. Les investisseurs ont donc révisé à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs, ce qui a fait monter les rendements obligataires sur les principaux marchés, sauf dans le compartiment long, où ils sont restés bas par rapport à leurs sommets de 2004.

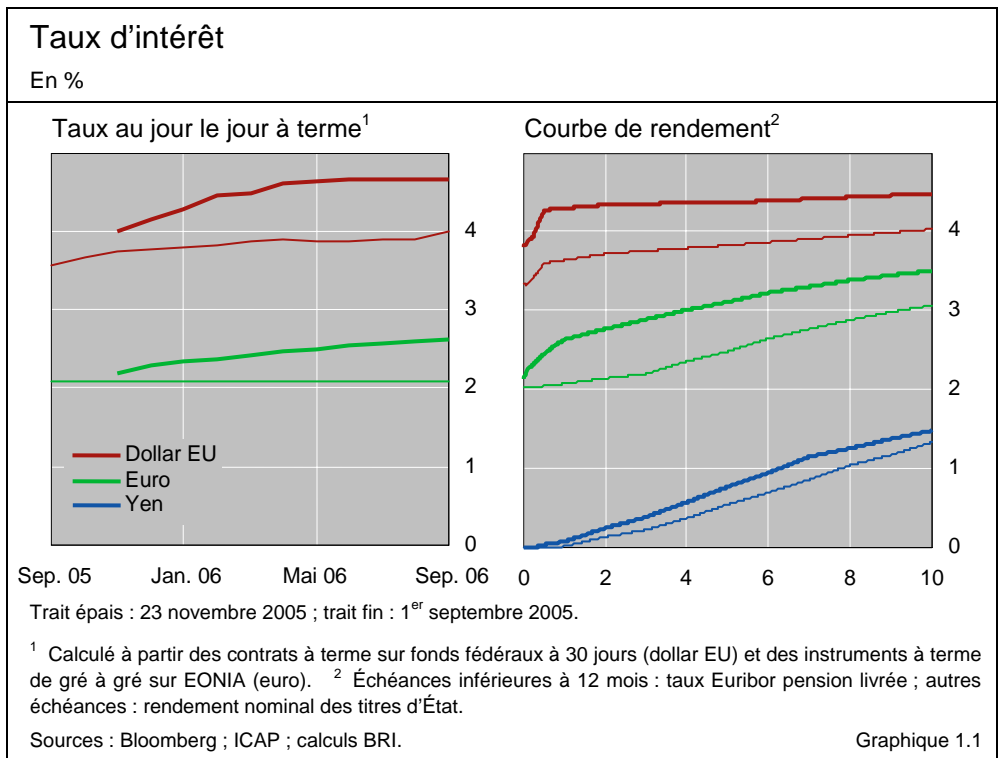
La perspective d'un resserrement monétaire plus rapide a fait chuter les marchés des actions dans le monde entier début octobre. Mais les cours sont repartis en forte hausse en novembre, grâce aux signes d'une croissance encore soutenue aux États-Unis et à des annonces de fusions, rachats d'actions et augmentations de dividendes. Cette remontée a été plus marquée au Japon durant toute la période : un début de reprise de la demande intérieure a renforcé l'espoir de voir s'achever des années de déflation.

Les primes sur la dette des économies émergentes ont évolué en phase avec les marchés des actions, ce qui n'a pas été le cas des primes sur obligations d'entreprise. Contrairement aux actions et à la dette des économies émergentes, les obligations d'entreprise ne se sont jamais totalement remises des dégagements du début de l'année. Qui plus est, en novembre, les primes se sont élargies alors même que les actions étaient reparties à la hausse. Cette divergence traduit essentiellement les préoccupations quant à l'incidence que la multiplication des mesures favorables aux actionnaires pourrait avoir sur la solvabilité des entreprises.

### Les investisseurs révisent à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs

En septembre et octobre, les taux longs ont augmenté régulièrement sur nombre de marchés. Entre le 1<sup>er</sup> septembre et le 23 novembre, les rendements d'État 10 ans ont gagné quelque 45 points de base (pb) aux États-Unis et en Allemagne, et 15 pb au Japon (graphique 1.1). Cette tendance a succédé à

Hausse régulière  
des rendements  
longs...



une baisse en août, avec des taux longs près de leurs creux cycliques sur certains marchés (graphique 1.2).

Les rendements se sont un peu tassés en novembre et, à la fin du mois, on se demandait encore si la récente ascension serait aussi éphémère que les précédentes. Depuis le début du resserrement monétaire de la Fed (juin 2004), les hausses des rendements longs ont généralement été interrompues par des baisses au moins aussi importantes. Ainsi, aux États-Unis, les rendements ont d'abord bien failli sortir de la fourchette dans laquelle ils se maintenaient depuis un an, atteignant près de 4,7 % le 4 novembre (à seulement 20 pb de leur sommet de juin 2004), pour diminuer ensuite. En Allemagne, ils sont même restés inférieurs à leurs niveaux de début 2005, tandis qu'au Japon, ils se sont hissés brièvement au-dessus de 1,6 % début novembre, à leur plus haut depuis septembre 2004.

En septembre et octobre, le 2 ans s'est accru presque autant que le long terme (graphique 1.1), ce qui montre que la tension dans le segment long s'explique avant tout par la révision des anticipations sur le resserrement de l'orientation monétaire à moyen terme. Tandis que, début septembre, les investisseurs s'attendaient à ce que la Réserve fédérale marque une pause à 4 %, en novembre, ils estimaient qu'elle les porterait à au moins 4,75 % dès mi-2006. Dans la zone euro, après avoir tablé sur un *statu quo* en 2006, ils anticipaient un resserrement de 50 pb en milieu d'année. Au Japon, ils jugeaient fort probable l'abandon, avant fin 2006, de la politique de taux zéro.

Une succession de surprises macroéconomiques a contribué au revirement du sentiment sur l'orientation monétaire. Au Japon surtout, où les investisseurs ont été sensibles à la multiplication des signes de reprise de la demande intérieure ; les prévisions de croissance ont été nettement révisées à la hausse pour le troisième trimestre, à la différence des grandes économies

...sous l'effet du relèvement attendu des taux directeurs

Hausse de la demande intérieure au Japon

(graphique 1.3), de sorte que les rendements d'État ont été soumis à des tensions haussières.

