

Vue d'ensemble : la politique monétaire mobilise l'attention des marchés

En juin, les rendements des obligations d'État ont interrompu la hausse qui avait caractérisé les principaux marchés pendant la majeure partie de l'année, en réaction essentiellement aux craintes de décélération de la croissance économique du côté des investisseurs – aux États-Unis en particulier – et aux doutes quant à de nouveaux relèvements des taux de la Réserve fédérale. Considérant la possibilité d'un retournement des perspectives à court terme de la croissance aux États-Unis et de l'orientation de la politique monétaire, le marché a focalisé son attention sur les statistiques américaines et les signaux en provenance de la Réserve fédérale. Ces facteurs, conjointement avec les décisions, effectives et attendues, d'autres grandes banques centrales, ont principalement influencé les marchés obligataires.

Sur les marchés des actions, les cours se sont progressivement redressés après le repli massif de mai-début juin, mais la volatilité est restée plus élevée qu'avant les turbulences. La volatilité implicite ne s'est améliorée qu'en partie, signe d'une incertitude quelque peu accrue des investisseurs quant à l'orientation prochaine des cours. Cette incertitude tient peut-être à la crainte d'un ralentissement économique aux États-Unis et aux doutes sur les bénéfices des entreprises, dans un contexte de renchérissement du pétrole et de montée des tensions géopolitiques. Les cours des actions ont, toutefois, été soutenus par des rendements obligataires en baisse et par des perspectives de croissance généralement favorables pour la zone euro et le Japon, ainsi que par des annonces de résultats favorables au deuxième trimestre.

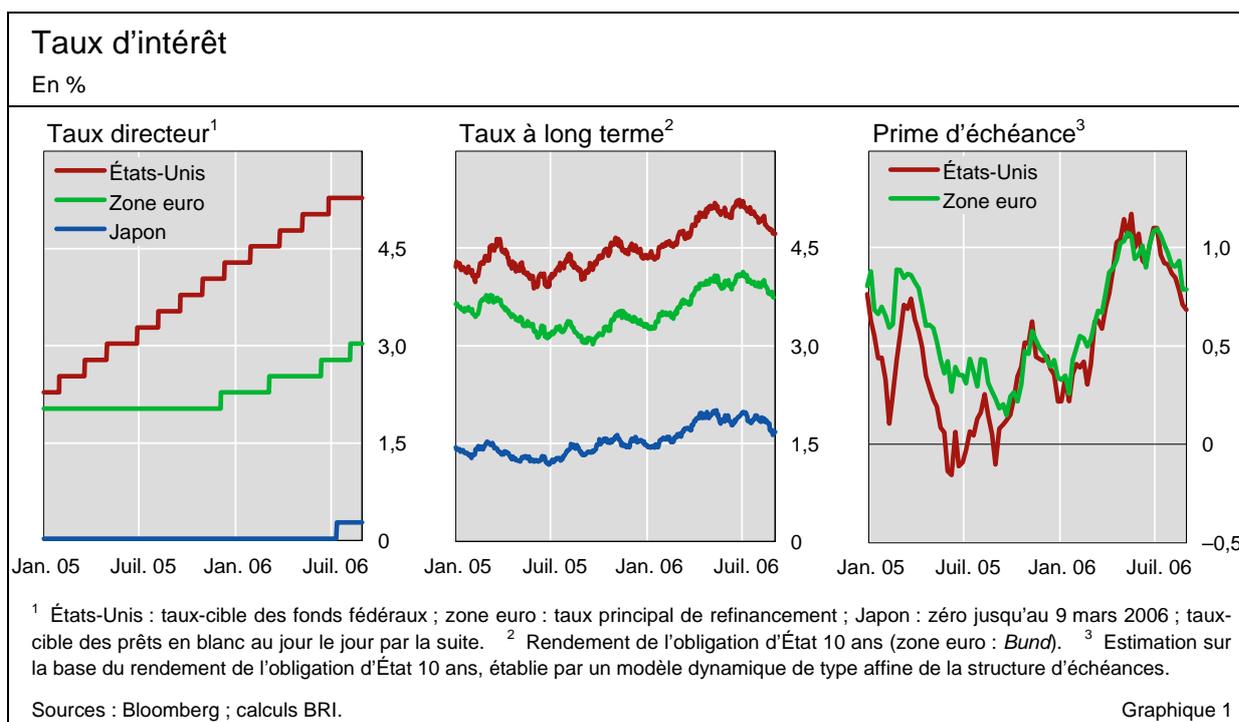
Si le marché de la dette s'est bien redressé dans la zone euro, les primes des obligations à haut rendement aux États-Unis n'ont pas beaucoup diminué après le désengagement de mai-juin, en raison du renchérissement de l'énergie lié à l'intensification des risques géopolitiques ainsi que d'une multiplication des prises de position avec effet de levier. En revanche, grâce à de nombreux relèvements de note de signatures souveraines, le marché de la dette des économies émergentes a retrouvé une grande partie de la vigueur de début 2006, les primes avoisinant de nouveau les creux historiques pour les principaux indices de dette souveraine. Tant dans les économies développées que dans le monde émergent, les marchés de la dette ont été soutenus par des annonces laissant présager un ralentissement du resserrement monétaire.

Inversion de la tendance haussière des rendements

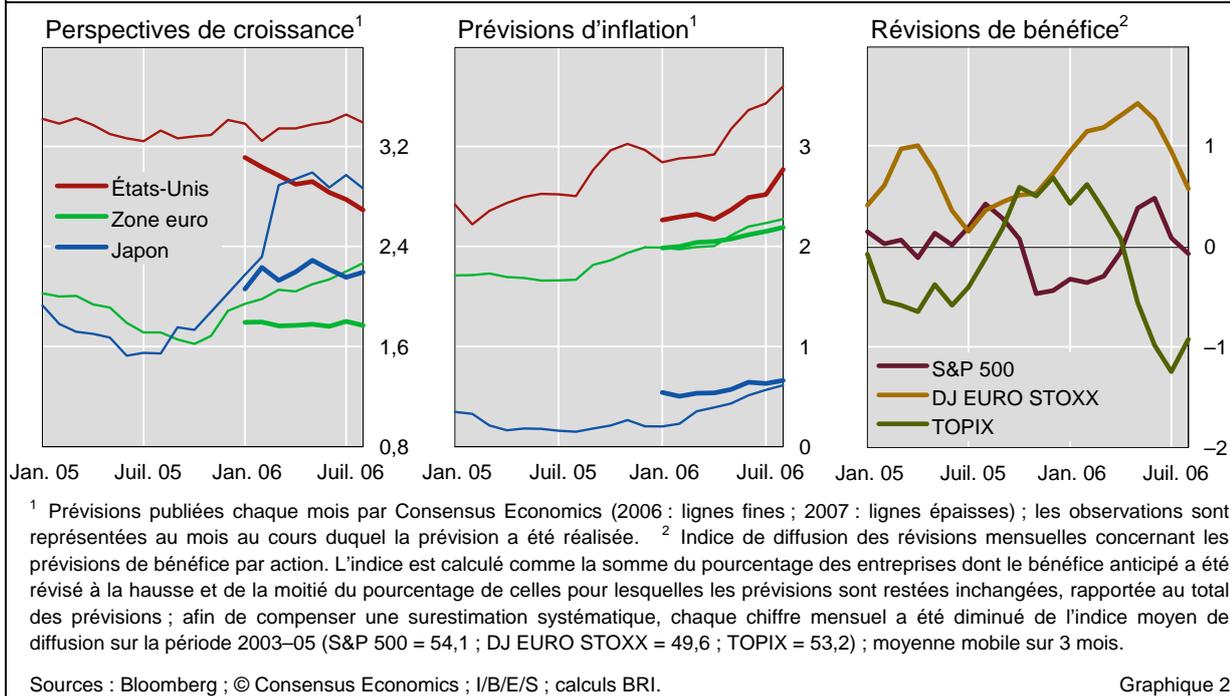
Vers la fin juin, les rendements obligataires ont interrompu la tendance haussière générale observée durant la majeure partie de l'année. Après avoir augmenté régulièrement les premiers mois de 2006, ils ont commencé à refluer en mai-début juin dans les principales économies développées, les turbulences boursières incitant les investisseurs à opter pour la relative sécurité des titres d'État à revenu fixe. Tandis que les marchés des actions se stabilisaient, les rendements sont remontés brièvement. Fin juin, ils ont cependant amorcé une baisse plus durable. Le 1^{er} septembre 2006, le rendement de l'obligation d'État 10 ans avait cédé plus de 50 pb aux États-Unis et presque 40 pb dans la zone euro, par rapport aux sommets du début de l'été (graphique 1, cadre du milieu). Ayant initialement peu suivi, car maintenu dans une fourchette située juste sous la barre de 2 %, le rendement de l'obligation de référence japonaise a commencé à régresser, lui aussi, fin août.

