

Vue d'ensemble : les marchés anticipent un ralentissement ordonné

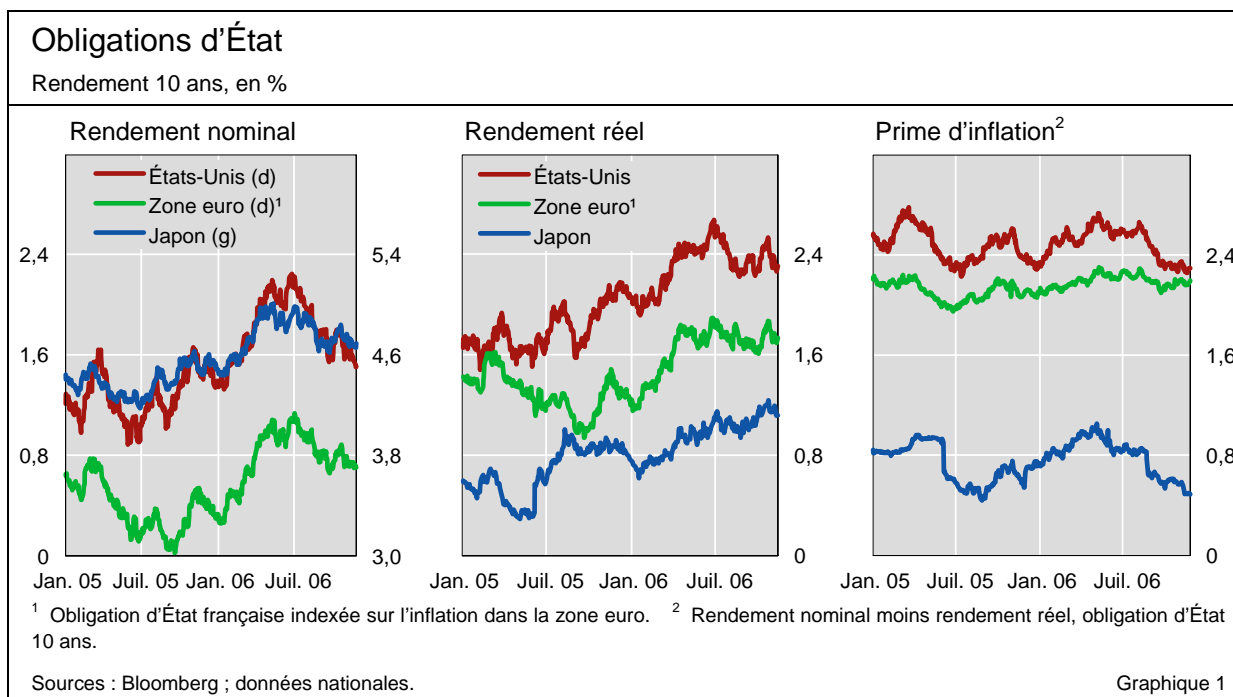
Tout en émettant parfois des signaux mitigés, les marchés ont semblé généralement optimistes sur les perspectives de l'économie mondiale et la probabilité d'un atterrissage en douceur aux États-Unis. Les prix des actifs à risque ont augmenté sur la plupart des marchés entre septembre et fin novembre. Les rendements des obligations d'État, pour leur part, ont eu des difficultés à s'orienter, les investisseurs réagissant à des annonces contradictoires concernant les perspectives de croissance et l'évolution future de la politique monétaire, aux États-Unis surtout.

Cette confiance générale s'est manifestée aussi dans le comportement de plusieurs indicateurs. Mi-novembre, la volatilité implicite sur les marchés des obligations et des actions était à son plus bas depuis des années, tandis que les mesures du goût du risque montraient que le risque avait largement retrouvé la faveur des investisseurs après le désengagement de mai-juin. La confiance n'a pas même paru entamée par des événements comme la perte de \$6 milliards déclarée par un important fonds spéculatif ou l'instabilité politique observée dans plusieurs économies émergentes en septembre.

Ce sentiment généralement positif des intervenants a été mis à l'épreuve après le 24 novembre, quand de brusques variations de change et une série de surprises macroéconomiques ont fait chuter le prix de nombreux actifs à risque. Si, presque partout, ces pertes ont été en grande partie effacées par la suite, la volatilité implicite sur le marché des actions, tout en demeurant historiquement faible, restait, fin novembre, supérieure à ses niveaux antérieurs.

