

1. Vue d'ensemble – économies émergentes : valorisations au plus haut

Les économies émergentes ont vu leurs actifs s'apprécier, pour inscrire de nouveaux records en début d'année. Les investisseurs étrangers se sont montrés très friands d'obligations et d'actions, propulsant les indicateurs de valorisation vers le sommet de leur fourchette historique, et parfois au-delà. Un tel engouement a été favorisé par l'amélioration régulière des données fondamentales d'un grand nombre d'économies, et par un goût accru du risque.

Les principaux pays développés ont été moins prisés. Les investisseurs ont semblé douter des valorisations actuelles des actions et des obligations d'entreprise et hésiter sur l'orientation de leurs positions. Aux États-Unis, taux d'intérêt, cours pétroliers et résultats des entreprises ont pesé sur les cours des actions. Au Japon, des événements de portée apparemment limitée ont affecté l'ensemble du marché, stoppant momentanément, en janvier, la remontée de la bourse de Tokyo. Des opérations favorables aux actionnaires, tels les rachats avec effet de levier, ont continué à préoccuper les marchés de la dette des entreprises. En dépit d'un tel risque circonstanciel, les primes sont restées stables autour de leurs planchers cycliques.

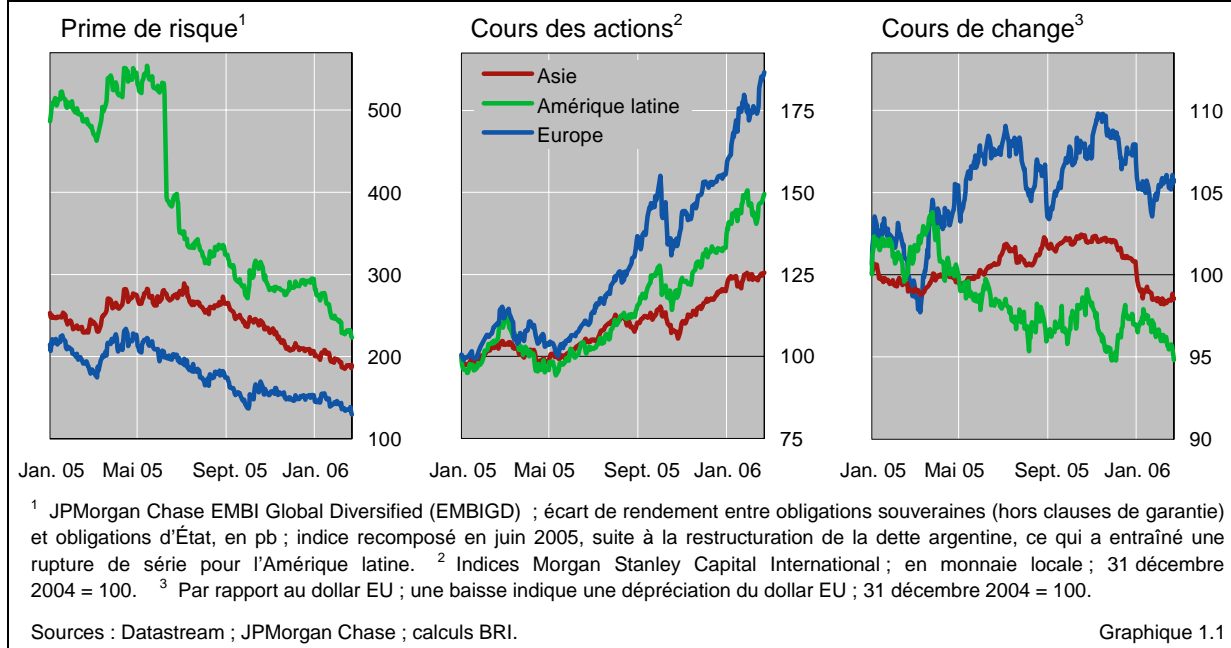
Sur les marchés de la dette publique et des swaps, malgré des données macroéconomiques mitigées, les rendements se sont accrus en anticipation d'un nouveau resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe. Au Japon, l'annonce d'un taux d'inflation devenu positif a conduit les intervenants à penser que la banque centrale abandonnerait sa stratégie d'assouplissement quantitatif plus tôt que prévu.

Économies émergentes : essor favorisé par les capitaux étrangers

Début 2006, les prix des actifs se sont envolés dans l'ensemble des économies émergentes. Obligations, actions et monnaies ont toutes affiché de fortes hausses en janvier et février (graphique 1.1). Survenu après des gains déjà spectaculaires en 2005, cet essor a souvent propulsé les valorisations vers leurs sommets historiques, voire au-delà.

Ce sont les actions qui ont affiché la plus vive ascension. En 2005, elles avaient quasiment partout enregistré une hausse à deux chiffres, et trois

Économies émergentes



pays – Égypte, Colombie et Arabie Saoudite – ont vu les cours plus que doubler. Dans de nombreux cas, la progression s'est accélérée en janvier, avant de marquer une pause en février. L'Asie est restée en retrait, avec une hausse de quelque 4 % seulement, en termes de monnaie locale, sur les huit premières semaines de 2006, contre 20 % en Europe orientale et 13 % en Amérique latine. Après l'annonce par Intel de ventes inférieures aux anticipations et le repli de la bourse de Tokyo (infra), les cours des actions asiatiques – sur des marchés dominés par les entreprises technologiques – se sont inscrits en baisse le 18 janvier, pour rebondir ensuite, toutefois.

Les plus-values sur les placements en monnaie locale des investisseurs en dollars EU ont été amplifiées par les mouvements de change. Sur les huit premières semaines de 2006, les monnaies des économies émergentes ont gagné plus de 2 % vis-à-vis du dollar. En outre, les banques centrales de plusieurs pays ont continué d'accumuler des réserves de change, ce qui laisse supposer que des interventions ont freiné l'appréciation.

Sur les marchés obligataires internationaux, le resserrement des primes de risque s'est surtout remarqué sur les titres à haut rendement, confirmant la tendance de ces dernières années. Ainsi, les primes sur titres en dollars émis par les signatures d'Amérique latine se sont resserrées de près de 70 points de base (pb) sur les huit premières semaines de 2006, contre quelque 20 pb pour les émetteurs d'Europe et d'Asie. Elles se sont, certes, parfois élargies : le 12 janvier, par exemple, quand l'incertitude concernant les perspectives de l'économie américaine a favorisé une recherche de la qualité, mais ces remontées éphémères n'ont pas contrarié le mouvement.

L'essor des économies émergentes a été en grande partie favorisé par des entrées massives de capitaux étrangers. L'Institute of International Finance (IIF) estime que les flux nets d'investissements de portefeuille ont avoisiné \$60 milliards en 2005 pour les actions, soit bien plus que les années

Dans les économies émergentes, envolée des cours des actions...