La tendance haussière des rendements obligataires commence à s'inverser...

Ce renversement de l'obligataire s'explique en partie par le revirement du sentiment des investisseurs concernant la vigueur de l'activité économique, aux États-Unis en particulier. Dans le même esprit, les marchés ont vu dans les signaux émis par la Réserve fédérale l'indice que de prochains relèvements des taux étaient moins probables. Ces facteurs semblent avoir eu une incidence significative qui ne s'est pas limitée au marché américain, sans doute en raison du poids des États-Unis dans l'économie mondiale. Le recul généralisé des rendements est aussi attribuable à une diminution de la prime d'échéance, qui s'était orientée à la hausse au premier semestre (graphique 1, cadre de droite).



Perspectives macroéconomiques



Les intervenants ont accordé une grande attention aux décisions effectives et attendues des banques centrales sur la période. Les trois principales banques centrales ont opéré un durcissement largement anticipé (graphique 1, cadre de gauche). La Banque du Japon a décidé de mettre fin à sa politique de taux zéro en augmentant, pour la première fois en six ans, le taux d'intérêt à court terme (+25 pb), le 14 juillet. La BCE a relevé ses taux de 25 pb à deux reprises : le 8 juin et le 3 août. La Réserve fédérale a annoncé son 17^e resserrement consécutif (+25 pb) le 29 juin, portant le taux des fonds fédéraux à 5,25 %. Le communiqué du CFOM (Comité fédéral de l'open market), interprété par les investisseurs comme signalant une probable modération de la hausse, a eu une incidence significative sur l'obligataire tant aux États-Unis que dans le reste du monde.

...tandis que les perspectives de croissance pour les États-Unis sont revues à la baisse...

De nouvelles annonces ont contribué à conforter les investisseurs dans leur impression que l'économie américaine entrait progressivement dans une phase de ralentissement. Ainsi, la croissance du PIB pour le deuxième trimestre a été très inférieure aux anticipations, et le taux de chômage s'est accru davantage que prévu en juillet. Ces deux indicateurs ont induit une chute des rendements américains à long terme. En outre, l'activité sur le marché du logement a montré des signes évidents de vive décélération. Face à ces perspectives, les prévisions de croissance pour 2007 n'ont cessé d'être révisées à la baisse durant l'année (graphique 2, cadre de gauche).

...et que les anticipations de relèvement des taux de la Réserve fédérale diminuent

Des signes de modération de l'économie américaine ainsi que les déclarations de la Réserve fédérale ont incité les investisseurs à conclure qu'un prochain resserrement monétaire était moins nécessaire. Conformément à ces anticipations, le CFOM a maintenu le statu quo le 8 août, indiquant qu'il tablait sur une atténuation des tensions inflationnistes à mesure que la

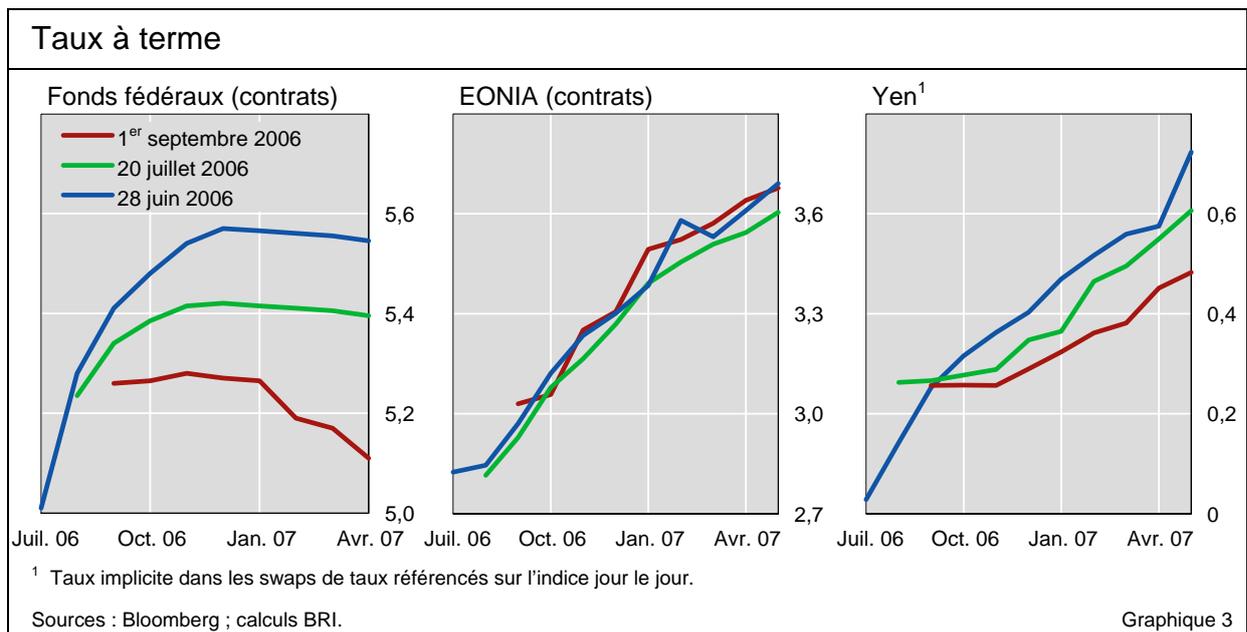
croissance économique se modérait. Traduisant la réévaluation par le marché de l'orientation future de la politique monétaire, le taux des fonds fédéraux a progressivement baissé en juillet-août. La chute observée après juin sur l'ensemble de la courbe des taux à terme sur fonds fédéraux indiquait que le marché anticipait pour l'an prochain une stabilité des taux directeurs, voire un début de détente (graphique 3, cadre de gauche).