Les rendements obligataires ont des difficultés à s'orienter

Après une période de repli des rendements des emprunts publics aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, les taux d'intérêt à long terme se sont stabilisés en septembre 2006 et sont restés pratiquement stationnaires depuis. Fin novembre, le rendement à 10 ans se situait à 4,5 % aux États-Unis, soit quelque 20 points de base (pb) de moins que fin août, et à 3,7 % et 1,7 %, respectivement, dans la zone euro et au Japon (graphique 1, cadre de gauche). La Réserve fédérale maintenant son taux directeur inchangé, la



baisse du rendement à long terme s'est traduite par une accentuation de l'inversion de la courbe aux États-Unis. Dans le même temps, la courbe est restée plate dans la zone euro, et elle a conservé sa pente positive au Japon. Le reflux des rendements nominaux américains explique presque entièrement la baisse du point mort d'inflation, et les rendements réels n'ont guère varié malgré une certaine volatilité sur la période (graphique 1, cadres du milieu et de droite). Au Japon, la stabilité des rendements nominaux a masqué une hausse des taux longs réels et une baisse correspondante du point mort d'inflation, tandis que dans la zone euro les rendements réels et le point mort d'inflation sont restés généralement stables.

Inversion plus marquée de la courbe des taux aux États-Unis

Comme durant la majeure partie de l'année, les perspectives de croissance mondiale et l'orientation future de la politique monétaire ont indiscutablement influencé les taux d'intérêt à court et à long terme. Cela a surtout été vrai aux États-Unis, où les indicateurs macroéconomiques ont semblé laisser présager tantôt l'abaissement relativement rapide du taux directeur, tantôt le maintien durable du statu quo. La courbe des taux à terme des fonds fédéraux, qui suivait une pente nettement négative, fin août, s'est fortement redressée la deuxième quinzaine d'octobre (graphique 2, cadre de gauche) ; les rendements obligataires ont augmenté en parallèle sous l'effet d'un rapport sur l'emploi favorable. Le statu quo décidé par le CFOM, le 25 octobre, bien qu'attendu, a suscité de nouvelles pressions à la baisse sur les taux des fonds fédéraux et les rendements obligataires, car le communiqué qui l'accompagnait a surpris nombre d'investisseurs par un penchant nettement moindre vers un resserrement monétaire.

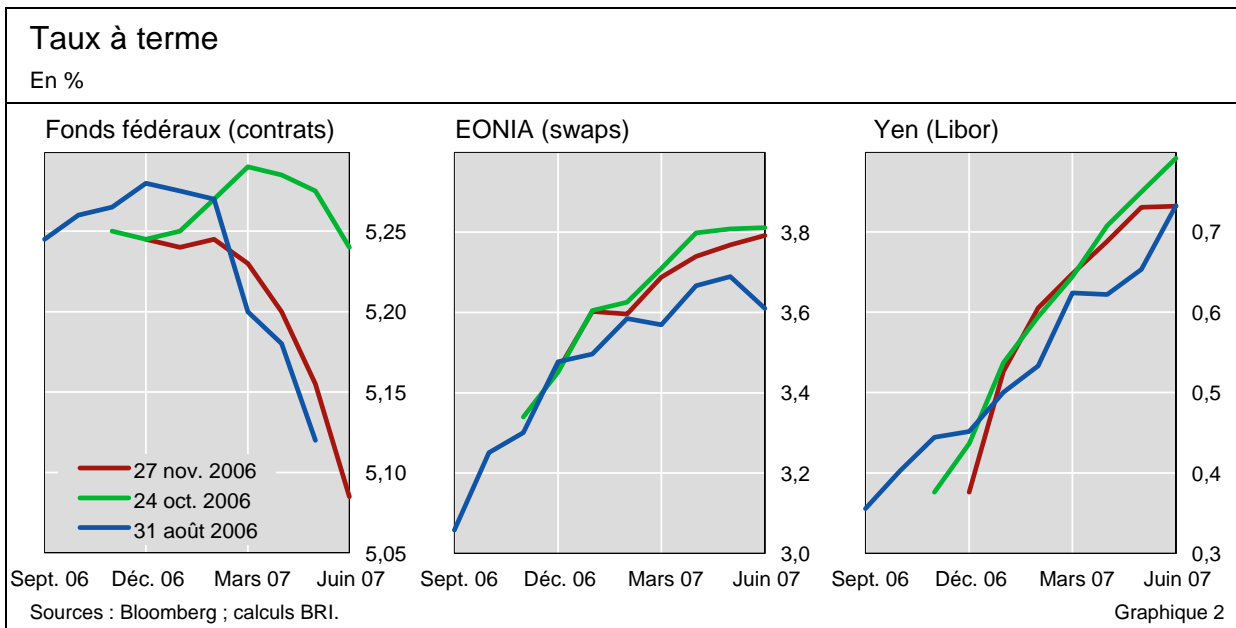
Annonces contradictoires sur les perspectives de croissance aux États-Unis