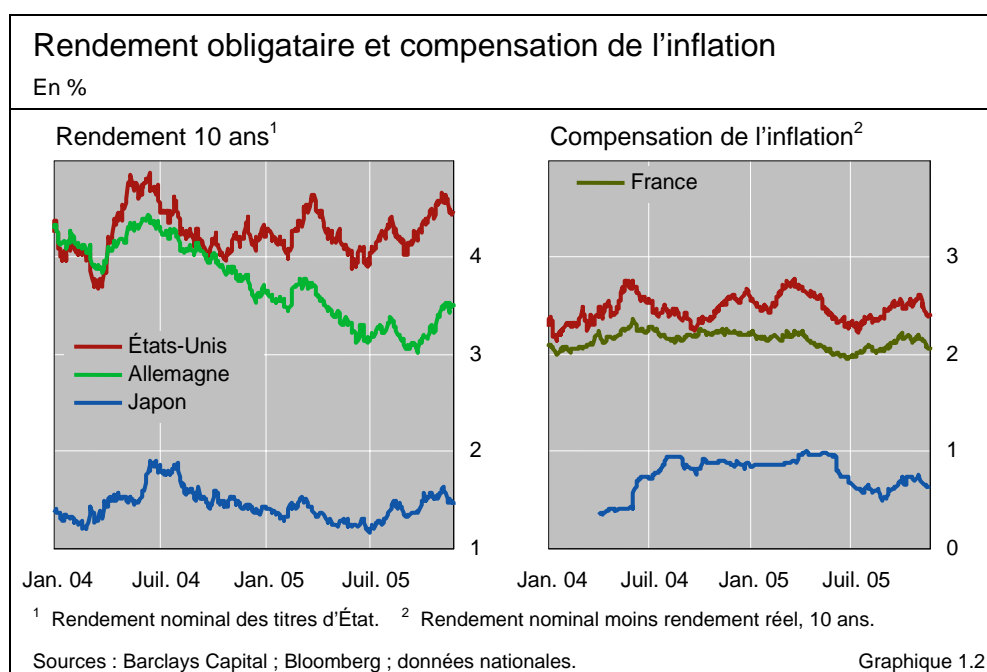
Dans la zone euro aussi, les perspectives économiques se sont éclaircies : en septembre et octobre, les indices allemands de confiance des entrepreneurs ifo et ZEW ont été supérieurs aux anticipations. Les indicateurs macroéconomiques aux États-Unis ont, de ce fait, joué un rôle moins déterminant que par le passé dans l'évolution des rendements en euros, qui sont restés inchangés entre le 4 et le 23 novembre, tandis que le segment long en dollars perdait quelque 20 pb.

Aux États-Unis, l'impact des ouragans sur la croissance économique a été moindre que prévu. L'attente d'une pause dans le resserrement monétaire, intégrée dans les taux de marché quand le cyclone Katrina a atteint la côte fin août, s'est progressivement dissipée le mois suivant. Fin septembre, l'ouragan Rita a causé moins de dommages qu'on ne l'avait d'abord craint. La publication, le 7 octobre, d'un chiffre des emplois non agricoles bien meilleur qu'anticipé a confirmé la résilience de l'économie ; pourtant, son incidence sur l'obligataire n'a pas été aussi marquée qu'à l'accoutumée. En fait, les rendements en dollars EU ont diminué légèrement le jour même, malgré l'annonce de la création de plus de 100 000 emplois, ce qui montre que les investisseurs en obligations accordent désormais moins d'importance aux conditions du marché du travail.

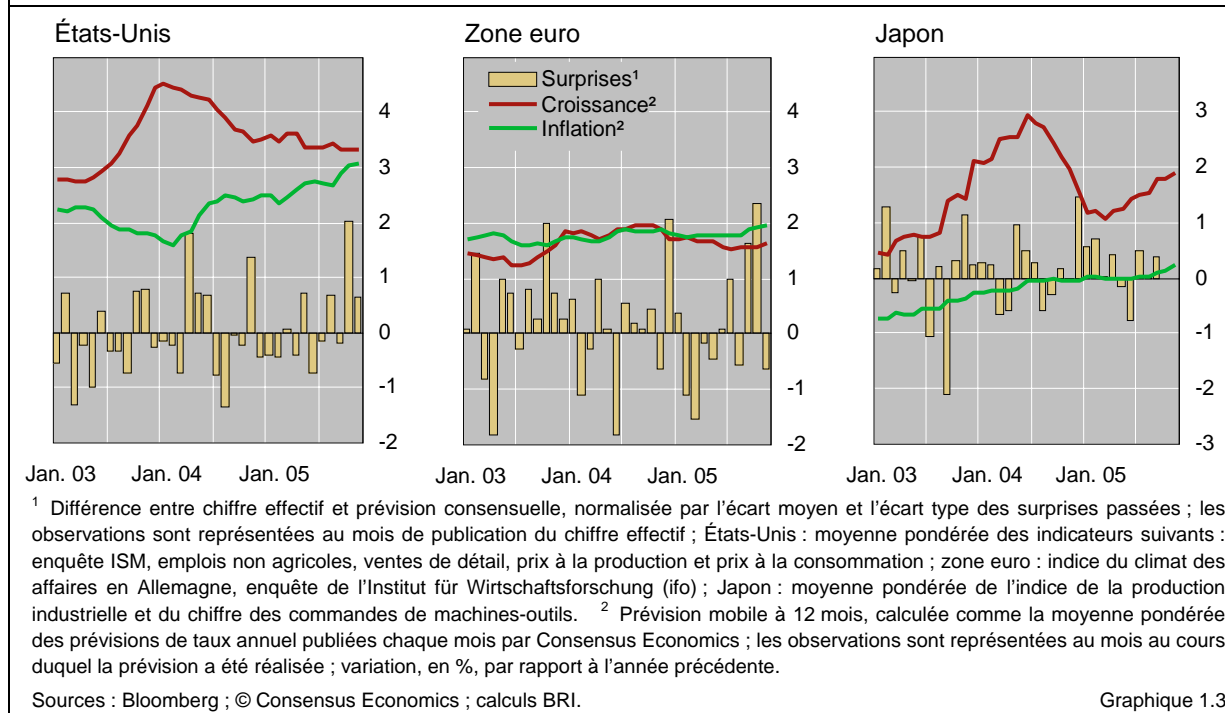
Les investisseurs ont plutôt perçu une accentuation des tensions inflationnistes sous l'effet du renchérissement de l'énergie. Si les cours du pétrole sont retombés après les records de fin août consécutifs au cyclone Katrina, ils étaient encore, en septembre, quelque 30 % au-dessus de leurs niveaux d'il y a un an, et les prix des produits raffinés ont augmenté davantage encore. Cela a alimenté les anticipations d'inflation. Aux États-Unis surtout, les analystes ont sensiblement revu à la hausse, en septembre et octobre, leurs

L'impact des ouragans est limité

Préoccupations quant aux tensions inflationnistes

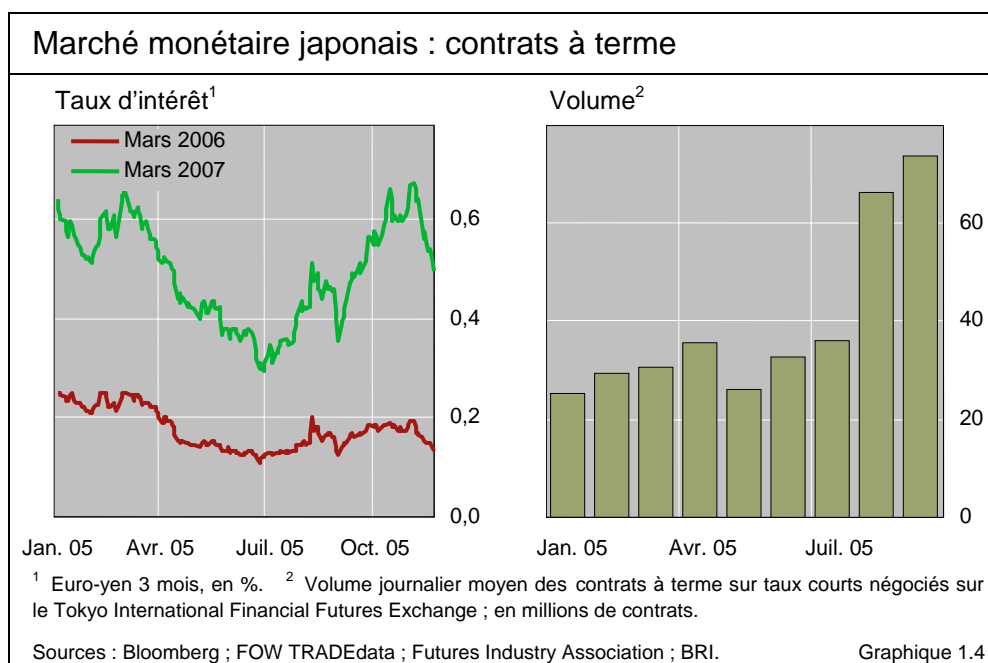


## Indicateurs macroéconomiques



prévisions d'inflation à court terme (graphique 1.3). Les anticipations à long terme des ménages ont suivi la même tendance, comme la prime d'inflation mesurée à partir des rendements obligataires réels et nominaux (graphique 1.2).