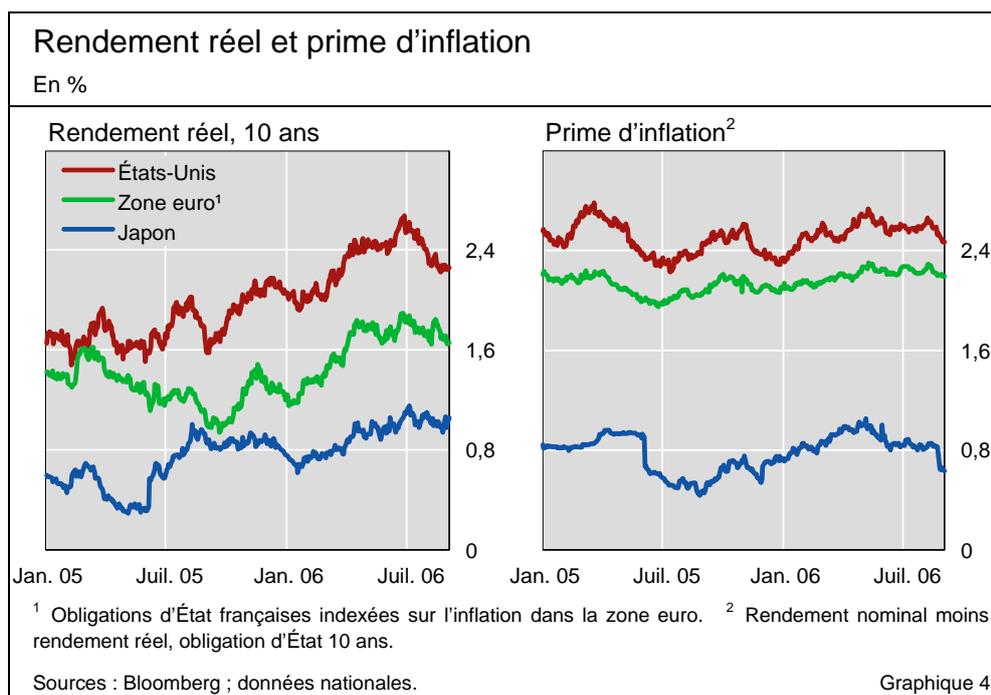
À l'inverse, un ralentissement du resserrement monétaire dans la zone euro n'était guère attendu, comme en témoignaient les taux à terme EONIA (graphique 3, cadre du milieu). Ces anticipations étaient confortées par des données chiffrées indiquant que le regain d'activité économique se confirmait. Ainsi, la croissance du PIB pour le deuxième trimestre a surpris, atteignant son plus haut niveau en cinq ans. En conséquence, les prévisions de croissance pour 2006 ont été révisées à la hausse (graphique 2, cadre de gauche). Le relèvement de 25 pb opéré par la BCE le 3 août, deux mois après le précédent, dénotait une accélération du rythme auquel la banque centrale ramenait ses taux à un niveau plus neutre, étant donné que les deux relèvements antérieurs se suivaient à trois mois d'intervalle. Les déclarations du Président de la BCE en août ont renforcé les perceptions des investisseurs de l'imminence d'une nouvelle hausse.

Un durcissement monétaire est attendu dans la zone euro...

Au Japon, les annonces économiques ont été généralement favorables durant la majeure partie du trimestre. L'enquête *Tankan*, début juillet, a dressé un tableau plus optimiste de l'économie que le marché n'avait anticipé et a fait monter les rendements obligataires. En outre, dans son rapport mensuel de conjoncture publié en juillet, la Banque du Japon indiquait que l'écart de production apparaissait plus favorable et que l'économie devrait poursuivre son essor. Toutefois, les indicateurs de croissance n'étaient pas tous positifs. Les rendements obligataires ont baissé le jour de l'annonce d'une élévation du PIB beaucoup moins forte que prévu au deuxième trimestre. Ils ont encore diminué après l'annonce d'une chute inattendue de la production industrielle en juillet. Sous l'effet des indicateurs et des signaux émis par la Banque du Japon,

...et un resserrement graduel au Japon





la tarification des swaps référencés sur l'indice jour le jour montrait que les taux directeurs n'augmenteraient que graduellement après le relèvement de juillet (graphique 3, cadre de droite).

Signes de
modération des
tensions sur les prix

S'agissant de l'inflation, nombre d'indicateurs ont révélé une montée des tensions dans les trois principales économies, de sorte que les prévisions ont partout été révisées à la hausse (graphique 2, cadre du milieu). Des données publiées en août ont cependant suggéré que ces tensions pourraient avoir commencé à se modérer dans la zone euro et au Japon et plus encore aux États-Unis. Ainsi, l'augmentation des prix à la production hors alimentation et énergie (+4,2 %) enregistrée en juillet était inférieure aux anticipations et moins forte que le mois précédent (presque 5 %). De même, l'IPC (indice des prix à la consommation) pour juillet, qui s'est inscrit à 4,1 % en glissement annuel, a été moins élevé que prévu. Ces deux annonces ont induit une chute des rendements obligataires américains. Dans la zone euro, l'IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) pour juillet 2006 indiquait que le renchérissement de 2,4 % par rapport à juillet 2005 était légèrement en retrait par rapport au mois précédent et inférieur aux attentes. Dans le même temps, au Japon, la nouvelle que les prix à la consommation avaient augmenté beaucoup moins que prévu en juillet a entraîné une détente sur l'obligataire fin août.

La variation des rendements obligataires nominaux et réels de ces deux derniers mois a généralement traduit l'évolution des conditions macroéconomiques déjà mentionnée. Conformément aux perspectives de ralentissement de la croissance aux États-Unis, les rendements obligataires réels ont diminué en juillet-août, expliquant la quasi-intégralité du repli des rendements nominaux (graphique 4). La prime d'inflation exigée par les investisseurs pour détenir des obligations nominales sur les dix prochaines

Point mort d'inflation à terme et anticipations d'inflation à horizon lointain

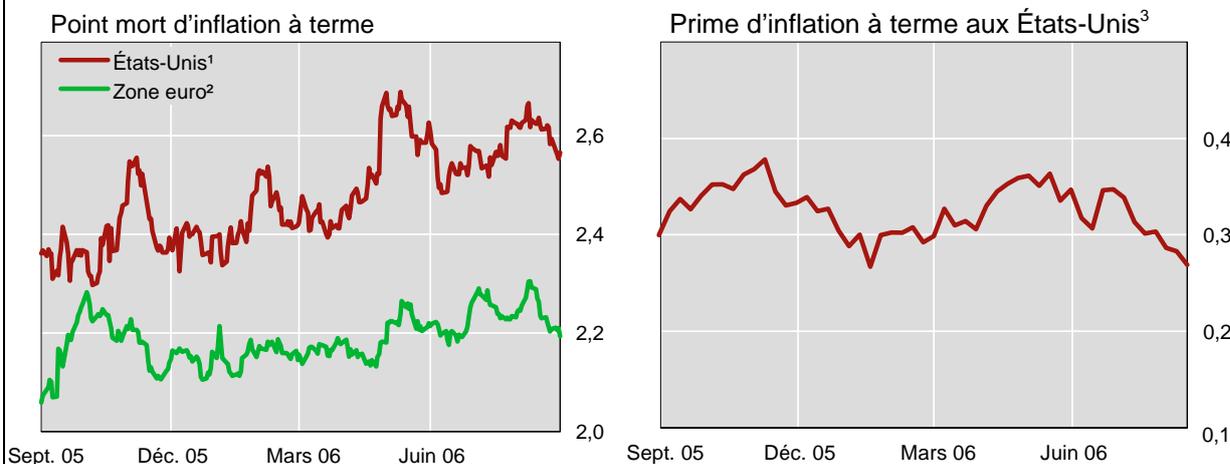
Le point mort d'inflation, c'est-à-dire la différence de rendement entre obligations nominales et réelles (indexées) d'échéance comparable, sert depuis longtemps à représenter les anticipations de marché concernant l'inflation à la date d'échéance des obligations. Ils complètent ainsi les mesures obtenues par enquête de prévision. Le point mort d'inflation à terme, calculé, par exemple, sur le taux à terme 5 ans à horizon 5 ans, constitue un autre indicateur fréquemment utilisé. On considère souvent que cette mesure fournit une indication plus rigoureuse, car elle gomme, en principe, les mouvements d'inflation de moyen terme issus des fluctuations conjoncturelles.

Dans un environnement de pressions inflationnistes de court terme plus fortes, aux États-Unis et dans la zone euro, le point mort à terme a gagné la faveur des investisseurs, surtout aux États-Unis. Le cadre de gauche du graphique ci-dessous montre que, au cours des douze derniers mois, le point mort à terme 5 ans aux États-Unis a augmenté graduellement d'environ 30 pb, alors que son homologue européen a connu une hausse plus modérée, ces derniers mois, après une période de relative stabilité.