Aux États-Unis, les rendements réels sur obligations à long terme indexées ont connu d'amples fluctuations, eux aussi, entre septembre et novembre, à mesure que les investisseurs changeaient d'avis quant à la

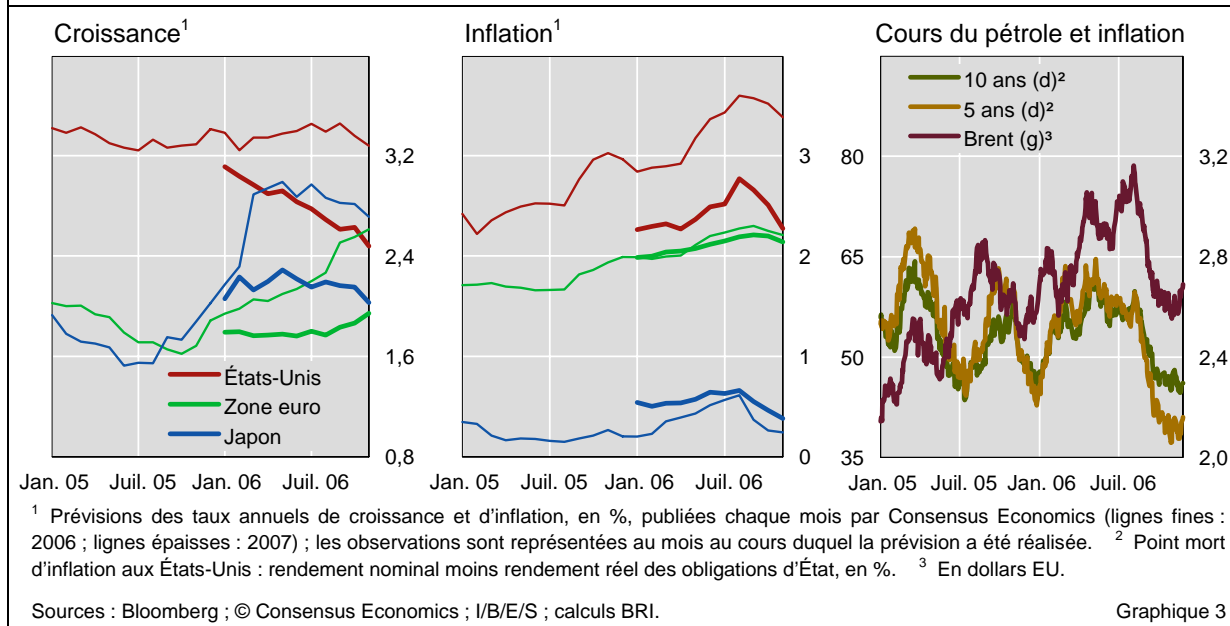
probabilité d'un fort ralentissement de l'activité. La chute du marché du logement, en particulier, a avivé la crainte d'une récession. L'inversion de la courbe des rendements – indicateur habituellement fiable de l'imminence d'une récession – a semblé conforter cette crainte, de même que les chiffres inférieurs aux prévisions pour la croissance au troisième trimestre ainsi que le repli de l'indice de confiance des ménages. À l'inverse, les conséquences apparemment limitées de la chute du marché du logement sur la consommation et la confiance des ménages ont semblé étayer le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie. En outre, la retombée des cours du pétrole, le boum du marché des actions et la solidité des entreprises étaient perçus comme devant fournir un soutien crucial à l'économie en cas de nouvelle détérioration du marché du logement. Et puis, bien qu'encore révisées à la baisse, les anticipations de croissance pour 2007 ne laissaient pas du tout entrevoir une récession (graphique 3, cadre de gauche).

Hausse du taux à terme EONIA en raison de meilleures perspectives de croissance dans la zone euro

Dans la zone euro, les rendements réels ont peu varié entre fin août et fin novembre, tandis que la courbe des taux à terme implicites dans les swaps EONIA se relevait légèrement, dans un contexte marqué par des surprises macroéconomiques positives, qui ont amené les prévisionnistes à réviser à la hausse la croissance attendue pour 2007 (graphique 3, cadre de gauche). La croissance pour la zone euro au deuxième trimestre (2,7 % en glissement annuel) s'est avérée supérieure aux anticipations et une série d'indicateurs ont montré que l'économie allemande, en particulier, faisait preuve d'un dynamisme inattendu. L'optimisme était néanmoins tempéré par le fait que plusieurs facteurs pouvaient freiner la croissance en 2007 – notamment le relèvement de la TVA à venir en Allemagne, l'assainissement budgétaire prévu dans plusieurs pays membres et les effets décalés des resserrements monétaires déjà mis en œuvre par la BCE. Les statistiques publiées début



Perspectives macroéconomiques, cours du pétrole et point mort d'inflation



novembre révélant, à la surprise générale, une croissance zéro en France au troisième trimestre et indiquant une activité plus faible que prévu dans l'ensemble de la zone sont venues montrer que de mauvaises nouvelles pouvaient venir. Cela n'a toutefois eu qu'une incidence mineure sur les taux longs.