Les banques centrales, aux États-Unis et dans la zone euro surtout, se sont empressées de signaler qu'un nouveau resserrement de la politique monétaire pourrait s'avérer nécessaire afin de contenir les anticipations d'inflation, ce qui a avivé les tensions sur les rendements. Ainsi, la publication,



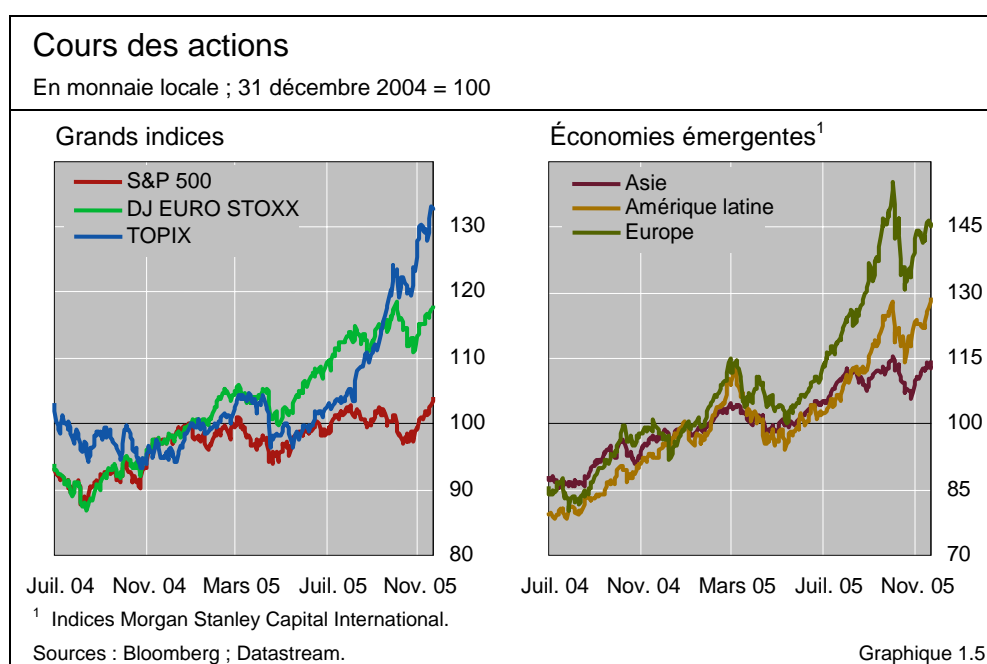
le 13 octobre, dans le *Bulletin mensuel* de la BCE, de la remarque du Conseil des gouverneurs selon laquelle une « très grande vigilance » était de mise face aux tensions inflationnistes a contribué à une hausse marquée des rendements du *Bund*.

Un changement d'orientation de la Banque du Japon n'apparaît pas imminent

Au Japon, les anticipations croissantes d'une hausse des prix l'an prochain ont conduit à s'interroger sur le moment, et les moyens, que la banque centrale pourrait choisir pour mettre fin à son orientation non conventionnelle. De fait, le négoce de contrats à terme du marché monétaire en yens s'est beaucoup intensifié à partir d'août, sous l'effet de la montée de l'incertitude sur les taux directeurs (graphique 1.4). Les déclarations de la Banque du Japon, en septembre et octobre, ont été interprétées comme signifiant que la politique de taux zéro ne serait pas abandonnée avant la prochaine année budgétaire au plus tôt. Les taux du marché monétaire sont donc restés inchangés alors que les rendements obligataires se tendaient : entre début septembre et mi-octobre, le rendement implicite sur contrat yen 3 mois échéance fin mars 2007 s'est accru de quelque 25 pb, alors que le même contrat expirant fin mars 2006 est resté quasiment inchangé.

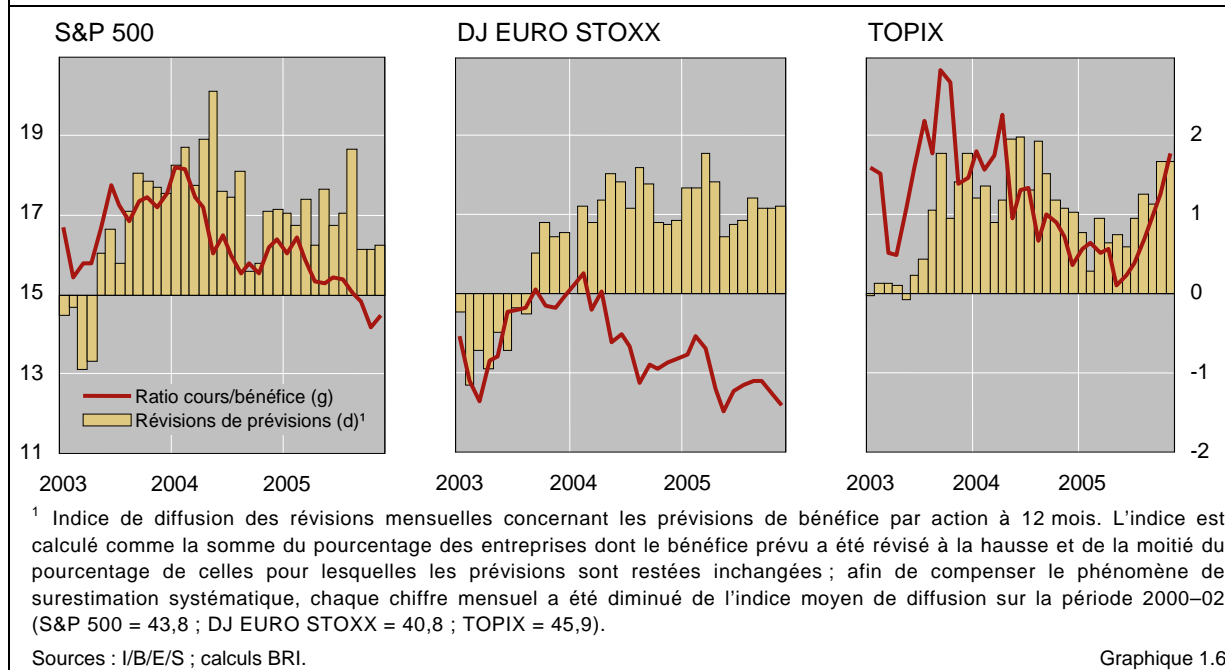
### Des marchés des actions indifférents aux relèvements de taux

Dans un premier temps, les marchés des actions n'ont guère semblé affectés par la perspective d'un relèvement des taux directeurs. En septembre, nombre d'entre eux, à l'exception notable des États-Unis, ont atteint leur plus haut depuis plusieurs années (graphique 1.5). En octobre, les marchés ont connu quelques difficultés, en partie dues aux craintes de resserrement monétaire, puis, le mois suivant, ils ont approché (voire dépassé, dans le cas du Japon) leurs sommets de septembre : le 18 novembre, en clôture, le S&P 500 avait retrouvé son niveau de mi-2001, et le TOPIX, celui de mi-2000.