En principe, cependant, une hausse du point mort à terme peut refléter soit des anticipations d'inflation plus élevées dans un futur lointain, soit une hausse de la prime de risque d'inflation, ou les deux à la fois. La prime de risque d'inflation, dans ce contexte, représente le rendement additionnel, par rapport au rendement exigé sur les obligations indexées, que les investisseurs exigent pour investir dans des obligations nominales, exposées aux risques liés aux fluctuations de l'inflation. Mesurer la prime de risque est difficile, mais il est encore plus complexe de différencier la prime de risque d'inflation de sa contrepartie réelle, c'est-à-dire le rendement exigé associé à l'incertitude sur les fluctuations des taux d'intérêt réels.

Cependant, des estimations récentes basées sur un modèle dynamique de la structure d'échéances des taux américains pourraient fournir quelques indications dans ce domaine. Kim et Wright (2005) combinent des données d'obligations nominales américaines avec des données d'inflation pour estimer la dynamique de structure d'échéance nominale et pour en déduire la structure réelle, qui à son tour permet d'obtenir des estimations de la prime de risque réelle et de la prime de risque d'inflation^①.

Prime d'inflation et prime d'échéance



¹ Taux à terme 5 ans à horizon 5 ans, déterminé sur la base d'obligations d'État échéance 2010, 2011, 2015 et 2016. Étant donné le nombre restreint d'échéances des obligations indexées, les taux représentés sont des approximations. ² Taux à terme 5 ans à horizon 5 ans, déterminé sur la base des OAT françaises (indexées sur l'inflation dans la zone euro) échéance 2012 et 2015. ³ Prime de risque d'inflation à 5 ans, à horizon 5 ans, en % ; sur la base des calculs de Kim et Wright (2005).

Sources : Conseil de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; calculs BRI.

^① Voir D. Kim et J. Wright, « An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates », *International Finance Discussion Paper*, 2005-33, Conseil de la Réserve fédérale, août 2005. Parmi les autres travaux récents estimant la prime de risque d'inflation, on trouve A. Ang et G. Bekaert : « The term structure of real rates and expected inflation », document de travail, Columbia University, Graduate School of Business, 2005 ; A. Buraschi et A. Jiltsov : « Inflation risk premia and the expectations hypothesis », *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 75, pp. 429-490 ; P. Hördahl, O. Tristani et D. Vestin : « The term structure of inflation risk premia and macroeconomic dynamics », document non publié, BCE et BRI, 2006.

Cette technique permet aussi de mesurer la prime de risque d'inflation à terme de nature à agir sur le point mort à terme représenté ci-dessous. Il est vrai que cette approche ne prend pas en compte l'information issue des obligations indexées. Les résultats du graphique ne devraient donc être qu'indicatifs. De plus, d'autres facteurs, tels que les considérations de liquidité ou des effets institutionnels, pourraient influencer le niveau du point mort d'inflation. Néanmoins, tant que ces autres facteurs sont stables, on pourra considérer que les variations récentes du point mort sont principalement dues à l'évolution des anticipations d'inflation et/ou à celle de la prime de risque d'inflation.

Les estimations utilisant la technique mentionnée ci-dessus donnent à penser que la prime de risque d'inflation 5 ans à horizon 5 ans est restée relativement stable aux États-Unis l'année dernière. Par conséquent, son rôle dans les mouvements récents du point mort à terme semble limité. On peut donc juger que la hausse graduelle du point mort d'inflation à terme aux États-Unis l'an passé s'explique vraisemblablement par des anticipations d'une inflation légèrement plus forte à long terme.

années n'a donc guère varié (encadré). Cette évolution contrastait par rapport au premier semestre 2006, quand la hausse des rendements réels mais aussi l'élargissement de la prime d'inflation avaient contribué à la poussée des rendements nominaux. Les rendements réels ont régressé sensiblement moins dans la zone euro qu'aux États-Unis, le marché estimant que les deux économies suivraient vraisemblablement des trajectoires quelque peu divergentes. Le point mort d'inflation pour le rendement à 10 ans en euros est resté relativement constant, signe que les anticipations à horizon lointain étaient stables. Au Japon, les rendements réels et le point mort d'inflation n'ont guère varié. Cependant, vers la fin août, la prime d'inflation sur les obligations 10 ans a perdu près de 20 pb, sous l'effet de l'annonce d'une inflation plus basse que prévu.

Les marchés des actions se redressent mais restent volatils

Remontée
des cours des
actions après le
désengagement

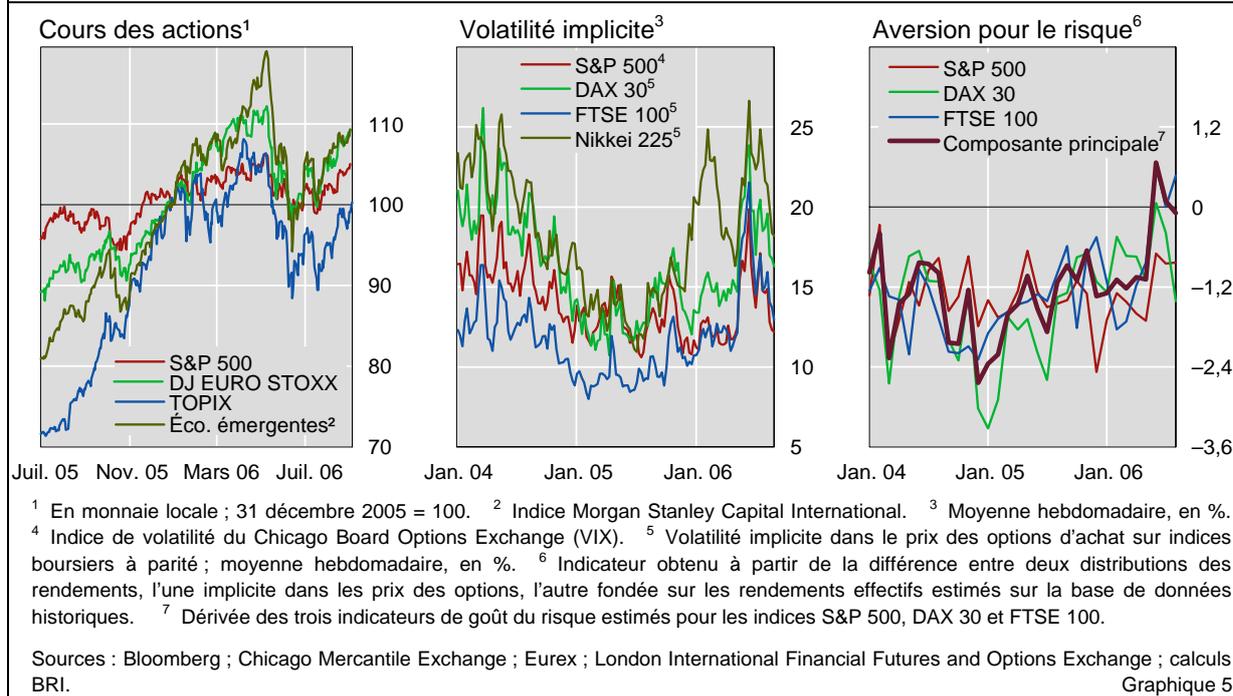
Sur les principaux marchés des actions, les cours se sont progressivement redressés après le vaste mouvement de repli de mai-début juin, mais la volatilité est restée plus élevée qu'avant les turbulences (graphique 5, cadre de gauche). Entre le début du repli le 10 mai et le creux du 13 juin, le S&P 500 a cédé 7,7 %, le DJ EURO STOXX 13,3 % et le TOPIX 16,5 %. Les semaines suivantes, les indices ont, cependant, refait l'essentiel de ces pertes.