Au Japon, le rendement nominal à 10 ans est resté globalement stable entre fin août et fin novembre, en raison de la hausse du rendement réel et d'une baisse correspondante du point mort d'inflation, alors que les indicateurs officiels donnaient une image contrastée de l'activité. Les prévisions de croissance pour 2007 se sont un peu dégradées en septembre–octobre. La courbe des taux à court terme n'a quasiment pas varié, les investisseurs semblant attendre la prochaine décision de politique monétaire (graphique 2, cadre de droite). Les propos tenus début novembre par le Gouverneur de la Banque du Japon, interprétés comme signifiant qu'un second relèvement était possible avant la fin de l'année, n'ont guère eu d'incidence sur les taux courts. La publication, mi-novembre, de chiffres du PIB étonnamment vigoureux pour le troisième trimestre a été considérée comme un signe favorable par les investisseurs et a, le jour même, entraîné une hausse des taux.

La chute des cours du pétrole en septembre–octobre a semblé influencer fortement l'évolution du point mort d'inflation dans les principales économies, aux États-Unis surtout. Comme prévu, son incidence a été particulièrement prononcée dans le court et le moyen terme : le point mort d'inflation à 5 ans a cédé près de 50 pb après mi-août, quand les cours ont plafonné avant d'amorcer leur rapide descente (graphique 3, cadre de droite). Le même phénomène a aussi pu s'observer pour le rendement à 10 ans aux États-Unis et au Japon ; le mouvement a été moindre dans la zone euro, où, cependant, les taux à échéance plus courte ont chuté : le point mort d'inflation à 5 ans a perdu près de 20 pb entre mi-août et fin novembre.

Baisse du point mort d'inflation avec le repli des cours du pétrole...

...et l'accalmie des tensions sur les prix

Au-delà des cours du pétrole, la baisse du point mort d'inflation aux États-Unis et au Japon a semblé tenir au fait que les investisseurs tablaient sur une diminution générale des tensions sur les prix. S'agissant des États-Unis, les relèvements passés du taux directeur et le ralentissement progressif en cours de l'économie américaine sont de plus en plus perçus comme pesant sur les prix à la consommation. Les indicateurs ont largement corroboré ce point de vue, le chiffre global de l'inflation étant inférieur aux prévisions. L'inflation sous-jacente a moins diminué, cependant, signe de la persistance de tensions inflationnistes fondamentales. Les enquêtes publiées en septembre, octobre et novembre ont indiqué que les investisseurs avaient revu à la baisse leurs anticipations d'inflation (IPC) pour 2007, inversant la tendance observée durant la majeure partie de 2006 (graphique 3, cadre du milieu). Concernant le Japon, la diminution du point mort d'inflation a paru résulter en partie de l'ajustement progressif des anticipations d'inflation parmi les investisseurs, après la révision à la baisse des statistiques IPC, fin août.

La solidité des bénéfiques dynamise le marché des actions

Le dynamisme du marché des actions à partir du milieu de l'année contraste fortement avec l'évolution en dents de scie de l'obligataire. Fin novembre, l'EURO STOXX avait gagné près de 20 % par rapport à son creux de juin 2006, suite au repli de mai-juin, et le S&P 500, 13 % (graphique 4, cadre de gauche). La place japonaise a affiché des résultats plus contrastés : les cours ont amplement fluctué durant la période analysée, restant bien en deçà de leur sommet d'avant le repli.

Remontée des actions aux États-Unis malgré la révision à la baisse des prévisions de croissance...

Contrairement à la zone euro et au Japon, où le marché a globalement reflété les perspectives de croissance, la remontée des actions aux États-Unis a coïncidé avec une révision à la baisse des prévisions d'activité. Les cours n'ont certes pas été insensibles aux indicateurs macroéconomiques, mais, manifestement, les opérateurs y ont prêté de moins en moins d'importance. Ainsi, alors que le S&P 500 avait perdu près de 1 % dans les deux heures qui avaient suivi l'annonce, le 17 octobre, d'une diminution plus marquée que prévu de la production industrielle, il n'a cédé qu'un tiers de point de pourcentage, deux semaines plus tard, après l'annonce d'une hausse de la productivité non agricole bien moins élevée qu'attendu et une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre (toujours dans le secteur non agricole) beaucoup plus forte qu'anticipé par les analystes.