...et resserrement des primes de risque sur obligations

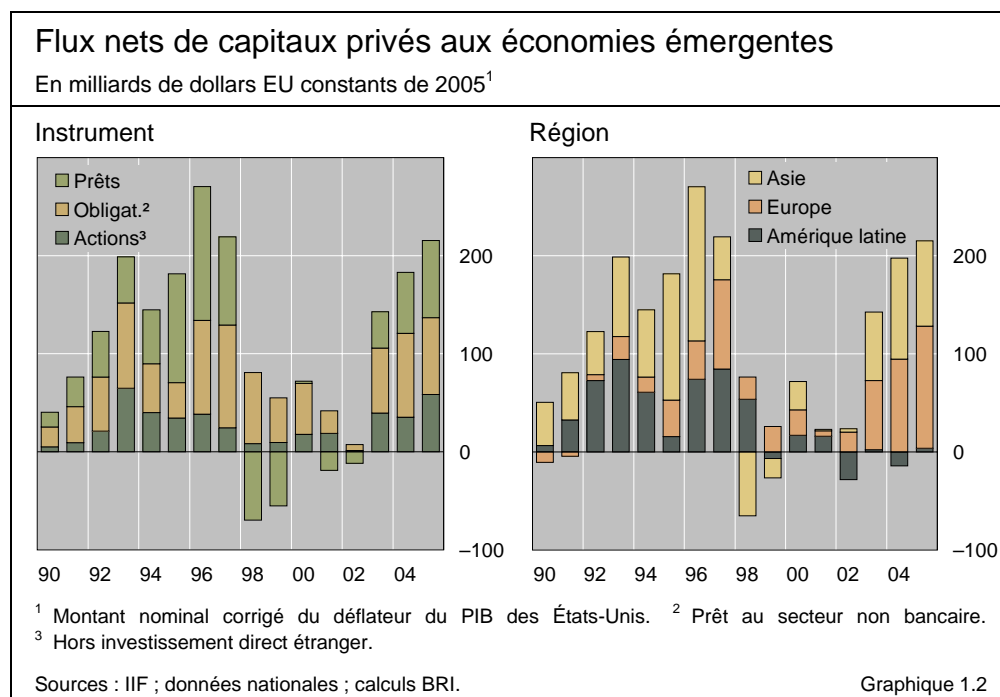
Entrées massives de capitaux étrangers

précédentes (graphique 1.2), et dépassé \$160 milliards pour les obligations, pour une bonne part en monnaie locale. Les données disponibles indiquent que ces entrées se sont poursuivies début 2006.

L'engouement des investisseurs pour les actifs des économies émergentes tient en partie à leur confiance dans la solidité des données fondamentales. Les positions extérieures, les systèmes financiers ainsi que les politiques budgétaires et monétaires vont en s'améliorant depuis quelques années. La résilience de nombreuses économies s'en est trouvée renforcée, de sorte que les risques associés aux placements dans ces régions ont diminué. De fait, en 2005, le ratio rehaussements/déclassements des notes souveraines s'est établi à 3 pour 1 (chiffres de Moody's). Symboles du revirement de fortune des pays émergents, le Brésil et l'Argentine ont utilisé en décembre 2005 une partie de leurs réserves de change accumulées rapidement pour rembourser la totalité de leur dette (\$25 milliards) au FMI.

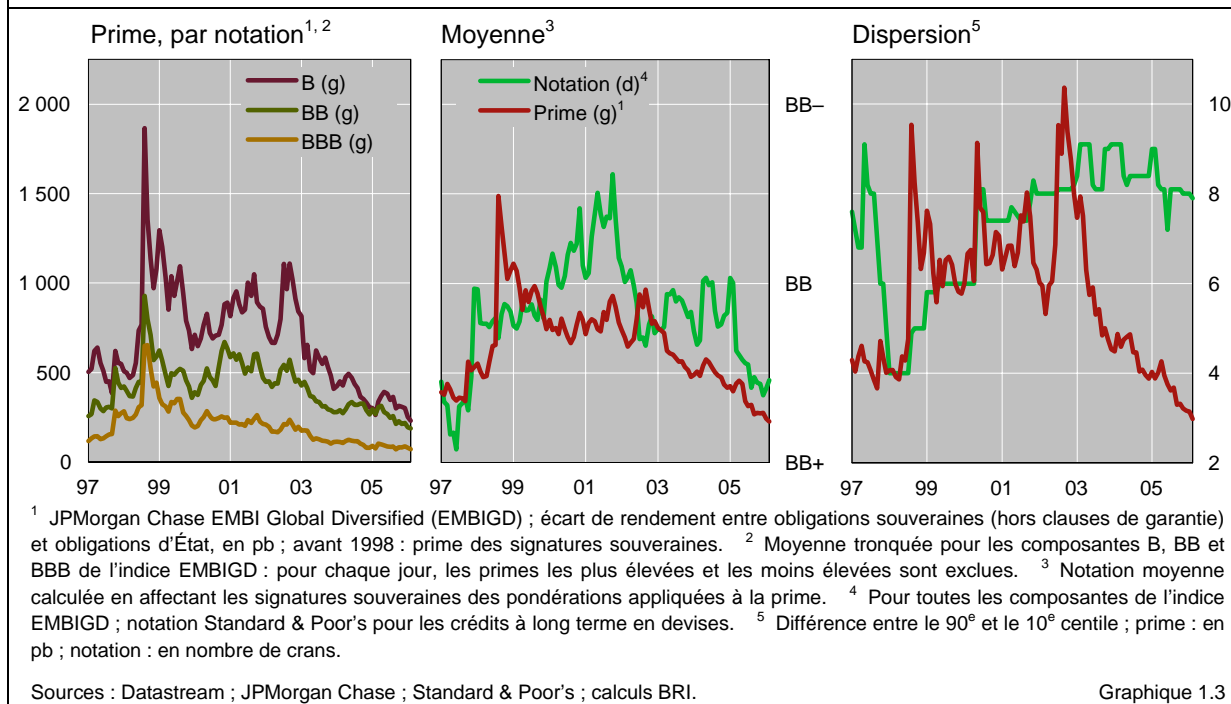
La demande des investisseurs pour les actifs des économies émergentes semble néanmoins ne pas s'expliquer par la seule amélioration des données fondamentales ; le goût du risque y a joué un rôle important, lui aussi. Début 2006, les primes souveraines étaient plus étroites que jamais, pourtant la qualité du crédit s'est détériorée. Le graphique 1.3 (cadre du milieu) représente la prime EMBI Global Diversified de JPMorgan en regard de la notation attribuée par Standard & Poor's aux signatures souveraines qui composent l'indice, les notes et les primes étant pondérées des mêmes coefficients. Le 24 février, l'indice s'est établi à 197 pb en clôture, quelque 100 pb en deçà de son creux précédent de mi-1997, commencement de la crise financière en Asie. Début 2006, la notation (en moyenne pondérée) restait légèrement inférieure à son niveau de mi-1997.

Le niveau et la dispersion des primes à des creux historiques...



Économies émergentes : prime de risque et notation

En fin de mois



La baisse de la notation moyenne des signatures souveraines entre 1997 et 2006 montre que les emprunteurs de moindre qualité ont obtenu un meilleur accès aux marchés obligataires internationaux. Ainsi, fin 2005, l'Équateur, noté seulement Caa1 par Moody's et CCC+ par Standard & Poor's, a collecté \$650 millions (« Marché des titres de dette »). Ce phénomène semble être dû à un appétit accru des investisseurs pour le risque dans leur recherche de rendements nominaux plus élevés.