Malgré la reprise, le bref repli des actions en mai-juin a semblé rendre les investisseurs quelque peu plus inquiets qu'en début d'année, comme en témoigne la hausse de la volatilité. La volatilité implicite, qui avait fait un bond durant les turbulences, ne s'est atténuée qu'en partie après le repli, signe que les investisseurs doutaient encore de l'orientation prochaine des cours (graphique 5, cadre du milieu). Le goût des investisseurs pour le risque, qui avait bien diminué sous l'effet de la chute des marchés, a semblé rester relativement réduit par rapport aux niveaux de ces dernières années (graphique 5, cadre de droite).

Même si des
incertitudes
subsistent...

Le climat d'incertitude qui a immédiatement suivi le repli a été alimenté par des préoccupations quant à l'ampleur et au rythme du ralentissement

Marchés des actions : volatilité et goût du risque



économique aux États-Unis et quant à l'évolution future de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Les tensions géopolitiques, dues aux nouveaux combats au Moyen-Orient, à la poursuite de la violence en Irak, aux essais de missiles en Corée-du-Nord et à la crainte d'une reprise des activités nucléaires en Iran, ont également joué un rôle. En outre, le rapport entre révisions à la hausse/à la baisse des bénéfices prévisionnels s'est nettement dégradé aux États-Unis, en Europe et au Japon (graphique 2, cadre de droite).

Les cours des actions ont néanmoins été dynamisés par plusieurs facteurs. Les bénéfices effectifs sont restés positifs : pour le 17^e trimestre consécutif, la hausse des bénéfices enregistrés pour le S&P 500 sera supérieure à 10 % d'une année sur l'autre. Les perspectives de croissance économique dans la zone euro et au Japon ont été généralement positives, équilibrant les perspectives moins favorables pour les États-Unis. En outre, les rendements obligataires ont fléchi et les investisseurs ont eu de plus en plus l'impression que le cycle de resserrement de la Réserve fédérale touchait à sa fin. En fait, les données indiquant un ralentissement de l'économie américaine ont souvent stimulé les cours, car le marché corrigeait à la baisse ses anticipations du rythme et de l'intensité des futurs relèvements de taux, et donc la probabilité qu'un resserrement monétaire fasse chuter la croissance. Sous l'effet de la publication, en août, de statistiques dénotant une légère atténuation des tensions inflationnistes aux États-Unis, le marché a semblé de plus en plus intégrer le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie, l'activité se modérant juste ce qu'il faut pour continuer à contrer la montée des tensions.

Dans le monde émergent, les actions ont été spécialement touchées par le désengagement de mai-juin, l'indice MSCI des économies émergentes

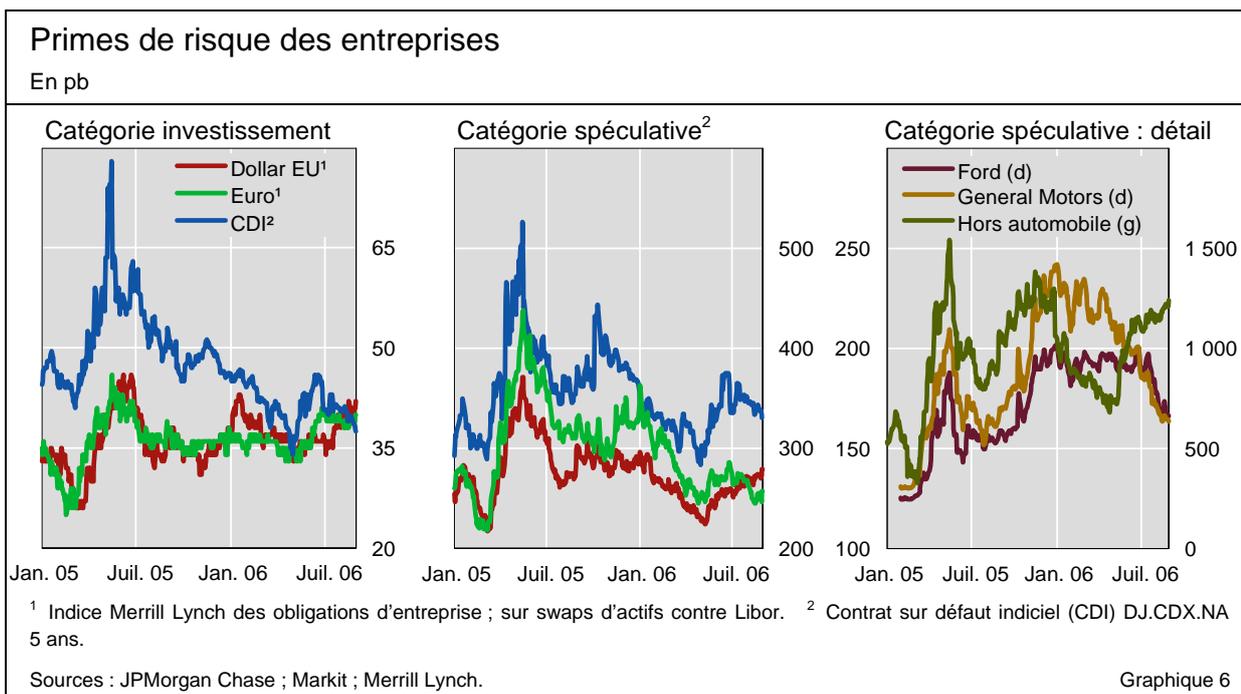
...les actions sont dynamisées par les bénéfices et la baisse des rendements obligataires

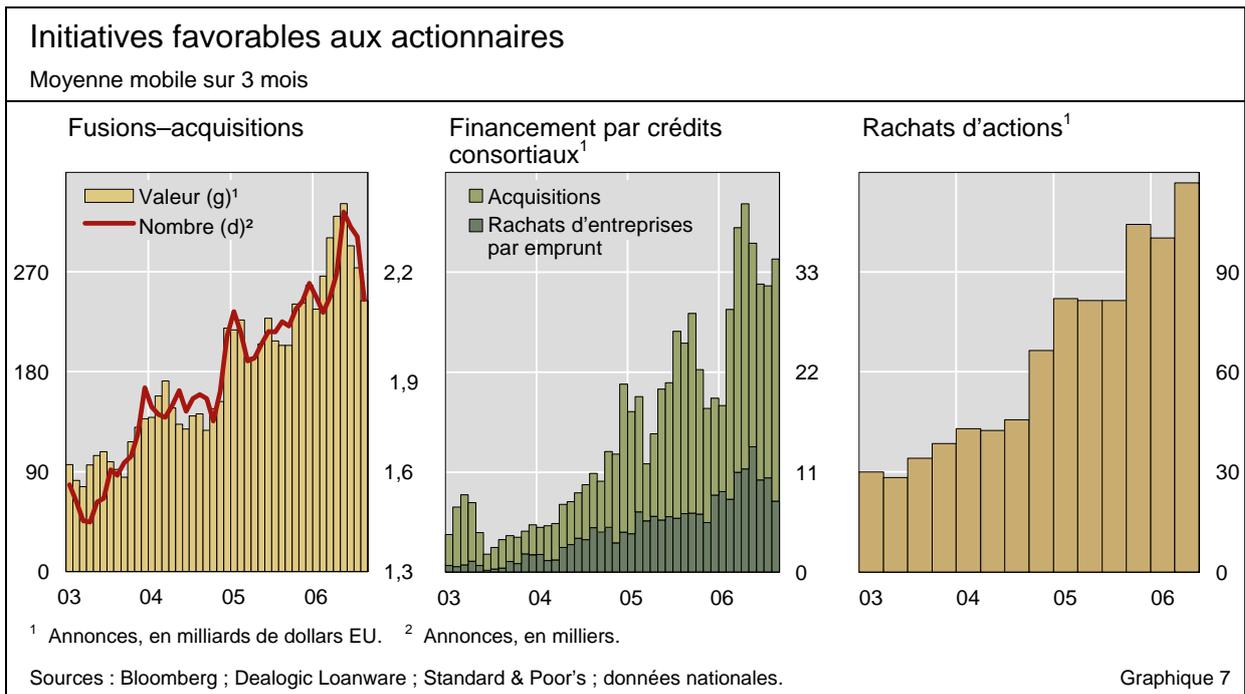
Aux États-Unis, le marché anticipe un atterrissage en douceur de l'économie