## Prévisions de bénéfice et valorisation des actions

Sur la base de prévisions de bénéfice à 12 mois



En septembre, les révisions à la hausse des bénéfices prévisionnels, favorisées par des signes de croissance économique soutenue, ont porté les marchés (graphique 1.6). Durant la première quinzaine d'octobre, pourtant, l'optimisme a fait place au doute, et les cours ont chuté dans le monde entier. Les dégagements faisaient suite à un discours, le 4 octobre, où le Président de la Banque de Réserve fédérale de Dallas notait que l'inflation était proche de la limite supérieure de la zone de tolérance de la Fed. Cette remarque n'a guère eu d'effets sur l'obligataire, qui, en septembre déjà, avait intégré la possibilité d'un relèvement bien supérieur aux anticipations initiales – pour contenir l'inflation – mais elle a entraîné une baisse de 1 % du S&P 500, le 4 octobre. Le lendemain, les marchés d'Asie et d'Europe ont ouvert en repli, eux aussi.

Les semaines suivantes ont été marquées par une volatilité exceptionnelle. La volatilité implicite s'est en effet accrue en octobre, atteignant sur certains marchés son maximum depuis un an (graphique 1.7), en partie à cause d'un moindre goût des investisseurs pour le risque. Les cours des options sur indice boursier (S&P 500, DAX 30 et FTSE 100) et leur rapport à la volatilité effective indiquent que, en octobre, la composante commune du goût du risque sur les marchés américain, allemand et britannique a enregistré ses niveaux les plus bas de l'année.

La hausse de la volatilité implicite s'explique également par la montée des incertitudes sur les perspectives économiques. Nombre de marchés ont connu de fortes fluctuations : ainsi, cinq des dix plus amples mouvements du S&P 500 en 2005 ont eu lieu au cours du seul mois d'octobre. La volatilité s'explique parfois par les indicateurs macroéconomiques, comme, le 5 octobre, l'enquête ISM sur le secteur non manufacturier aux États-Unis, moins positive qu'anticipé. À certains moments, les bénéfices ont constitué le facteur

Préoccupations concernant le resserrement monétaire attendu de la Réserve fédérale

Une volatilité exceptionnelle...

...due à des perspectives incertaines

dominant, la majorité des entreprises annonçant une augmentation de leurs profits. À d'autres moments, les marchés ont semblé s'intéresser plutôt aux informations de nature plus politique, telle la nomination, le 24 octobre, du nouveau Président de la Réserve fédérale.

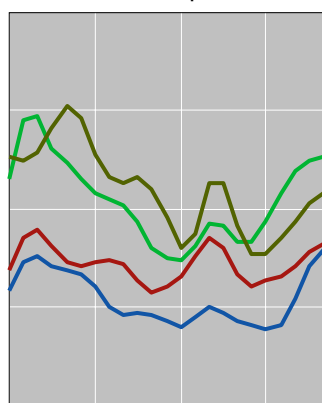
L'accumulation de signes indiquant une poursuite de la croissance soutenue aux États-Unis a fini par rassurer les investisseurs. Le 28 octobre, l'annonce d'une élévation du PIB américain plus forte que prévu au troisième trimestre a entraîné une augmentation du S&P 500 (+1,7 %). Lors de la séance suivante, les places de la zone euro ont affiché leur plus vive progression journalière de l'année (+2,2 %). La remontée s'est poursuivie jusqu'en novembre, favorisée par des annonces de hausse de dividendes, de rachats d'actions et de fusions-acquisitions (infra). En quinze jours, les marchés des États-Unis et de la zone euro avaient refait l'essentiel de leurs pertes de début octobre.

Les marchés japonais se sont particulièrement bien comportés. Entre le 1<sup>er</sup> septembre et le 18 novembre, le TOPIX a gagné 20 %, tandis que le S&P 500 et le DJ EURO STOXX s'inscrivaient en hausse de seulement 2 % et 4 %. Les investisseurs en actions (comme les intervenants sur obligations) ont privilégié l'amélioration régulière des perspectives macroéconomiques. Le 11 octobre, le TOPIX a enregistré sa plus forte progression journalière (+2,5 %), grâce, notamment, à l'annonce d'un chiffre de commandes de machines-outils meilleur que prévu. Les nouvelles d'ordre politique ont également retenu l'attention : le soutien massif des électeurs au Premier ministre, lors des élections du 11 septembre, a été perçu comme favorable à une poursuite des réformes économiques. En outre, les annonces de bénéfice

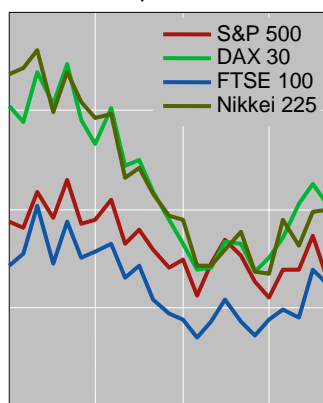
Les marchés japonais se démarquent...

## Marchés des actions : volatilité et goût du risque

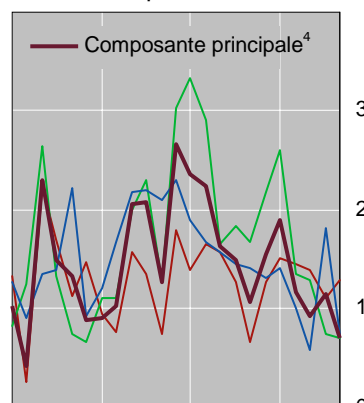
Volatilité historique<sup>1</sup>



Volatilité implicite<sup>2</sup>



Goût du risque<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Volatilité conditionnelle annualisée, calculée à partir d'un modèle GARCH(1,1) asymétrique ; période d'estimation = janvier 1996–novembre 2005 ; moyenne mensuelle ; en %. <sup>2</sup> Volatilité implicite dans le prix des options d'achat à parité sur indice boursier ; moyenne mensuelle ; en %. <sup>3</sup> Indicateur obtenu 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. <sup>4</sup> Première composante principale obtenue à partir des trois indicateurs de goût du risque pour S&P 500, DAX 30 et FTSE 100.

Sources : Bloomberg ; Chicago Mercantile Exchange ; Eurex ; London International Financial Futures and Options Exchange ; calculs BRI. Graphique 1.7

ont impressionné les investisseurs : depuis début 2005, les analystes ont revu à la hausse leurs prévisions pour un nombre toujours croissant d'entreprises japonaises (graphique 1.6) ; au contraire, les révisions à la hausse en septembre–octobre ont concerné moins d'entreprises américaines que durant la première moitié de l'année.

Au Japon, les bénéfices prévisionnels augmentent moins rapidement que les cours des actions, c'est pourquoi le ratio cours/bénéfice a atteint son maximum depuis mi-2004. En 2005, les cotations se sont orientées à la hausse (alors qu'elles baissaient aux États-Unis et dans la zone euro), grâce notamment au soutien des investisseurs du monde entier pendant la majeure partie de l'année.

...grâce au soutien des investisseurs étrangers...