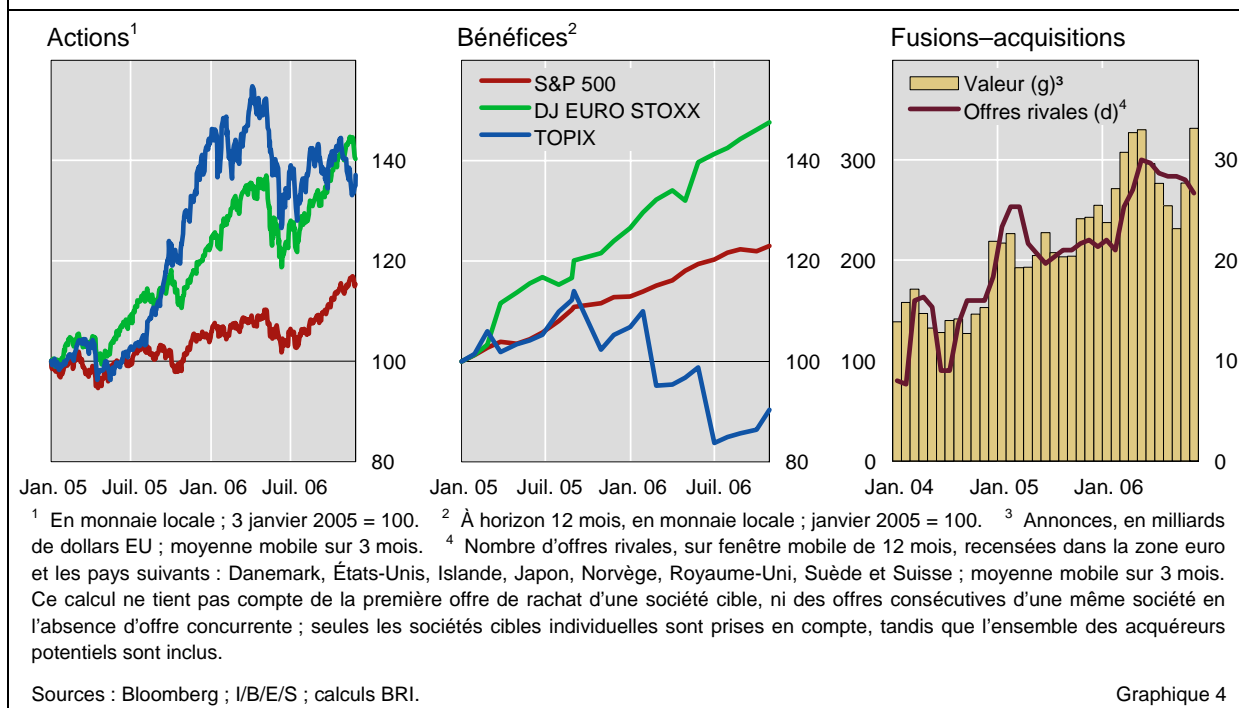
...grâce aux bénéfiques toujours solides des entreprises

Le marché américain des actions a généralement été rassuré par le fait que le ralentissement de la croissance avait pesé bien moins qu'on ne l'avait craint sur les bénéfiques des entreprises (graphique 4, cadre du milieu). Les analystes ont légèrement corrigé à la baisse leurs prévisions de bénéfiques en octobre, mais ils les ont révisées à la hausse le mois suivant à la lumière des bénéfiques étonnamment élevés affichés au troisième trimestre.

Influence positive des fusions-acquisitions

La vigueur des fusions-acquisitions a continué à dynamiser les cours des actions. Après avoir marqué une pause durant l'été, le volume de prises de contrôle annoncées a vite retrouvé son haut niveau (graphique 4, cadre de

Cours des actions, résultats des entreprises et fusions-acquisitions



droite). L'ampleur du mouvement était en partie attribuable à plusieurs très grosses opérations lancées par des fonds de capital-investissement. Une offre de la société américaine d'immobilier commercial Equity Office Property Trust, annoncée mi-novembre par le groupe Blackstone, pourrait, si elle aboutit, devenir le plus gros rachat par emprunt jamais réalisé. Les offres rivales (une cible convoitée par plusieurs acquéreurs potentiels) ont diminué aux États-Unis, mais sont restées proches de leur niveau antérieur en Europe et au Japon. Leur incidence sur les cours des actions est sans doute plus grande qu'en l'absence de surenchère.