perdant plus de 20 %. Toutefois, comme dans les principales économies, elles se sont ensuite progressivement redressées (graphique 5, cadre de gauche) et, le 1^{er} septembre, elles avaient refait plus de la moitié de leurs pertes. Sur la période, les actions ont généralement évolué en parallèle avec les marchés des économies avancées, même si elles ont semblé plus sensibles à certains événements géopolitiques. Des facteurs locaux ont parfois également contribué à de fortes fluctuations des cours. Le marché turc a chuté en juin, tandis que l'accélération de l'inflation et la vive dépréciation de la livre ont incité la banque centrale à fortement augmenter les taux d'intérêt. L'escalade de la violence au Moyen-Orient a particulièrement pesé sur les actions turques. Au Mexique, la bourse a été très volatile en juillet, fluctuant selon l'appréciation du résultat final départageant les deux principaux candidats à l'élection présidentielle très serrée du 2 juillet.

Les primes des entreprises américaines restent stationnaires à des niveaux plus élevés

Dans le monde développé, après le désengagement de mai-début juin, les résultats des marchés à revenu fixe hors références d'État ont été contrastés (graphique 6). Le 1^{er} septembre, les primes des obligations d'entreprise de catégories investissement et spéculative libellées en dollars EU dans les swaps d'actifs contre Libor s'inscrivaient à respectivement 42 pb et 279 pb, dépassant encore nettement les creux de l'année enregistrés en mai. Les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) nord-américains, en très forte augmentation durant le repli, ne se sont que relativement peu élargies. Bien qu'instable lui aussi, le marché dans la zone euro s'est un peu mieux





comporté : sur les hauts rendements, les primes sont revenues fin août autour des niveaux antérieurs au désengagement, peut-être en raison des signes de perspectives de croissance plus favorables.

De même que sur les marchés des actions, les primes des entreprises ont suivi des évolutions contraires, sous l'effet contrasté du renchérissement de l'énergie lié à l'intensification des risques géopolitiques et des anticipations du comportement de la Réserve fédérale. La semaine du 10 au 14 juillet, le pétrole s'est fortement apprécié, en raison de l'aggravation du conflit au Moyen-Orient, et l'indice des CDD nord-américains à haut rendement a inscrit une hausse de 22 pb (3 pb pour l'indice des signatures de qualité). En revanche, les primes sur CDD, catégories investissement et spéculative, ont chuté suite à la déclaration du CFOM le 29 juin, puis après l'audition du Président de la Réserve fédérale devant le Congrès le 19 juillet. Même la publication, fin juillet, d'un chiffre du PIB décevant a été perçue comme positive pour le secteur à haut rendement, signe que le marché craignait moins une décélération de la croissance que la possibilité d'un relèvement trop rapide des taux de la Réserve fédérale qui accentuerait le ralentissement de l'activité.

Si on excluait le secteur automobile, les primes auraient augmenté bien plus sur les hauts rendements en juin-juillet (graphique 6, cadre de droite). Deux des plus grands émetteurs, les constructeurs automobiles américains General Motors et Ford, ont vu leurs primes se contracter durant la période. Fin août, les primes sur CDD Ford 5 ans avaient diminué de plus de 330 pb par rapport au 28 juin, pour s'établir autour de 660 pb. Celles sur CDD GM 5 ans se situaient autour de 640 pb, inscivant une baisse de plus de 360 pb sur la même période. Les facteurs à l'origine du rebond du marché étaient probablement propres à ces deux signatures, comme l'annonce d'un nouveau plan de restructuration à GM et de bonnes surprises côté bénéficiaires en juillet.

Le conflit du Moyen-Orient contribue à la hausse des primes

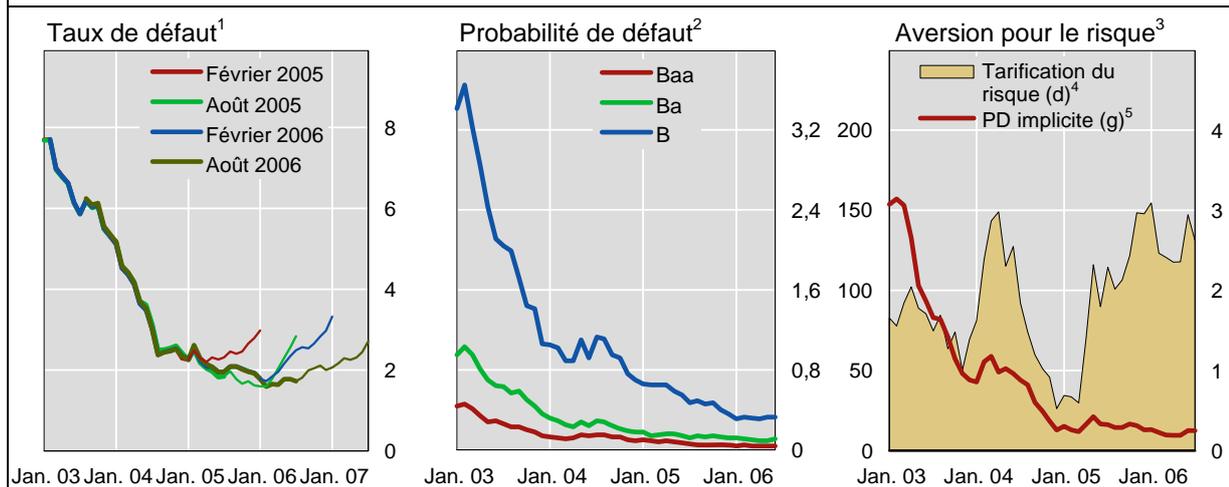
Le risque lié aux rachats par emprunt et la hausse de l'endettement pèsent sur les marchés...

La montée des inquiétudes concernant le risque lié aux rachats par emprunt et la hausse des levées de fonds observées ont vraisemblablement pesé sur les obligations d'entreprise, en particulier aux États-Unis. Ainsi, un accord de rachat de la chaîne américaine d'hôpitaux HCA, pour un montant de \$33 milliards, a été annoncé le 24 juillet ; il s'agit là de la plus grosse opération de ce type. L'annonce a entraîné une hausse immédiate de 150 pb des primes sur la dette de HCA, qui s'est répercutée sur l'ensemble du secteur. La vague mondiale de fusions-acquisitions, qui dure depuis un certain temps déjà, a, dans une large mesure, été financée par des prises de position à effet de levier (graphique 7). Dans le même temps, les rachats d'actions par les entreprises elles-mêmes et financés par l'endettement ont bien augmenté, eux aussi : les annonces ont atteint près de \$117 milliards aux États-Unis, après \$100 milliards au premier trimestre et une moyenne trimestrielle de \$87 milliards en 2005.