Contrairement à ce qui s'était produit au cours des six dernières années, la hausse des actions s'est accompagnée, en 2005, d'un repli général du yen, tombé, en novembre, à un creux de deux ans vis-à-vis du dollar. Cette tendance est en partie imputable aux investisseurs nippons, qui ont fortement intensifié leurs placements en titres à l'étranger, se montrant ainsi, selon certains observateurs, moins réticents qu'auparavant envers le risque de change. La faiblesse du yen tient sans doute aussi à des anticipations de resserrement monétaire moins fortes que dans les autres économies développées (infra). En outre, des informations de marché ont fait état d'une vague d'opérations de *carry trade* susceptibles d'avoir affaibli le yen, les fonds spéculatifs ayant financé des positions longues en dollars par des positions courtes en monnaies à faible taux d'intérêt, particulièrement le yen.

...pourtant, le yen se déprécie

## Les économies émergentes résistent remarquablement bien

On peut s'étonner que, paradoxalement, les révisions à la hausse des anticipations de relèvement des taux directeurs n'aient eu qu'une incidence minime sur les actifs des économies émergentes. Ces dernières années, la propension des investisseurs à prendre des risques, pour maintenir leur revenu nominal au même niveau qu'en période de taux d'intérêt plus élevés, a pesé sur les rendements. Cette propension ne semble pas diminuer, malgré l'augmentation significative des taux d'intérêt américains à long et court terme, en septembre et octobre.

Au troisième trimestre 2005, les économies émergentes ont enregistré des entrées quasi records au titre des investissements de portefeuille (graphique 1.8). Ces entrées ont contribué à porter nombre de marchés des actions à leur plus haut depuis des années et à ramener les primes des obligations souveraines à leur minimum historique. Ainsi, entre fin juin et fin septembre, les marchés des actions ont progressé de 12 %, en termes de monnaie locale, tandis que l'indice EMBI Global (hors Argentine) perdait 60 pb, pour s'inscrire à 229 pb (graphique 1.9)

Des entrées quasi records

Puis, en octobre, les marchés ont subi un repli, modeste toutefois par rapport à la première partie de 2005 ou à avril–mai 2004. Entre le 4 et le 28 octobre, les marchés des actions d'Europe orientale ont perdu 13 %, en

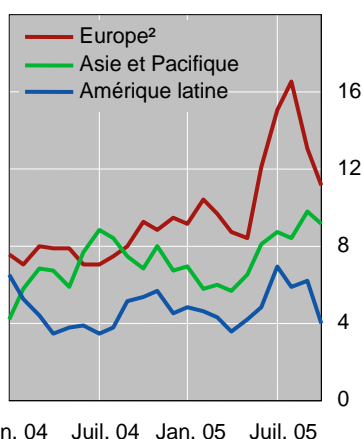
Les dégagements d'octobre s'avèrent limités



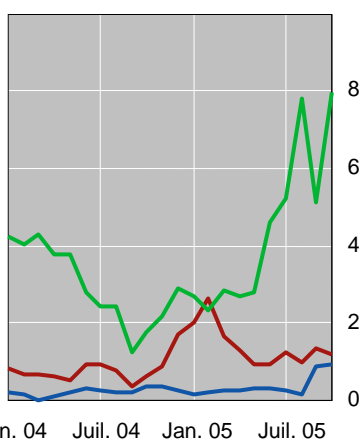
## Flux de portefeuille vers les économies émergentes

En milliards de dollars EU

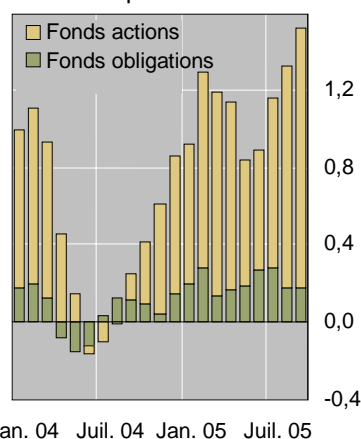
Titres de dette<sup>1</sup>



Actions<sup>3</sup>



Fonds de placement<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Émissions annoncées d'obligations internationales à moyen et long terme et crédits consortiaux conclus ; moyenne mobile sur 3 mois. <sup>2</sup> Y compris l'Afrique et le Moyen-Orient. <sup>3</sup> Émissions (annonces) d'actions proposées sur le marché international ; moyenne mobile sur 3 mois. <sup>4</sup> Collecte nette des fonds profilés économies émergentes enregistrés aux États-Unis, y compris transferts nets entre fonds.

Sources : Bloomberg ; Dealogic Bondware ; Dealogic Loanware ; Investment Company Institute ; calculs BRI.

Graphique 1.8

termes de monnaie locale, et ceux d'Asie, 9 % (graphique 1.5). Durant la même période, les obligations souveraines internationales ont chuté, elles aussi, l'indice EMBI Global augmentant de 30 pb (graphique 1.9). Nombre de monnaies se sont dépréciées vis-à-vis du dollar EU, surtout les monnaies à haut rendement comme le real brésilien et le rand sud-africain. Cependant, une fois dissipées les craintes de ralentissement de la croissance américaine, les marchés se sont bien rétablis fin octobre. Fin novembre, actions et obligations étaient remontées à leurs sommets de fin septembre.

Durant la contraction d'octobre, les investisseurs ont fait peu de cas de la vigueur des conditions locales. Les données fondamentales, dans la plupart des économies émergentes, ne suscitaient guère de préoccupations. De fait, le nombre des rehaussements de notations continuait de dépasser celui des déclassements. En octobre, Moody's a relevé la note du Brésil et de la Russie à respectivement Ba3 et Baa2. Si les perspectives positives n'ont pas modéré le repli, c'est peut-être parce que les cotations ont semblé élevées même avant que soit intégrée l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur la croissance mondiale.

Malgré le fléchissement de la demande d'actifs des économies émergentes en octobre, les annonces sur les marchés de la dette sont restées bien supérieures à leur niveau de l'an dernier (graphique 1.8). S'il est vrai que certains emprunteurs ont réduit ou différé leurs émissions, surtout en Amérique latine, les conditions de financement sont restées en majorité favorables, même au pire moment. Fin octobre, le Vietnam a pu émettre sa toute première obligation internationale, assortie d'une prime plus étroite et pour un montant plus important qu'annoncé initialement.

Conditions de financement favorables

Les émissions d'actions des résidents des économies émergentes sur les marchés internationaux se sont également poursuivies à un rythme record. Les entreprises chinoises se sont montrées particulièrement dynamiques, collectant plus de \$20 milliards les dix premiers mois de 2005, soit presque autant que les autres signatures des économies émergentes réunies. En octobre, China Construction Bank est devenue la première des quatre plus grandes banques de Chine à être cotée à l'étranger. Son introduction en bourse, la plus importante de tous les temps pour une banque, était sans égale depuis 2001 (\$8 milliards). La Chine suit l'exemple d'autres économies émergentes et ouvre progressivement son système bancaire à la concurrence et à l'investissement étrangers (voir l'étude de D. Domanski).