Même en relation avec la notation de l'émetteur, les primes se situent, début 2006, à des creux historiques. Le graphique 1.3 (cadre de gauche) représente la prime moyenne des signatures souveraines notées B, BB et BBB, après exclusion des extrêmes. En février 2006, dans chaque catégorie de notation, la prime moyenne est en baisse par rapport à mi-2005 et en retrait même par comparaison avec mi-1997.

Par ailleurs, la dispersion restreinte des primes paraît témoigner d'un goût prononcé pour le risque-pays. Le graphique 1.3 (cadre de droite) représente la différence entre le 90^e et le 10^e centile des primes et notations pour la trentaine de signatures souveraines composant l'indice EMBI Global Diversified. Début 2006, elle est plus étroite que jamais, ce qui conduit à se demander si les investisseurs sont suffisamment sélectifs vis-à-vis des emprunteurs. De fait, les notations souveraines présentent une forte dispersion, ce qui signifie d'importantes disparités en termes de solvabilité.

En résumé, l'évolution des primes et leur relation avec la notation montrent que le goût des investisseurs pour le risque a contribué au récent repli des primes. Certes, ce type de comparaison présente certaines limites : les notations sont généralement des indicateurs de solvabilité retardés, et les agences peuvent avoir durci leurs critères, accordant par exemple plus de

...laissant entrevoir un goût prononcé pour le risque-pays...

...et une vulnérabilité accrue des économies émergentes à une réévaluation

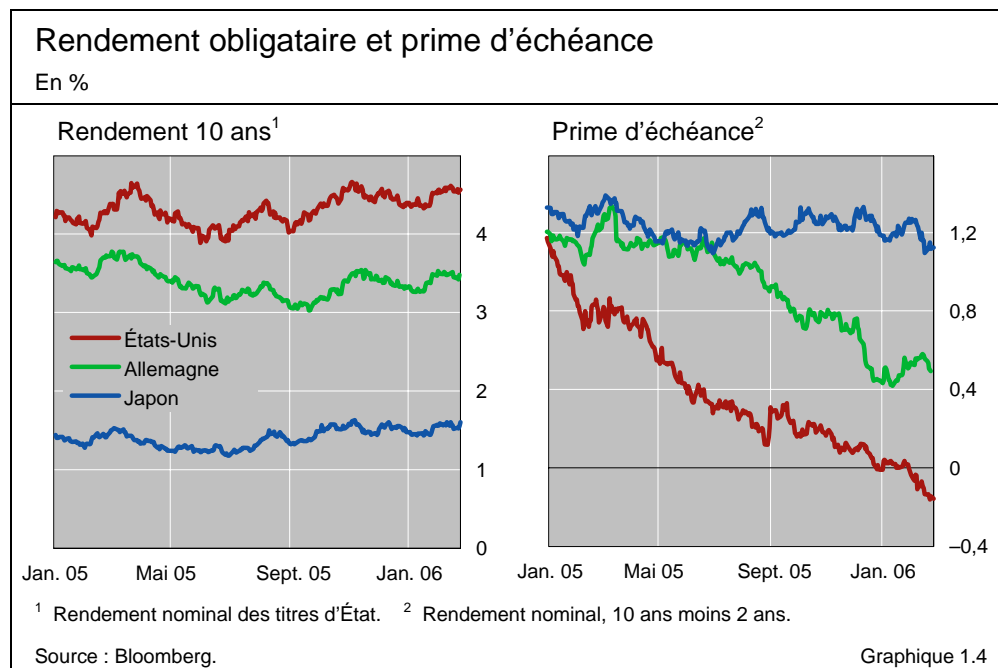
poids au risque de liquidité et à la solidité du système financier après la crise financière en Asie. Par ailleurs, d'autres caractéristiques de l'indice (maturité, notamment) évoluent dans le temps. Cela dit, dans la mesure où les investisseurs peuvent avoir sous-estimé le risque-pays, les économies émergentes pourraient être vulnérables en cas de réévaluation.

Anticipations d'un resserrement monétaire

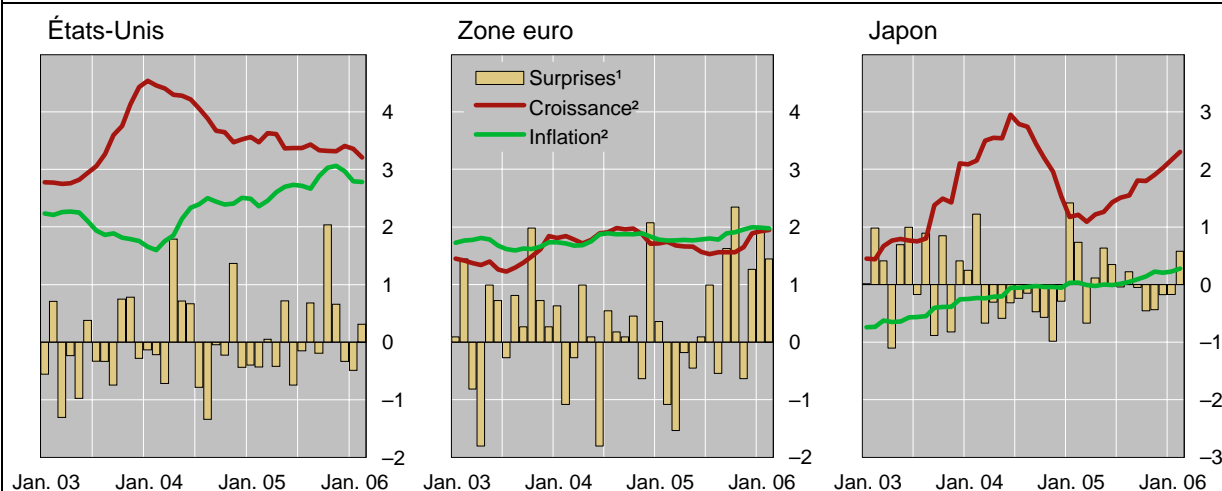
Sur les principaux marchés, les rendements longs sont restés exceptionnellement bas en début d'année, malgré un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro. Bien que, ces derniers mois, les rendements d'État 10 ans soient demeurés au-dessus des creux de l'été 2005, ils sont encore loin des sommets de juin 2004, avant le premier relèvement des taux directeurs américains. Le 24 février, ils se sont établis à 4,6 % pour le Trésor EU, à 3,5 % pour le *Bund* allemand et à 1,6 % pour l'obligation de référence japonaise (graphique 1.4).