...même si les indicateurs de la qualité du crédit montrent peu de signes de détérioration

Aux États-Unis, les principaux indices des primes de risque sur obligations d'entreprise sont restés bien supérieurs aux creux antérieurs, bien que les indicateurs de la qualité du crédit montraient peu de signes de détérioration. En août, Moody's avait corrigé le taux de défaut prévisionnel mobile sur 12 mois de la catégorie spéculative pour janvier 2007, le ramenant de plus de 3 % à 2 %, poursuivant une tendance récente de révisions à la baisse (graphique 8, cadre de gauche). La probabilité de défaut, calculée par Moody's KMV à partir des informations de bilan et de la volatilité des prix des actifs, s'est maintenue à de bas niveaux également pour les entreprises appartenant à diverses catégories de notation (graphique 8, cadre du milieu). La persistance de la hausse des primes devant la solvabilité globalement

Taux de défaut et CDD (contrats dérivés sur défaut)



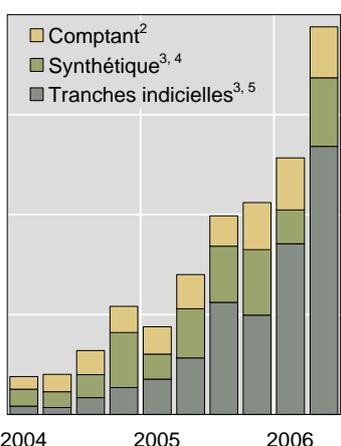
¹ Catégorie spéculative ; lignes épaisses : taux de défaut historique ; lignes fines : prévisions sur 1 an aux dates indiquées (Moody's Investors Service). ² Probabilité de défaut (EDF™) à horizon 1 an ; médiane pour les entreprises non financières, en %. ³ Sur la base des primes et probabilités de défaut à 1 an des signatures composant le contrat sur défaut indiciel (CDI) DJ.CDX.NA.IG.4. ⁴ Ratio probabilités de défaut neutres au risque/probabilités de défaut effectives estimées. ⁵ Probabilité de défaut (PD) implicite dans les primes sur CDD 1 an, dans l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 40 %, en pb.

Sources : JPMorgan Chase ; Markit ; Merrill Lynch ; Moody's ; Moody's KMV ; calculs BRI.

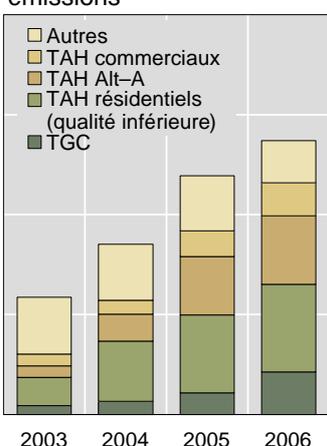
Graphique 8

Financements structurés

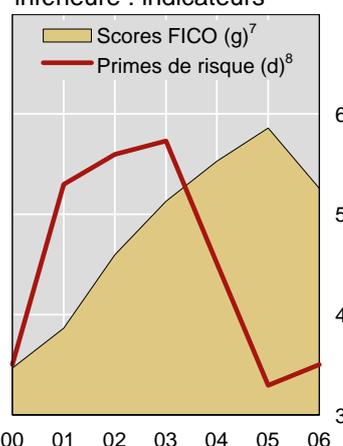
TGC : émissions¹



Obligations titrisées : émissions^{1,6}



Hypothèques de qualité inférieure : indicateurs



¹ Titres garantis par des créances ; en milliards de dollars EU. ² Sur créances achetées. ³ Montant notionnel, non corrigé du risque de la tranche. ⁴ Contrats sur défaut se référant à des portefeuilles composés d'obligations d'entreprise, de titres d'État et d'instruments adossés à des actifs. ⁵ Contrats sur défaut se référant à des contrats sur défaut indiciel. ⁶ Obligations titrisées notées (Moody's) ; 2006 : valeurs annualisées sur la base des sept premiers mois ; en milliards de dollars EU. Les prêts de qualité inférieure sont des prêts consentis à des emprunteurs aux antécédents douteux. Les prêts Alt-A sont des (autres) prêts consentis à des emprunteurs qui ne remplissent pas toutes les conditions d'octroi des agences fédérales de crédit hypothécaire américaines. « Autres » : titres de très gros montant adossés à des hypothèques (TAH) sur biens résidentiels et titres adossés à des créances sur carte de crédit et prêts automobiles. ⁷ Scores FICO pour les prêts hypothécaires à taux ajustable, par année d'octroi. Les scores FICO représentent le risque relatif de défaut ou de graves incidents de paiement. Plus le score est élevé, plus le risque est faible. ⁸ Taux moyen pondéré des prêts hypothécaires « ARM 2/28 » (*adjustable rate mortgages*: taux fixe les deux premières années, puis révisé chacune des 28 années suivantes) de qualité inférieure titrisés, moins taux du swap 2 ans ; en %.

Sources : Bond Market Association ; CreditFlux ; LoanPerformance ; Moody's Investors Service ; UBS.

Graphique 9

inchangée des entreprises est conforme aux indicateurs qui montrent que le goût du risque de crédit n'a jamais retrouvé son niveau d'avant les turbulences du deuxième trimestre 2005 sur les marchés des obligations d'entreprise et des CDD (graphique 8, cadre de droite).

La demande des investisseurs pour les produits financiers structurés reste soutenue. Les titres garantis par des créances (TGC) – dette qui, après restructuration, est transformée en titres mieux notés – font l'objet d'émissions particulièrement vigoureuses (graphique 9, cadre de gauche). Non seulement le volume de TGC au comptant, situé à \$76,2 milliards au deuxième trimestre, a doublé en l'espace d'un an, mais le négoce de TGC adossés à des CDD, dits « TGC synthétiques », et de contrats indiciels (CID) a bien augmenté également.

La confiance dans le fonctionnement du marché des financements structurés a sans doute été confortée en partie par les bons résultats des titres adossés à des hypothèques (TAH) américains, malgré la modération du marché du logement, qui n'a guère entraîné de modification majeure de la tarification, même pour la titrisation des prêts hypothécaires aux emprunteurs de moindre qualité. De tels prêts, ainsi que les prêts aux emprunteurs Alt-A (qui ne peuvent prétendre au statut d'emprunteur de qualité), constituent la sûreté sous-jacente d'une proportion de plus en plus grande des obligations titrisées notées depuis quelques années (graphique 9, cadre du milieu). Malgré la baisse des scores de solvabilité FICO sur sûreté de moindre qualité (et la

Les TAH se comportent bien malgré la modération des marchés du logement

hausse des ratios prêt/valeur), les primes sur les hypothèques des TAH de moindre qualité n'ont que légèrement augmenté (graphique 9, cadre de droite). En outre, les TAH notés A et Baa ont en fait affiché, en 2006, des rendements excédentaires plus élevés que les TAH mieux notés.

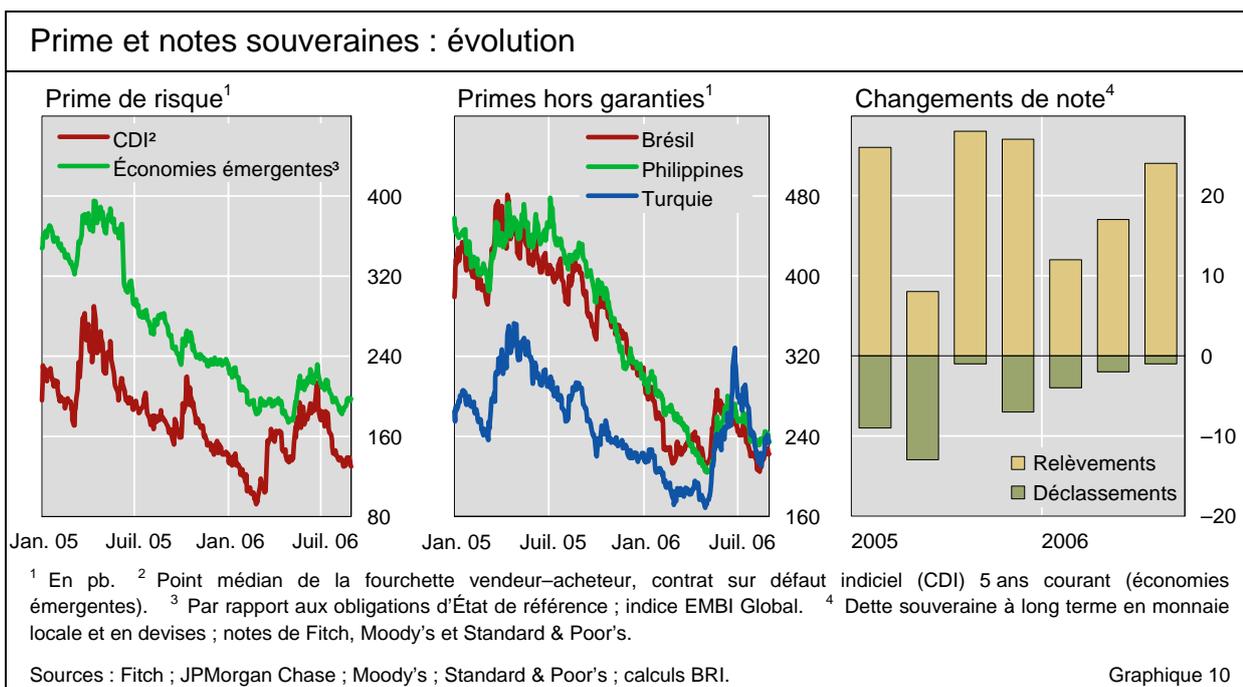
Les primes des économies émergentes s'orientent de nouveau à la baisse