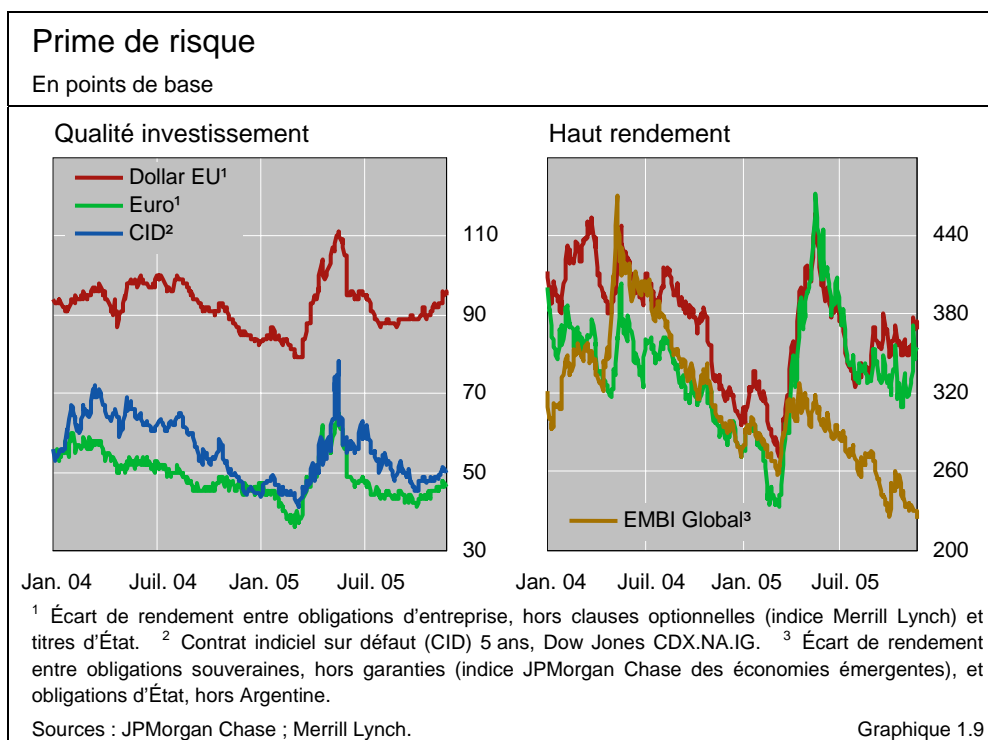
Les entreprises chinoises font preuve de dynamisme

## Découplage des marchés de la dette

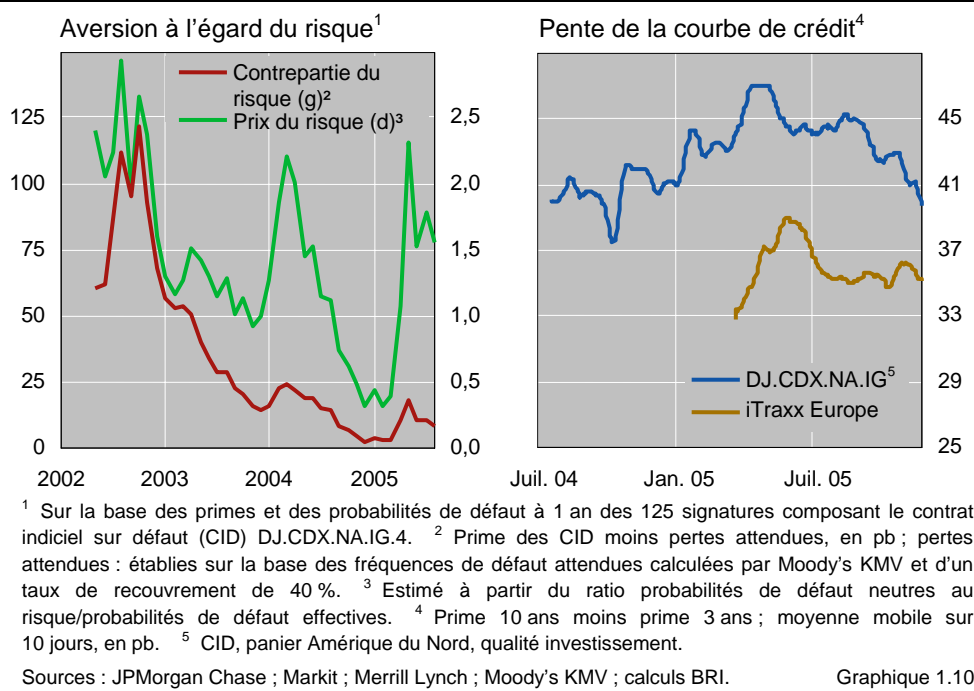
Les marchés de la dette des entreprises ont semblé suivre une évolution propre. Après s'être redressées en même temps que les cours des actions en 2003 et 2004, les primes de risque ont présenté des signes de découplage ces derniers mois. En octobre, même lorsque les rendements longs se sont tendus et que les cours des actions ont baissé, les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) et des obligations sont restées quasiment inchangées (graphique 1.9). En novembre, elles n'ont que légèrement augmenté, malgré le rebond des actions.

Les marchés de la dette ne sont pas restés insensibles aux variations de la confiance des investisseurs. En août, les primes sur obligations d'entreprise avaient déjà commencé à augmenter, plusieurs semaines avant le début de la dépréciation d'autres actifs. De fait, à l'inverse des actions et des titres de dette des économies émergentes, qui étaient remontés à de nouveaux

Les primes sur obligations d'entreprise augmentent...



## Contrats dérivés sur défaut

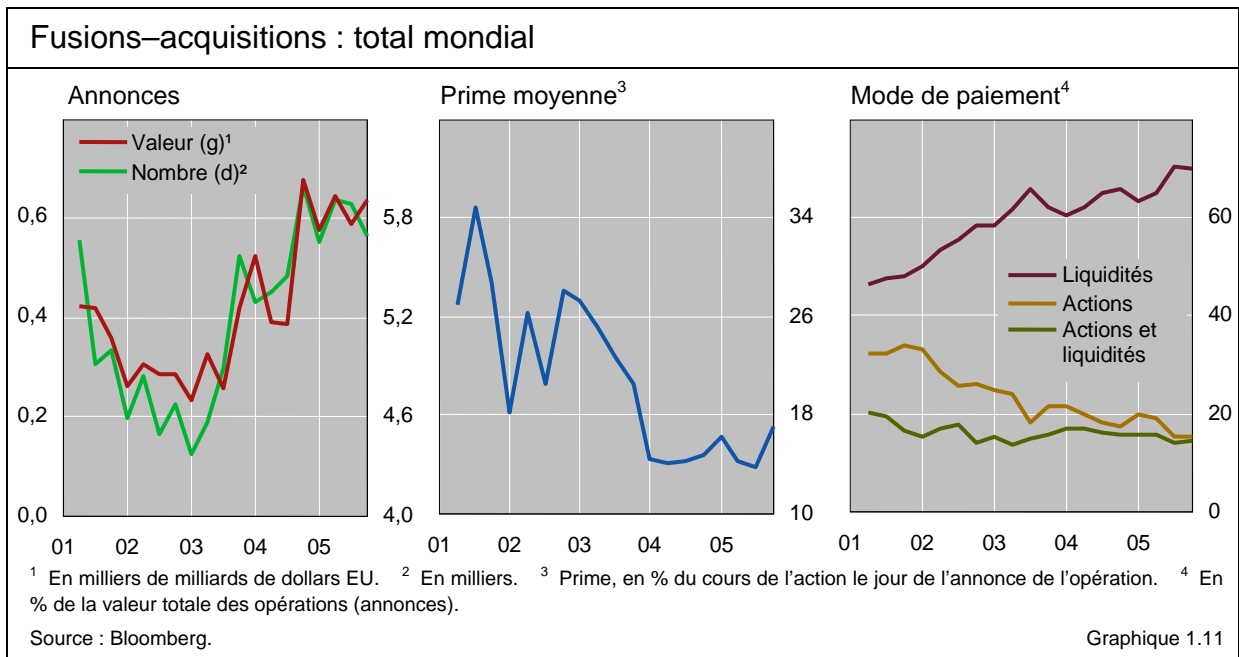


sommets en septembre, les obligations d'entreprise n'ont pas entièrement refait les pertes de l'année. Sur le marché du dollar EU, les primes des signatures de qualité se sont établies à 87 pb fin juillet, soit 10 pb de plus que leur minimum de mi-mars, pour s'élargir encore de quelque 5 pb quatre mois plus tard.