Les courbes des rendements ont continué de s'aplatir fin 2005. La diminution des tensions inflationnistes et une légère détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis ont entraîné un repli (¼ de point de pourcentage) du rendement du Trésor EU 10 ans. Dans la zone euro et au Japon, les rendements d'État ont suivi le mouvement, malgré l'amélioration des anticipations de croissance (graphique 1.5). À l'inverse, les taux courts aux États-Unis et dans la zone euro se sont tendus, suite au durcissement monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE. En conséquence, l'écart de rémunération, objet de toutes les attentions, entre les valeurs du Trésor EU 10 ans et 2 ans est devenu négatif. La courbe des rendements de l'euro s'est aplatie, elle aussi, mais le niveau bas des taux directeurs a empêché une inversion.

Les courbes
des rendements
s'aplatissent fin
2005



Indicateurs macroéconomiques



¹ Différence entre chiffre effectif et prévision consensuelle, normalisée par l'écart moyen et l'écart type des surprises passées ; les observations sont représentées au mois de publication du chiffre effectif ; États-Unis : moyenne pondérée des indicateurs suivants : enquête ISM, emplois non agricoles, ventes de détail, prix à la production et prix à la consommation ; zone euro : indicateur du climat des affaires en Allemagne, enquête de l'Institut für Wirtschaftsforschung (ifo) ; Japon : moyenne pondérée de l'indice de la production industrielle et du chiffre des commandes de machines-outils. ² Prévision mobile à 12 mois, calculée comme la moyenne pondérée des prévisions de taux annuel publiées par Consensus Economics. Les observations sont représentées au mois au cours duquel la prévision a été effectuée ; variation, en %, par rapport à l'année antérieure.

Sources : Bloomberg ; © Consensus Economics ; calculs BRI.

Graphique 1.5

Dans le passé, une inversion de la courbe présageait généralement l'imminence d'une récession, mais cette fois les intervenants ont paru plus confiants dans les perspectives de croissance. Le bas niveau des rendements longs s'expliquerait avant tout par une baisse de la prime d'échéance, due à une décélération attendue de l'inflation et à une demande soutenue des investisseurs étrangers et des fonds de pension pour les valeurs du Trésor.

Le Trésor EU 10 ans a inscrit un minimum, à 4,3 %, en anticipation de la publication de l'IPC, le 18 janvier. Le chiffre de l'inflation sous-jacente, pourtant conforme aux anticipations, rendant plus hypothétique un relèvement des taux directeurs, a néanmoins marqué le début de la hausse des rendements américains, mouvement renforcé par une série de bons indicateurs économiques début février. Les intervenants ont donc révisé leurs anticipations sur les taux directeurs. À la date de rédaction, ils pensaient que la Réserve fédérale porterait le taux des fonds fédéraux à quelque 5 % avant mi-2006, et qu'elle le réduirait peut-être en fin d'année.

Le 9 février, le Trésor EU a lancé des obligations à 30 ans, dont l'émission avait été stoppée en 2001. L'adjudication a été très bien accueillie, avec un rendement légèrement inférieur à celui du 10 ans courant. En outre, la part des soumissions indirectes a été plus importante qu'anticipé, traduisant une forte demande des institutionnels américains et des investisseurs étrangers. Une inversion dans le compartiment très long de la courbe a été observée dans plusieurs pays, surtout au Royaume-Uni. Il semble que ce phénomène soit dû essentiellement à l'intensité de la demande des fonds de pension, plutôt qu'à une baisse attendue de la croissance tendancielle dans quelques décennies

Les rendements du dollar en hausse début 2006, sous l'effet des anticipations concernant la politique monétaire

Fonds de pension et baisse des taux longs

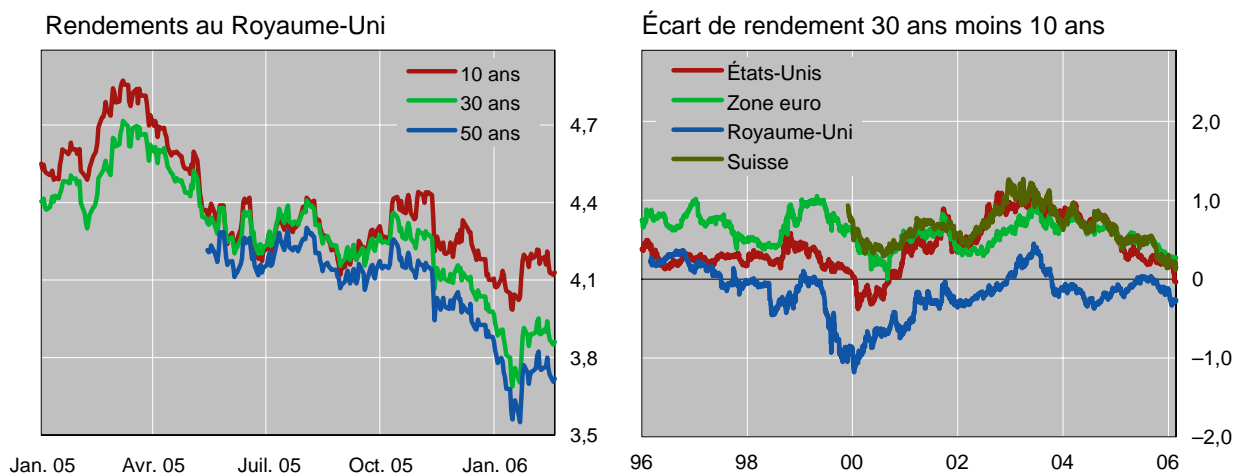
La faiblesse persistante des taux nominaux à long terme (plus de 10 ans) en période d'activité dynamique intrigue de nombreux opérateurs et analystes depuis quelque temps. Elle est parfois attribuée à l'incidence de la pression exercée par la demande des investisseurs institutionnels, fonds de pension notamment, doublée d'un effet de rétroaction : les taux d'intérêt bas augmentent la valeur du passif des fonds, ce qui pousse les investisseurs institutionnels à acquérir davantage d'obligations. L'encadré examine ce mécanisme de rétroaction au Royaume-Uni – où les taux à très long terme sont extrêmement bas – puis sa présence dans d'autres pays.

S'agissant des rendements d'État au Royaume-Uni, le 30 ans est depuis plusieurs années inférieur au 10 ans, et le 50 ans est encore plus bas (graphique, cadre de gauche). Il est communément admis que la tendance des fonds de pension à réduire leur asymétrie de durée entre actifs et passifs par acquisition d'obligations de très longue durée a contribué à la baisse des taux. Or, les passifs des fonds de pension ont augmenté parallèlement, ce qui a accru la demande de titres à long terme et encore pesé sur les rendements.

L'effet de rétroaction sur les emprunts d'État britanniques a été particulièrement prononcé pour deux raisons. Premièrement, la réglementation imposant une couverture minimale des passifs (Minimum Funding Requirement – MFR) et les pratiques comptables exigent que la valeur des prestations futures soit actualisée par un taux de marché^① ; les passifs des fonds de pension sont donc très sensibles aux variations de taux. Deuxièmement, les entreprises, tenues d'inscrire au bilan la position de capitalisation de leur fonds de pension, préfèrent en limiter la volatilité. Comme les autres acteurs du marché, elles ont pris conscience des coûts potentiels de la sous-capitalisation des fonds, surtout depuis les lourdes pertes sur actions subies au début des années 2000, au moment où le vieillissement des effectifs se conjugait à l'accroissement de la longévité pour alourdir leur passif. Les entreprises ont cherché à atténuer cette volatilité en modifiant la structure de leur régime de retraite (passant des prestations définies aux contributions définies), mais aussi en remplaçant les actions par des obligations à long terme dans leur portefeuille.