Au Japon, à la différence d'autres économies avancées, le marché boursier n'a pas refait l'intégralité des pertes subies au début de l'été, quand les analystes avaient fortement revu à la baisse les bénéfices prévisionnels. Les actions se sont moins bien comportées qu'aux États-Unis et dans la zone euro dans la plupart des secteurs, mais surtout dans le secteur financier, où elles se situaient toujours, fin novembre, en retrait de 30 % par rapport à leur sommet de mai. Les actions des banques, en particulier, sont considérées par nombre d'intervenants comme des placements très sensibles aux variations conjoncturelles. Elles ont donc été portées par la vigueur de l'activité durant l'année, mais ont, elles aussi, baissé davantage que les autres quand la viabilité de la croissance a commencé à susciter des doutes. Leur grande sensibilité aux conditions macroéconomiques est apparue clairement à nouveau le 14 novembre : elles ont alors gagné plus de 3 %, presque deux fois plus que l'ensemble du marché, après l'annonce d'un PIB plus élevé que prévu pour le troisième trimestre. Toutefois, ces gains se sont évaporés en l'espace d'une semaine quand une grande banque a révélé des bénéfices inférieurs aux prévisions pour le deuxième trimestre.

La faiblesse des actions des banques contribue aux médiocres résultats du marché nippon

Les émissions d'instruments structurés font baisser les primes des CDD

Baisse des primes de risque...

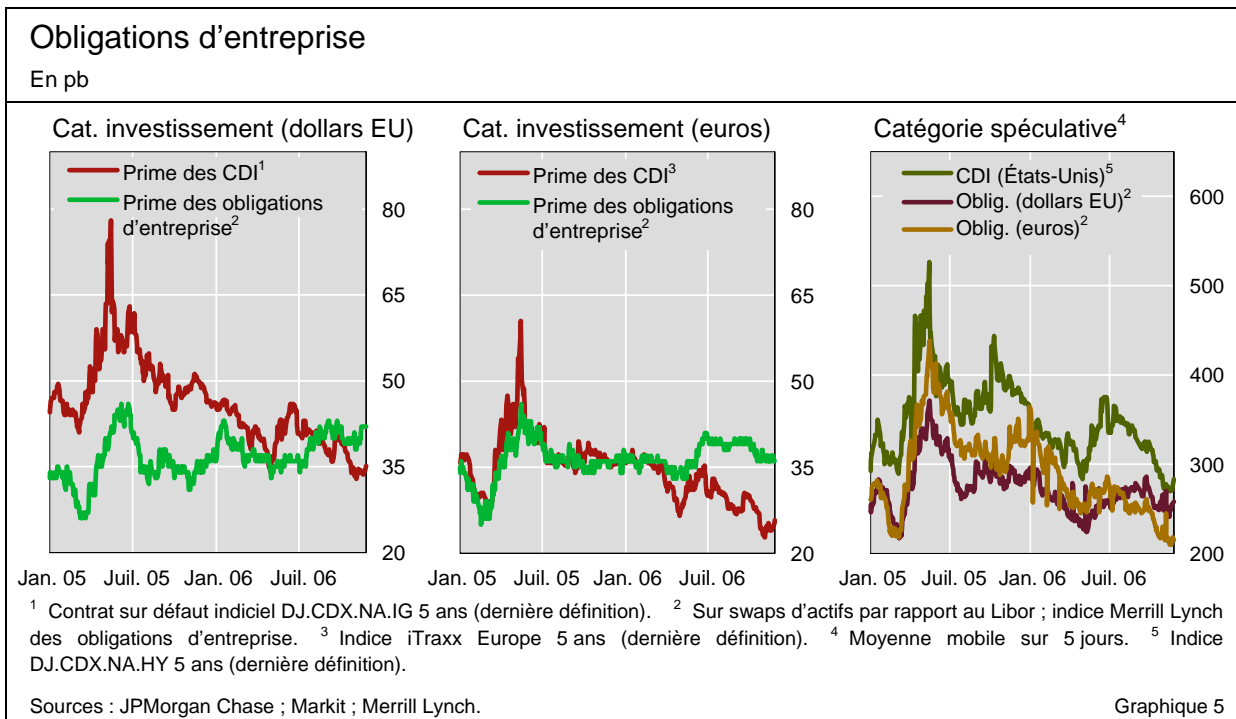
Aux États-Unis et en Europe, le marché de la dette des entreprises s'est moins bien comporté que les marchés des actions à partir du milieu de l'année. Les primes de risque ont diminué, mais, sauf pour les titres à haut rendement en euros, sont restées généralement supérieures aux niveaux observés avant le désengagement de mai-juin (graphique 5). Les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) ont baissé davantage encore, principalement sous l'effet du grand volume d'émission d'instruments structurés.