...le goût du risque s'affaiblissant

Ce déphasage entre cours des actions et primes de risque, et le fait que les obligations d'entreprise n'ont pas refait leurs pertes, s'expliquent essentiellement par une sensibilité accrue des investisseurs au risque circonstanciel après les événements de l'année, notamment le déclassement de General Motors. Si le goût du risque est resté prononcé, comme le donne à penser le fort rebond de la demande de titres garantis par des créances (TGC) au deuxième semestre 2005, il s'est affaibli quelque peu par rapport à fin 2004-début 2005. Le graphique 1.10 (cadre de gauche), qui représente la rémunération du risque de défaut (voir l'étude de J. Amato), montre bien que les investisseurs n'ont jamais retrouvé l'appétit pour le risque qui les caractérisait avant les turbulences sur les marchés de la dette entre mars et mai 2005.

La multiplication des mesures en faveur des actionnaires n'a servi, semble-t-il, qu'à rappeler le risque de baisse inhérent aux instruments de dette. Les entreprises voient de plus en plus les acquisitions comme un moyen de maintenir la croissance de leurs bénéfices. Les annonces de fusions-acquisitions entre janvier et octobre 2005 sont en hausse de quelque 35 % par rapport à la même période de 2004 (graphique 1.11). Les acquisitions ne vont pas forcément à l'encontre des intérêts des créanciers, et le fait qu'une grande part des montages annoncés cette année ont été financés par la trésorerie ne peut que les rassurer. Elles peuvent alourdir la dette, mais, dans ce cas, elles



ont traditionnellement tendance à accroître les bénéfices davantage que les opérations financées par actions. En outre, la prime d'acquisition ou d'échange reste bien en deçà du montant payé par les entreprises en 2000, lors de la dernière grande vague de fusions.

Évolution plus préoccupante pour les créanciers, le financement des rachats avec effet de levier a quasiment doublé sur les trois premiers trimestres de 2005 par rapport à la même période de 2004 (graphique 1.12). Selon Standard & Poor's, le ratio cours/bénéfice pour ce type d'opération est à un niveau jamais vu depuis plusieurs années. Aux États-Unis, en outre, les rachats d'actions dépassent nettement leur record de 2004 ; et sur les principaux marchés, les dividendes affichent des hausses à deux chiffres.

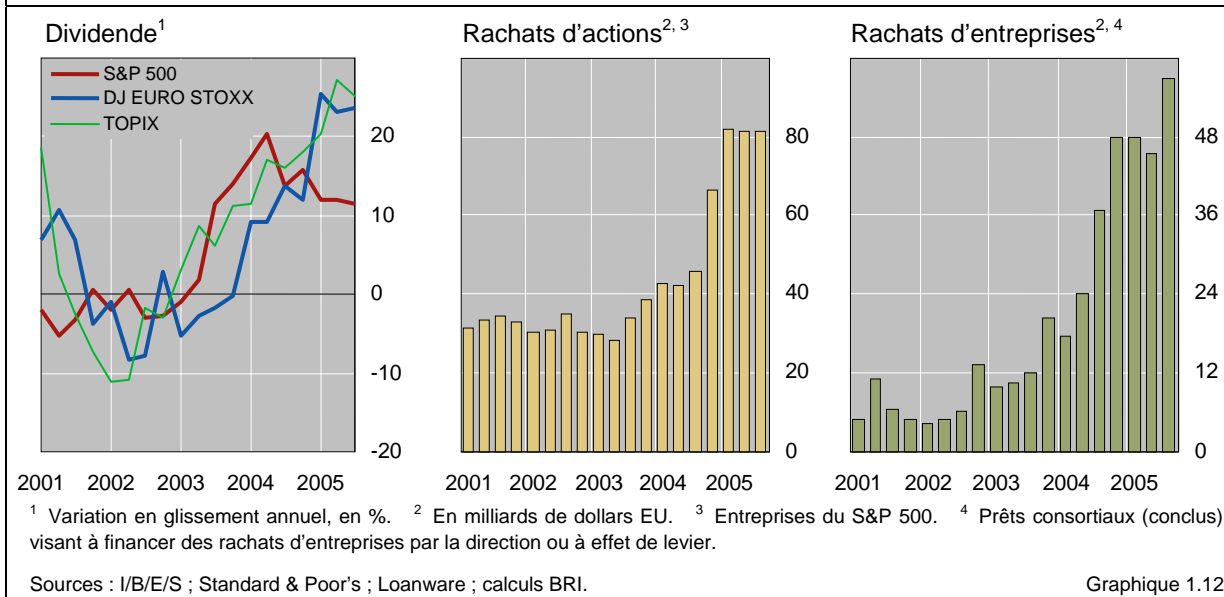
Modifications du capital en faveur des actionnaires

Le secteur automobile des États-Unis est resté une source de préoccupations pour les investisseurs, avec, en octobre, la mise en redressement judiciaire de Delphi, premier équipementier du pays et ancienne filiale de General Motors. GM a de nouveau été déclassé, à cause de ses liens étroits avec Delphi. De plus, cela a entraîné la rétrogradation d'un grand nombre de TGC : en décembre 2004, Delphi appartenait encore à la catégorie investissement et était donc référencé dans une gamme plus large de TGC qu'une signature de qualité inférieure. Malgré ces incidents en chaîne, les marchés de la dette ont eu une réaction ordonnée, favorisée par des initiatives visant à améliorer le fonctionnement des CDD, avec notamment le règlement au comptant des contrats indiciels (« Marchés dérivés »).

Le secteur automobile américain, source de préoccupations

Les marchés de la dette ont également accueilli sereinement le cyclone Katrina, catastrophe naturelle la plus coûteuse de l'histoire (encadré). Plusieurs assureurs et réassureurs ont vu leurs primes sur CDD augmenter notablement dans les semaines qui ont suivi le passage de Katrina, puis à nouveau fin septembre, avant que l'ouragan Rita ne touche la côte américaine. Pourtant, les primes s'étaient davantage élargies, dans bien des cas, lors du repli des marchés de la dette plus tôt dans l'année.

## Mesures favorables aux actionnaires



Hausse graduelle  
des défauts  
anticipés

Malgré de telles surprises et les mesures décidées en faveur des actionnaires, les investisseurs ont semblé confiants quant à la solvabilité des entreprises. Ces derniers mois, les primes sur CDD à court terme pour les entreprises américaines ont augmenté par rapport au long terme, signe que les investisseurs ont perdu de leur optimisme (graphique 1.10). Pourtant, la pente reste aussi forte qu'en 2004, indiquant que les investisseurs ne tablent pas sur une détérioration marquée des conditions de crédit dans l'immédiat. Les analystes semblent partager ce point de vue. Ainsi, Moody's prévoit que le taux de défaut (mondial) pour la catégorie spéculative va certes s'accroître, mais de façon graduelle, passant d'un creux cyclique de 1,8 % mi-2005 à un peu plus de 3 % dans un an. En outre, le taux de défaut devrait rester bien en deçà de sa moyenne des années 90 (4,8 %).