Emprunts d'État à long terme

En %



Source : Bloomberg.

^① La réglementation MFR précise que les prestations versées aux retraités sont actualisées par les taux obligataires et les prestations futures des actifs proches de la retraite par une moyenne pondérée des taux obligataires et des rendements des actions. La norme comptable FRS 17, quant à elle, prescrit le taux obligataire dans les deux cas.

Hors du Royaume-Uni également, les taux à très long terme sont parfois extrêmement bas. Ainsi, le rendement d'État 30 ans est proche du 10 ans (voire légèrement inférieur) aux États-Unis, dans la zone euro et en Suisse (graphique, cadre de droite). La rétroaction joue-t-elle là un rôle aussi important ? On retrouve certains des facteurs en jeu au Royaume-Uni (couverture minimale des passifs des fonds de pension, notamment), mais atténués. Aux Pays-Bas, par exemple, même si les exigences de capitalisation sont plus strictes, le niveau de couverture atteint et un taux d'actualisation fixé par la loi ont, jusqu'à maintenant, permis aux fonds de pension de se satisfaire d'actifs de durée relativement courte – 6 ans environ, ce qui correspond à peu près à la durée moyenne de la dette publique des États de la zone euro. Aux États-Unis, de nombreux fonds de pension d'entreprise sont sous-capitalisés et les prestations futures sont actualisées par un taux de marché ; toutefois, un certain lissage de ce taux est autorisé pour le calcul de la valeur de bilan des actifs et passifs. Les différences entre le Royaume-Uni et les autres pays pourraient finir par s'estomper, du moins si les Pays-Bas et les États-Unis adoptent les propositions de réglementation prévoyant des taux d'actualisation (non lissés) plus proches du marché pour les prestations futures. Il n'est d'ailleurs pas exclu que, dans ces pays, les fonds de pension se soient déjà adaptés à certaines de ces modifications.

Il est possible de réduire l'effet de rétroaction : augmenter l'offre d'obligations à long et très long terme contrerait les pressions à la baisse sur les taux. Plusieurs États et entreprises ont déjà intensifié leurs émissions à 30 et 50 ans, mais la nécessité de préserver une structure d'échéances équilibrée limitera cette tendance.

(encadré). Plusieurs gouvernements ont commencé à profiter de ces conditions favorables et ont émis des obligations dont la durée va jusqu'à 50 ans.

Dans la zone euro, les rendements ont suivi étroitement le marché américain durant la deuxième quinzaine de janvier et se sont accrus d'environ ¼ de point de pourcentage, à 3,5 %. Comme aux États-Unis, le gros volume des emprunts d'État peut avoir contribué à cette hausse, mais dans une mesure difficile à quantifier. En février, les rendements se sont montrés plutôt instables, sous l'effet d'indicateurs mitigés, en Allemagne et en France : chiffres de la croissance inférieurs aux prévisions pour le quatrième trimestre, et indices positifs de la production industrielle et de la confiance. Les 9 et 10 février, le rendement de référence à 10 ans en Allemagne a baissé de presque 10 pb, mais il est pratiquement revenu à son niveau antérieur après les déclarations des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE mettant en évidence les risques inflationnistes associés aux cours élevés du pétrole et à l'expansion du crédit. Les intervenants y ont vu le signe que la BCE relèverait le taux des adjudications, à 2,5 %, le 2 mars, puis dans le courant de l'année.

Le rendement de l'emprunt d'État japonais 10 ans est monté à 1,6 % mi-février, la déflation paraissant enfin dépassée. Il a fait un bond de 4 pb le 27 janvier, quand l'IPC s'est ancré davantage dans la zone positive. Il s'est tendu le 10 février, après les propos du gouverneur de la Banque du Japon précisant que les futures discussions sur l'orientation de la politique monétaire tiendraient davantage compte de l'inflation. Dans le passé, la Banque du Japon a indiqué qu'une hausse durable des prix à la consommation était une condition préalable à l'abandon de sa politique d'assouplissement quantitatif, lequel n'impliquerait pas nécessairement un relèvement des taux directeurs. Au moment de la rédaction, les intervenants semblaient tabler sur un abandon de l'assouplissement quantitatif au début du deuxième trimestre 2006, tout en pensant que les taux pourraient rester bas un bon moment encore.

Les rendements en euros suivent ceux en dollars

Montée des rendements en yens en raison de signes annonçant la fin de la déflation

L'incidence sur les rendements de cette réorientation anticipée a été en partie contrebalancée par les pressions baissières résultant de forts dégagements sur les actions. Ainsi, le rendement d'État à 10 ans a chuté le 13 février, tandis que les cours des actions se repliaient sous l'effet de préoccupations suscitées par le haut niveau des valorisations. Ces influences opposées sur les rendements ont aussi induit, en janvier et février, une hausse de la volatilité implicite des options sur contrats à terme sur emprunts d'État, à des niveaux bien inférieurs, toutefois, à ceux de 2004.

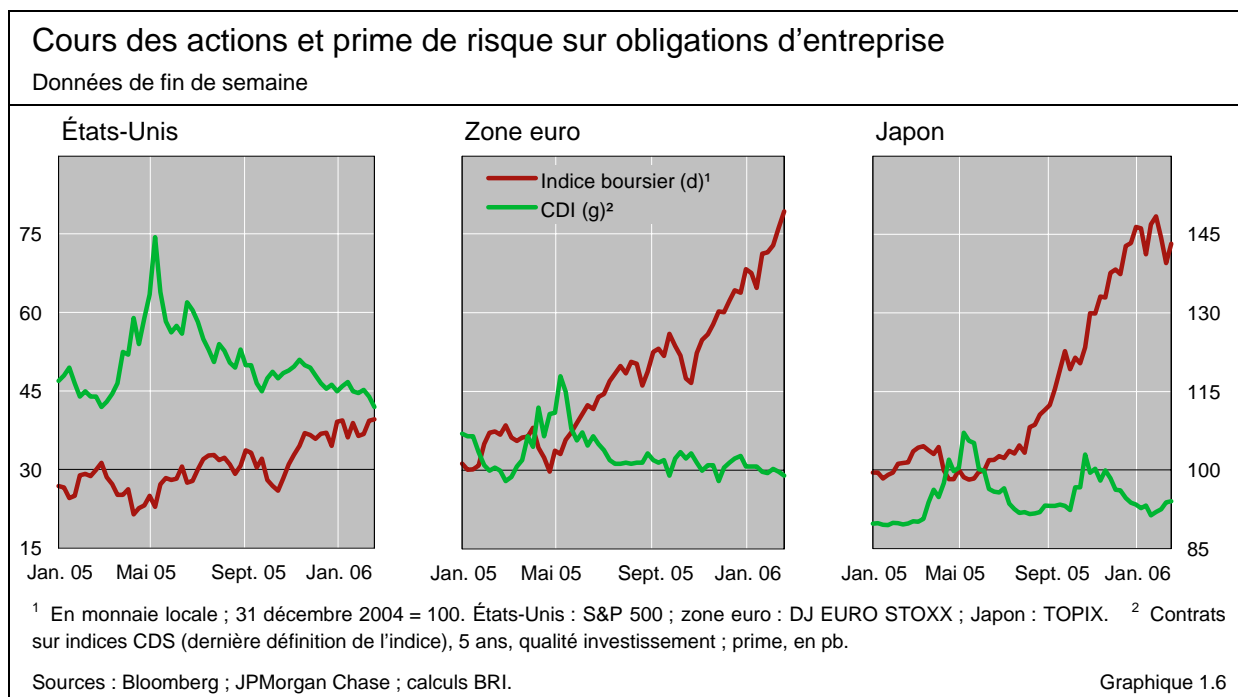
Le système de négociation de Tokyo en proie à des difficultés