...en raison de la solidité des bénéficiaires des entreprises

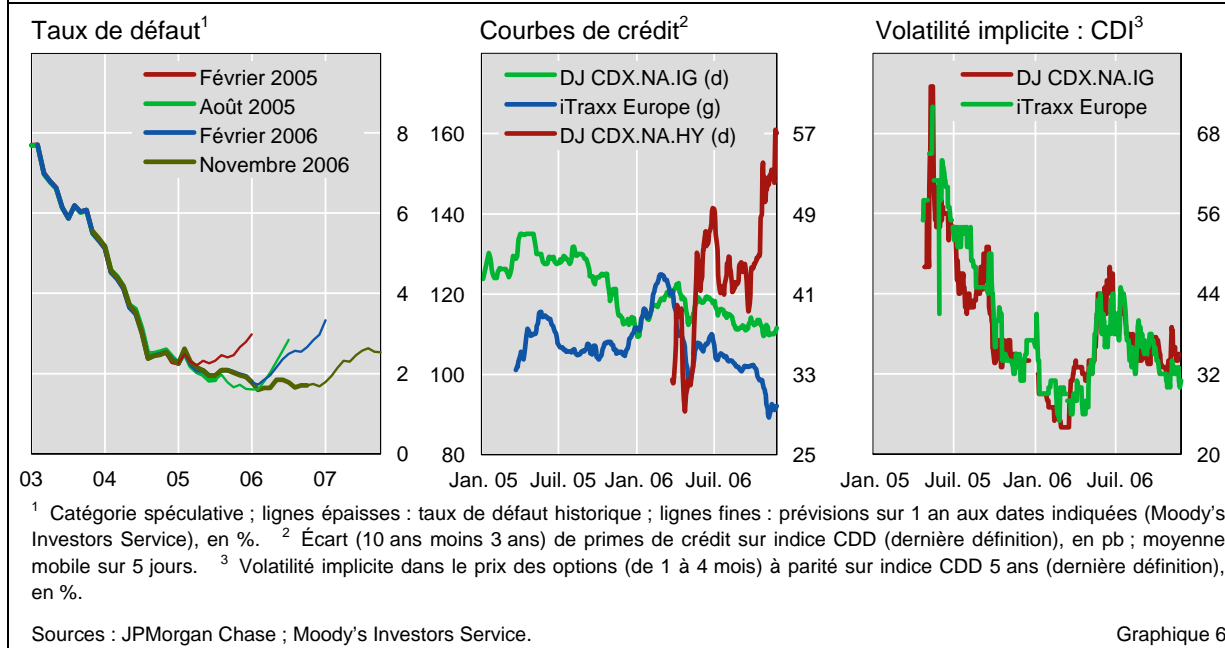
La baisse limitée des primes était, au moins en partie, conforme à la vigueur des fondamentaux. Comme mentionné plus haut, les perspectives des bénéficiaires des entreprises ont continué de s'améliorer dans la zone euro et sont restées stables aux États-Unis, ce qui pourrait expliquer pourquoi les primes des entreprises européennes ont davantage diminué que celles des entreprises américaines. La vigueur du secteur des entreprises s'est aussi manifestée dans le faible nombre de défauts – à son plus bas depuis 1997, au troisième trimestre, selon Standard & Poor's. Et, tout en continuant de tabler sur une hausse des défauts, Moody's et S&P ont révisé leurs prévisions à la baisse (graphique 6, cadre de gauche).

Préoccupations persistantes liées au risque d'OPA

Les obligations se sont mieux comportées dans la catégorie spéculative que dans la catégorie investissement des deux côtés de l'Atlantique, ce qui s'explique peut-être en partie par la plus grande sensibilité des primes des signatures moins bien notées envers l'augmentation des cours des actions et le recul de la volatilité. Les résultats médiocres des obligations bien notées tiennent peut-être aussi aux préoccupations suscitées par les rachats par emprunt et par le risque d'OPA, les entreprises bien capitalisées présentant plus d'attrait comme cibles. Selon les calculs des banques d'affaires, les cinq



Taux de défaut, pente des courbes de crédit et volatilité implicite



plus grands rachats par emprunt d'entreprises cotées, en 2006, ont, en effet, entraîné des pertes avoisinant \$2 milliards pour les détenteurs d'obligations émises par les cibles. Plus généralement, S&P a indiqué que le ratio moyen endettement/flux de trésorerie pour les entreprises acquises par des sociétés de capital-investissement a atteint un sommet sans précédent, soit 5,4, en 2006. Dans le même temps, les sociétés de capital-investissement ont continué de lever des montants records pour financer les acquisitions, et les entreprises américaines ont poursuivi leurs rachats d'actions, dans le but d'accroître leur ratio d'endettement.