## Impact du cyclone Katrina sur la réassurance

*Ingo Fender et Philip Wooldridge*

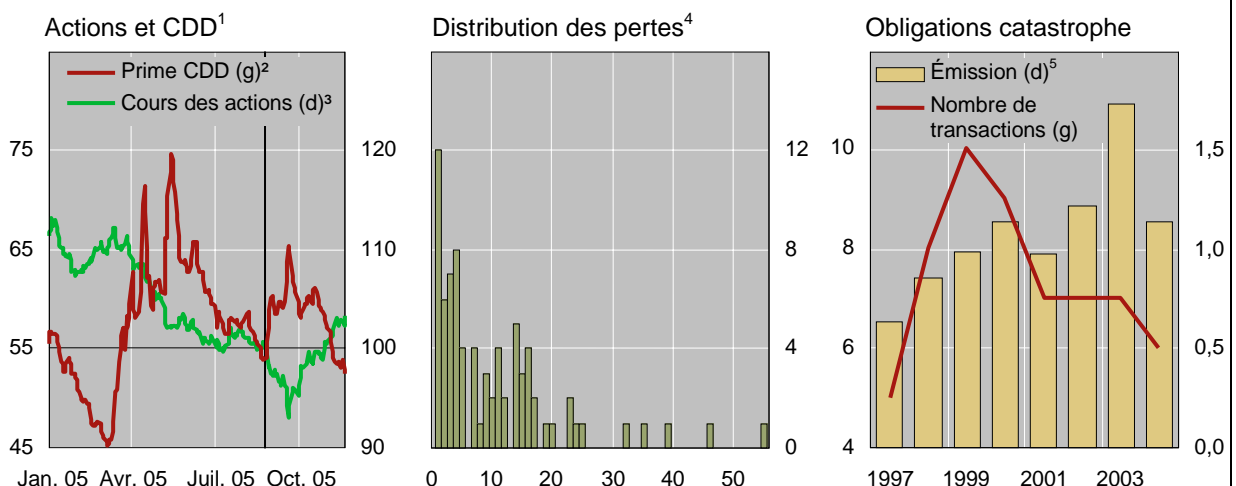
Le cyclone Katrina, qui a frappé la côte des États-Unis le long du golfe du Mexique, fin août 2005, et dévasté la Nouvelle-Orléans, pourrait être la catastrophe naturelle la plus coûteuse de tous les temps. Les sinistres sont estimés à pas moins de \$60 milliards, plus du double du précédent record dû au cyclone Andrew, en 1992. Par l'ampleur et la nature des dégâts, Katrina pèsera sans doute plus lourdement que ses prédécesseurs sur la réassurance : jusqu'à 50 % du total des sinistres. Or, les investisseurs n'ont, à aucun moment, craint que l'énormité des dommages n'engendre de graves difficultés financières. Les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) garantissant les réassureurs ont bien eu tendance à augmenter en septembre, mais moins que durant le repli de l'obligataire, début 2005 (graphique, cadre de gauche), et elles se sont resserrées en octobre. De plus, les cours des actions des entreprises de réassurance se sont rapidement redressés.

Les réassureurs participent à la stabilité du système financier. Ils absorbent les chocs susceptibles de compromettre la solvabilité des assureurs. Ils facilitent la répartition des risques entre secteurs et entre régions. Par leurs placements, ils contribuent à la liquidité, particulièrement sur les marchés de transfert de risques. Il était donc possible que des difficultés parmi les réassureurs – des défaillances, par exemple, ou des déclassements pouvant les contraindre à renoncer à certains pans non essentiels de leur activité – affectent d'autres secteurs.

La résilience dont le secteur a fait preuve s'explique, dans une large mesure, par une solide assise financière. La forte augmentation des primes d'assurance, en particulier pour les risques catastrophe, au lendemain des attentats de septembre 2001 a aidé nombre d'entreprises de réassurance à reconstituer leurs fonds propres – dont l'adéquation avait alors été remise en cause. Elle a, par ailleurs, attiré de nouveaux investisseurs en actions : les fonds spéculatifs, notamment, ont ainsi permis à de nouveaux venus (comme CIG Re ou Glacier Re, récemment) de constituer leur capital.

Selon les statistiques de la réassurance collectées par l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), les fonds propres des entreprises de réassurance représentaient \$244 milliards fin 2003. Le coût du cyclone Katrina ne risque donc pas de mettre en péril la solvabilité du secteur. Le rapport pertes/fonds propres de certains réassureurs serait, par contre, élevé ; aussi, faut-il s'attendre à des recapitalisations, voire à des déclassements (graphique, cadre du milieu). De fait, quelques réassureurs ont déjà renforcé leur capital. L'intérêt que les investisseurs portent à ces recapitalisations laisse penser qu'ils restent confiants dans la capacité des réassureurs à modéliser et à tarifer les risques naturels. Toutefois, des doutes sur l'aptitude des modèles et une fréquence accrue des sinistres pourraient se traduire, à moyen terme, par une révision des critères de notation et par des déclassements.

### Impact du cyclone Katrina



<sup>1</sup> Le trait vertical correspond au 29 août, date à laquelle Katrina a atteint les côtes des États-Unis. <sup>2</sup> Moyenne pondérée des primes sur CDD 5 ans de Swiss Re, Munich Re et ACE (libellés en dollars EU) assortis d'une clause de restructuration modifiée, en pb. <sup>3</sup> Ratio secteur de la réassurance/indice mondial ; 29 août 2005 = 100. <sup>4</sup> Estimation des pertes encourues par 78 entreprises d'assurance ou de réassurance du fait du cyclone Katrina ; en abscisse : part (en %) des fonds perdus par les actionnaires ; en ordonnée : nombre d'entreprises concernées. <sup>5</sup> En milliards de dollars EU.

Sources : Benfield Group ; Datastream ; Guy Carpenter ; Markit ; Swiss Re ; calculs BRI.

Les marchés des capitaux ne contribueront que fort peu à absorber le coût de Katrina, et ce, malgré les efforts engagés après le passage de l'ouragan Andrew pour promouvoir des instruments (obligations et options catastrophe – CAT) permettant de répartir plus largement les risques catastrophe. À mi-2005, l'encours des obligations CAT s'élevait à moins de \$5 milliards, l'exposition au risque de cyclone pour la côte des États-Unis bordant le golfe du Mexique ne représentant qu'une petite fraction de ce montant. L'un des facteurs expliquant cette évolution quelque peu décevante du marché tient au fait que l'arbitrage entre risque de base et risque subjectif relativise l'intérêt des obligations CAT par rapport à la réassurance. Cette dernière fait l'économie du risque de base grâce à des clauses contractuelles adaptées aux besoins du preneur d'assurance cherchant à transférer le risque, mais c'est précisément ce qui rend le contrat plus complexe et augmente donc les frais de suivi. Les contrats standards, en revanche, limitent au minimum le risque subjectif en subordonnant les paiements à des niveaux prédéterminés de pertes, par région ou par secteur, mais augmentent le risque de base pour le preneur.