Dans les principales économies développées, les cours des actions ont connu un commencement d'année médiocre. En hausse au dernier trimestre 2005, les marchés ont eu des difficultés à s'orienter début 2006, chutant parfois, pour refaire leurs pertes en l'espace de quelques jours. Entre début janvier et le 24 février, le S&P 500 a progressé de 3 % et le TOPIX était inchangé (graphique 1.6). Le DJ EURO STOXX a, lui, bien avancé, gagnant 8 %.

Dans un premier temps, les incertitudes concernant l'évolution des bénéfices des entreprises ont pesé sur les cours. Ce sentiment de défiance des investisseurs résultait du renchérissement du pétrole (+15 %) entre mi-décembre et mi-janvier et de la publication de résultats décevants par plusieurs entreprises de renom, dont Yahoo!, Intel, Citigroup et General Electric. Il s'est traduit par un repli de 1,8 % du S&P 500, le 20 janvier, qui n'avait pas autant régressé en une séance depuis 2003. De nombreux autres marchés ont affiché une baisse, pas aussi marquée, toutefois.

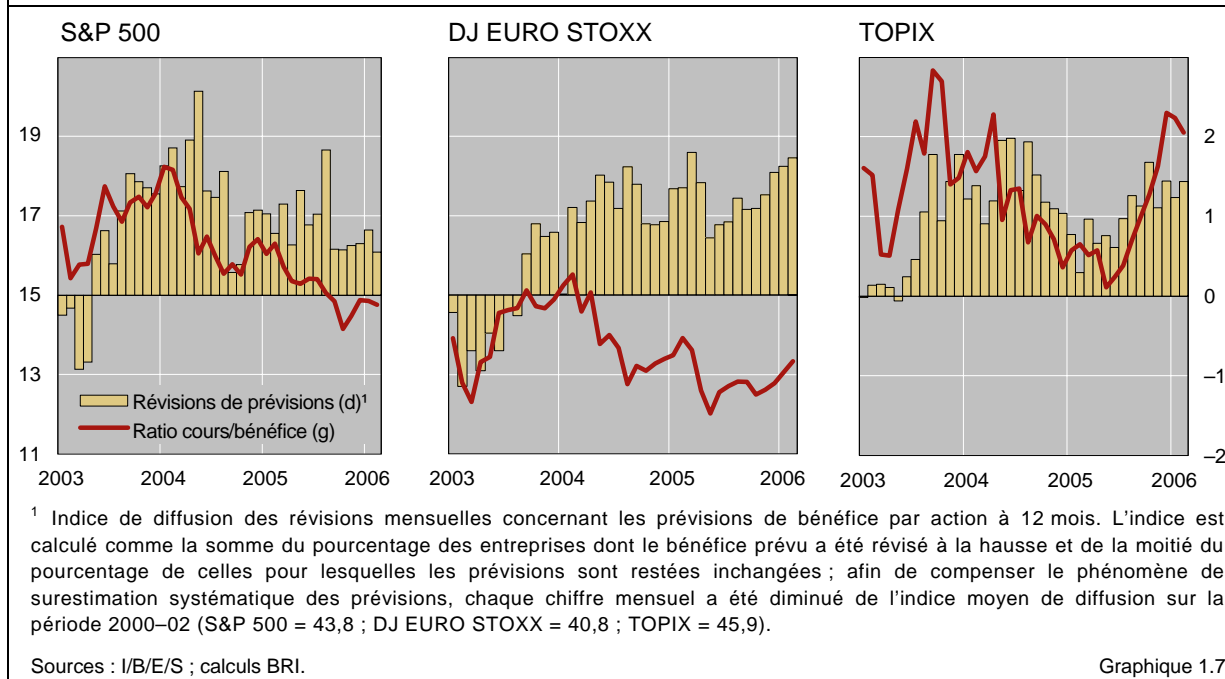
Malgré ces incertitudes accrues, les investisseurs sont restés optimistes, surtout en Europe où, depuis mi-2005, les analystes ont révisé en hausse les

Les incertitudes sur les résultats des entreprises pèsent sur les actions...



Prévisions de bénéfice et valorisation des actions

Sur la base de prévisions de bénéfice à 12 mois



bénéfices prévisionnels pour un nombre croissant d'entreprises (graphique 1.7). Aux États-Unis, le nombre d'entreprises dont les bénéfices prévisionnels ont été corrigés à la hausse n'augmente plus, mais reste stable, ce qui a permis de limiter la chute des cours des actions.

Sauf au Japon, la volatilité sur les principaux marchés des actions en janvier et février n'a pas entraîné de forte augmentation de la volatilité implicite (graphique 1.8), qui est restée près de son creux historique, aux États-Unis surtout. Les investisseurs ont apparemment considéré que les événements ayant marqué la période constituaient des chocs temporaires et n'annonçaient pas une future hausse de la volatilité. Par ailleurs, les indicateurs du goût du risque, calculés à partir du prix des options sur indices boursiers, ne laissent guère entrevoir d'évolution (graphique 1.8).

À la bourse de Tokyo, la volatilité a été amplifiée, en janvier, par des dysfonctionnements du marché. Des accusations de fraude sur titres à la société point.com Livedoor ont fait chuter le TOPIX. Quand la baisse a commencé le 17 janvier, elle s'est d'abord limitée à Livedoor ; entre l'ouverture et la pause de midi, le TOPIX s'est en fait inscrit en hausse. L'après-midi, toutefois, le repli a gagné l'ensemble des entreprises japonaises, y compris des valeurs vedettes comme Toyota, et le TOPIX a fini en recul de 2,3 %. Le courant vendeur s'est intensifié le 18 et, à un moment, le TOPIX avait perdu presque 6 %. Le marché est remonté un peu en fin de séance, pour terminer en retrait de 3,5 %.