La nouvelle diminution des primes...

Bien davantage que les autres catégories d'actifs à risque, les obligations des économies émergentes ont recouvré, en juillet et août, une grande partie du dynamisme du début de l'année. Non seulement les primes ont plafonné, fin juin, à des niveaux assez peu élevés d'un point de vue historique, mais elles se sont ensuite de nouveau orientées à la baisse (graphique 10, cadre de gauche). Mi-août, l'indice EMBI Global, calculé par JPMorgan Chase, était tombé à presque 180 pb, soit bien en deçà du niveau de 232 pb enregistré sept semaines auparavant, et non loin du creux historique de début mai (174 pb).

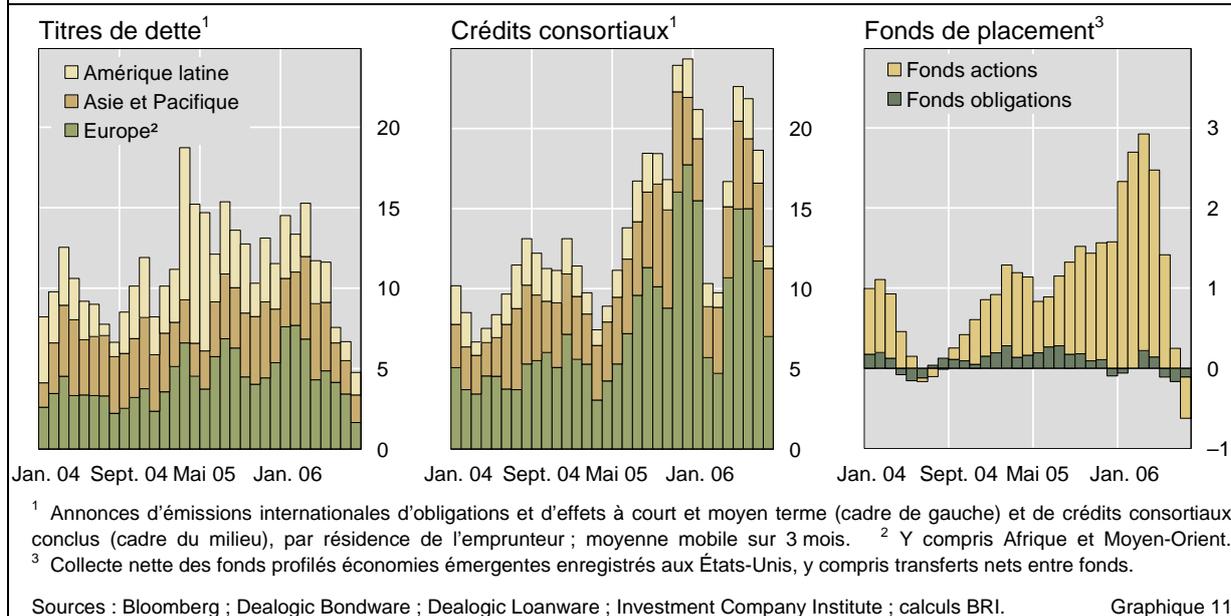
...s'est généralisée...

L'amélioration des primes a concerné l'ensemble du monde émergent. Ainsi, entre le 13 juin et le 1^{er} septembre, la prime sur la dette souveraine du Brésil a perdu près de 51 pb, pour s'établir à 222 pb, et celle sur la dette souveraine des Philippines 45 pb, à 235 pb. Sur les marchés des CDD, qui sont traditionnellement plus volatils et sensibles aux flux d'informations que les marchés au comptant, les primes sur les signatures d'Amérique latine (Brésil et Mexique, notamment) sont tombées à des niveaux inférieurs à ceux observés en mai au début du désengagement sur les actifs à risque. Même la prime sur les obligations souveraines de la Turquie, qui avait augmenté de façon isolée



Flux de capitaux privés vers les économies émergentes

En milliards de dollars EU



fin juin en raison de préoccupations sur le budget du pays et d'un déclassement, a perdu près de 100 pb par rapport à son sommet de fin juin.

L'intensification du conflit au Moyen-Orient n'a guère freiné la tendance baissière des primes. Certes, nombre d'obligations du monde émergent se sont repliées quand les hostilités se sont étendues à l'intérieur du Liban mi-juillet et que le pétrole a avoisiné \$80 le baril, sous l'effet de préoccupations relatives à d'éventuelles perturbations de l'approvisionnement. Toutefois, les principaux indices se sont corrigés en quelques jours et ont ensuite continué à baisser. De même, le marché n'a guère été perturbé par l'alerte à la menace terroriste à Londres mi-août.

L'amélioration des données fondamentales a soutenu la diminution des primes. On a observé maints relèvements de notes souveraines sur la période ; rien qu'en juillet-août, il y en a eu vingt-quatre, par une des trois principales agences, sur douze signatures – dont la Chine, l'Inde, l'Indonésie et la Russie (graphique 10, cadre de droite) –, généralement justifiés par l'amélioration des soldes extérieurs et/ou des perspectives budgétaires. En fait, seul un pays a fait l'objet d'une rétrogradation en juillet-août : le Belize.

...grâce aux rehaussements de note...

En outre, la dette des économies émergentes a, encore plus que les obligations d'entreprise à haut rendement, tiré parti d'une perception accrue de la fin de la politique de resserrement monétaire menée par la Réserve fédérale depuis mi-2004. Par exemple, les primes sur contrats sur défaut indiciaires (CDI) des économies émergentes et les primes sur CDI, catégorie investissement, d'Amérique du Nord ont diminué de quelque 18 pb, le 29 juin, après la déclaration du CFOM et de 10 pb, le 19 juillet, suite à l'audition du Président de la Réserve fédérale devant le Congrès. Ces deux annonces ont influencé les anticipations de l'évolution de la politique monétaire américaine. L'annonce,

...et aux perceptions d'un ralentissement du rythme de hausse des taux américains

mi-août, de chiffres d'inflation inférieurs aux anticipations a aussi contribué à la baisse significative des primes.

L'amélioration assez générale de la situation budgétaire des signatures souveraines a contribué à un ralentissement du volume d'obligations émises sur le marché international (voir section Principales tendances). Nombre d'établissements financiers et d'entreprises non financières ont, cependant, continué à collecter de gros montants, surtout sous forme de prêts (graphique 11). La demande s'est révélée soutenue. Ainsi, l'obligation lancée fin juillet par la République des Philippines pour une valeur de \$750 millions a été sursouscrite seize fois. En outre, les entrées nettes auraient repris début août et nombre d'émetteurs des économies émergentes espéraient pouvoir profiter des conditions de financement favorables pour solliciter le marché en septembre.