Si un tel choc, de portée apparemment limitée, a affecté l'ensemble du marché, c'est peut-être parce que le niveau élevé des valorisations a rendu les investisseurs plus sensibles à toute information négative. La progression du TOPIX au deuxième semestre 2005 (+40 %) avait de beaucoup dépassé la

...mais la volatilité implicite reste faible

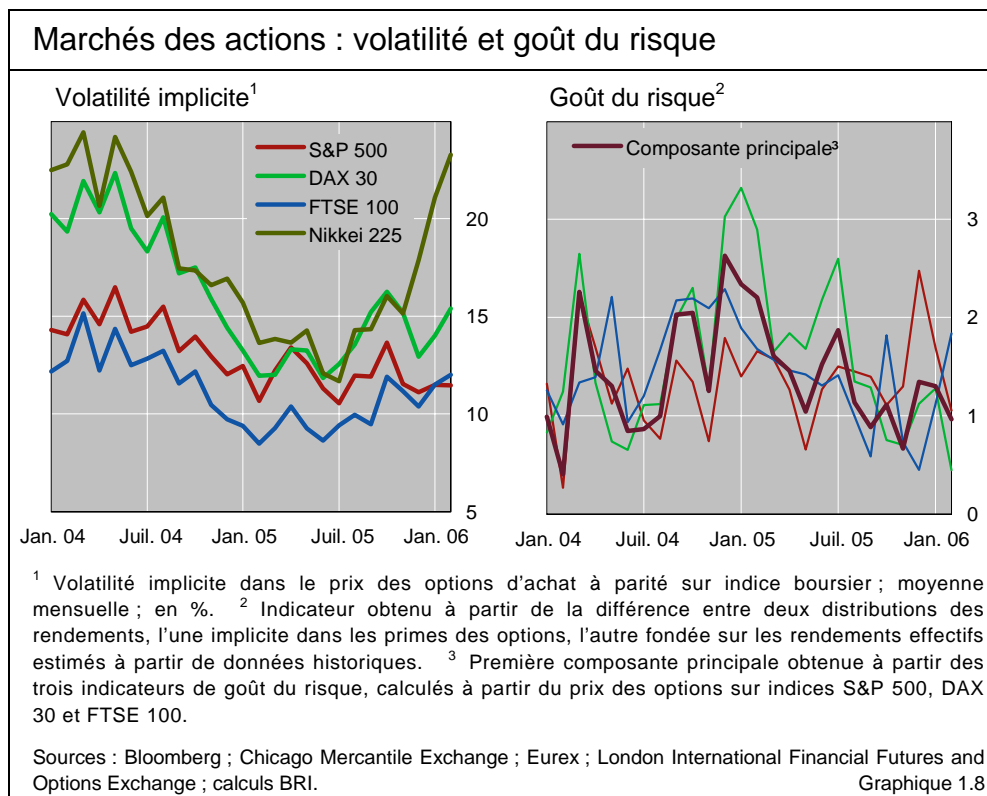
Bref repli de la bourse de Tokyo suite à une enquête sur une société point.com...

...tandis que les investisseurs s'inquiètent de plus en plus du haut niveau des valorisations

hausse des bénéficiaires prévisionnels. Par conséquent, le ratio cours/bénéfice a augmenté, passant d'environ 15 en juin 2005 à près de 20 en fin d'année (graphique 1.7). Le niveau élevé des valorisations a fait douter les investisseurs de l'orientation future du TOPIX, comme en témoigne la tendance haussière de la volatilité implicite (graphique 1.8).

Par ailleurs, les appels de marge ont semblé exacerber le repli de Tokyo. Après les accusations, les actions Livedoor n'étaient plus liquides : il n'y avait pas d'acheteurs à la limite de variation journalière. Plusieurs investisseurs à effet de levier ont dû vendre d'autres actifs pour répondre à l'appel de marge du courtier. La vague d'ordres de vente qui en est résultée, et celle d'ordres d'achats des investisseurs attirés par la chute des cours, ont grippé le système de négociation de la bourse de Tokyo, qui a clôturé plus tôt le 18 janvier, pour la première fois de son histoire. La possibilité d'une fermeture avancée a pu contribuer au repli, car les investisseurs se seraient dépêchés de placer des ordres. Néanmoins, l'épisode Livedoor n'a eu qu'une incidence éphémère sur l'optimisme des investisseurs, et le marché de Tokyo s'est redressé, pour atteindre de nouveaux sommets fin janvier.

Les cours des actions nippones ont fini par régresser quand les opérateurs ont pensé que la Banque du Japon pourrait mettre un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif plus tôt qu'anticipé. Dans la semaine qui a suivi la réunion de politique monétaire les 8 et 9 février, le TOPIX a cédé 3 %, tandis que les hauts responsables des banques centrales se montraient confiants dans les perspectives de l'économie et de l'inflation.



Hausse des emprunts des entreprises

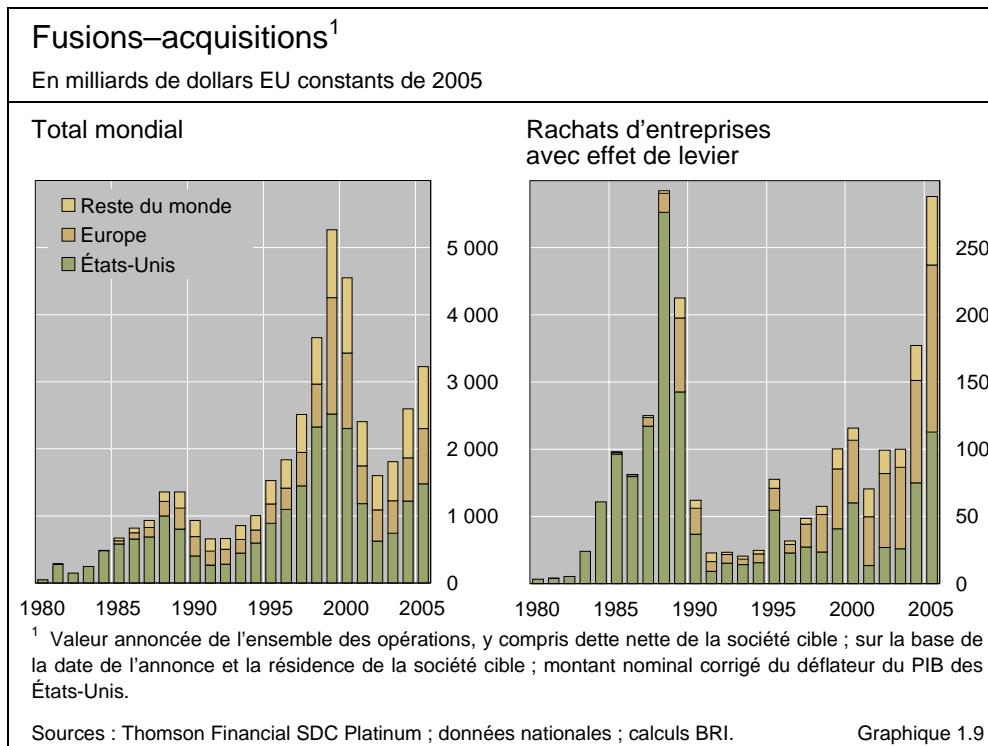
Le risque circonstanciel – en l’occurrence, les opérations favorables aux actionnaires – a continué de peser sur les marchés de la dette. Ces derniers mois, les fusions et acquisitions n’ont cessé de se multiplier. En 2005, les annonces d’acquisitions ont totalisé \$3 200 milliards, soit une hausse de près de 30 % par rapport à 2004 et leur maximum depuis 2000 (graphique 1.9). Plus préoccupant pour les investisseurs, les rachats à effet de levier ont atteint leur plus haut niveau depuis la frénésie de la fin des années 80 – frénésie qui avait entraîné, peu après, une vive augmentation des défauts d’entreprise. Par ailleurs, contrairement aux années 80, la récente multiplication des rachats à effet de levier ne s’est pas limitée aux États-Unis. Ainsi, plus de la moitié des opérations ont concerné des entreprises situées hors des États-Unis, en Europe essentiellement, mais aussi en Asie.

La rapide multiplication des fusions et acquisitions...

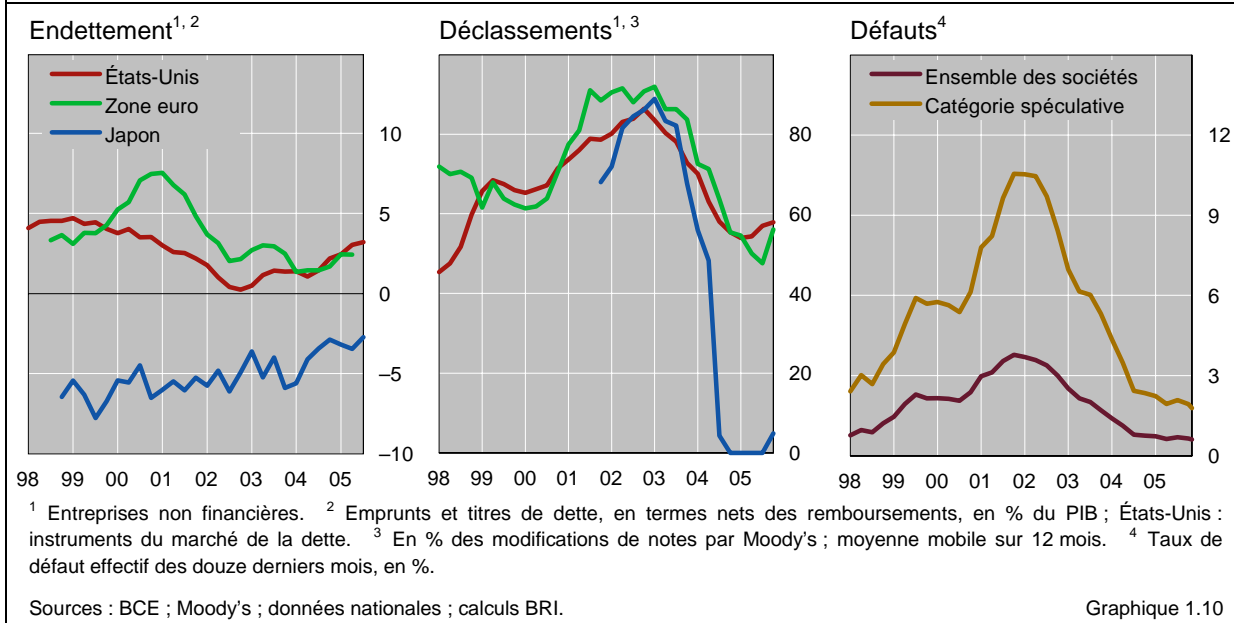
Du fait, en partie, de ces nombreuses acquisitions, les entreprises ont intensifié leurs emprunts depuis quelques trimestres. Aux États-Unis, les emprunts nets des entreprises non financières ont atteint leur plus haut niveau depuis quatre ans (graphique 1.10). En Europe, le crédit bancaire à ces agents a augmenté de quelque 8 % entre fin 2004 et fin 2005 (mais les émissions obligataires sont restées modérées). Au Japon, les remboursements ont dépassé de si peu les émissions que le solde est le plus faible depuis une décennie.

L’intensification des opérations de fusion et acquisition et des emprunts a eu, jusqu’à présent, une incidence relativement favorable sur les conditions de financement des entreprises. Certes, les événements qui ont marqué le premier semestre 2005 ont quelque peu tempéré le goût des investisseurs pour

...a une incidence favorable sur les primes de risque



Qualité de crédit des entreprises



le risque de crédit, envers les entreprises américaines surtout, et ont contribué à un élargissement des primes, après leur creux cyclique (graphique 1.6). Néanmoins, la propension des investisseurs à assumer le risque de crédit est restée élevée et, dans les premières semaines de 2006, les primes sur obligations d'entreprise et contrats dérivés sur défaut d'emprunteur se sont maintenues à l'intérieur d'une étroite fourchette, juste au-dessus de leur creux cyclique.

Cette confiance des investisseurs s'explique en partie par le sentiment que les opérations de financement n'ont pas notablement affaibli la solvabilité des entreprises. L'intensification des emprunts apparaît, dans une certaine mesure, cyclique, motivée par l'investissement et les besoins en fonds de roulement ; en outre, elle s'est accompagnée d'une forte progression des bénéfices. Par ailleurs, certains secteurs sont appelés à bénéficier d'une poursuite de la concentration, surtout en Europe et au Japon, de sorte que les acquisitions pourraient améliorer la situation financière des entreprises. De surcroît, en 2005, la prime d'acquisition sur les actions de la société cible était quasi inchangée par rapport à 2004 et bien inférieure à celle qui était payée au plus fort de la dernière vague. Enfin, les taux de défaut sont restés exceptionnellement bas : autour de 2 % tout au long de l'année, alors que la majorité des analystes prévoient une hausse (graphique 1.10).

On observe néanmoins quelques signes de pression sur la qualité du crédit des entreprises. Ainsi, en 2005, la part des déclassements d'entreprises non financières a augmenté (en pourcentage des modifications de note), non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe (graphique 1.10).

Surtout, il est possible que les fusions et acquisitions n'aient plus une incidence aussi favorable sur la solvabilité à l'avenir. Les fonds de capital-investissement ont bénéficié d'entrées records en 2005, deux d'entre eux ayant

Le niveau des taux de défaut reste bas...

...alors qu'apparaissent des signes de détérioration de la qualité du crédit

collecté plus de \$10 milliards chacun. Comme ces fonds sont en concurrence avec les entreprises pour les acquisitions, la prime augmentera probablement. Les fonds d'arbitrage, attirés par les fortes plus-values engrangées par les fonds de capital-investissement depuis quelques années, sont eux aussi de plus en plus dans la course. De surcroît, les fonds de capital-investissement disposent désormais de ressources leur permettant de cibler des entreprises auparavant considérées trop grandes pour faire l'objet d'un rachat à effet de levier. En 2005, ils ont conclu plusieurs opérations de plus de \$10 milliards chacune, dont le rachat de la société danoise de télécommunications TDC, en novembre, pour \$12 milliards. Au surplus, ils ont renforcé leur effet de levier.