Malgré la solidité apparente des fondamentaux, un examen approfondi des données disponibles révèle certaines faiblesses potentielles. Premièrement, alors que, ces derniers mois, l'écart de prime de crédit entre court et long terme est resté relativement stable pour la dette américaine de catégorie investissement et s'est inscrit en léger repli pour la dette correspondante en euros, il a fortement augmenté pour la dette américaine de catégorie spéculative (graphique 6, cadre du milieu). On pourrait y voir le signe d'une montée des préoccupations quant aux perspectives de solvabilité, à plus long terme, des emprunteurs moins bien notés. Deuxièmement, la volatilité implicite dans les options sur CDI (CDD indiciels) n'est pas complètement retombée après le désengagement de mai-juin, témoignant peut-être d'une incertitude accrue sur l'évolution à court terme des primes de crédit (graphique 6, cadre de droite).

Depuis plusieurs mois, les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) ont diminué davantage que celles des obligations (graphique 5). Début novembre, celle de l'indice de référence américain pour les CDD de catégorie investissement à 5 ans (DJ CDX.NA.IG) est revenue à son plus bas de l'année, juste au-dessous de 35 pb, tandis que celle de l'indice équivalent

Signes de faiblesses

Baisse des primes des CDD...

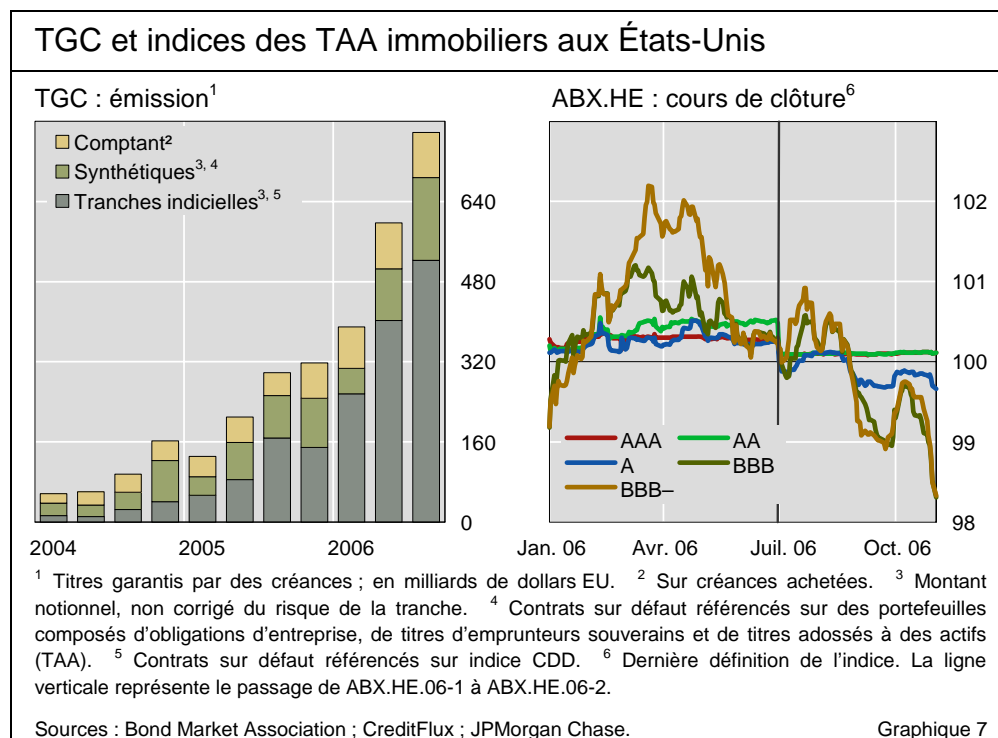
iTraxx Europe tombait en deçà de 25 pb. En outre, les primes des CDD à haut rendement ont baissé plus vite que les primes correspondantes sur le marché au comptant. Par conséquent, la base CDD (différence entre la prime des CDD et la prime comparable des obligations d'entreprise) est devenue encore plus négative.

...due à l'essor des émissions de TGC synthétiques...

Cette augmentation de la base négative semble en grande partie attribuable à l'essor des émissions de titres garantis par des créances (TGC) synthétiques et d'autres instruments structurés (graphique 7, cadre de gauche). Les TGC synthétiques reproduisent, à l'aide de CDD, les TGC sur créances achetées ; ils fournissent ainsi une protection de crédit sans acquisition de créances. Un grand volume d'émission de TGC synthétiques requiert d'importantes ventes de protection de crédit, ce qui pousse à la baisse les primes des CDD. Au troisième trimestre 2006, le volume mondial des émissions de TGC (dont les TGC synthétiques représentent une part croissante) a, pour le sixième trimestre consécutif, atteint un nouveau sommet (graphique 7, cadre de gauche).

...et d'autres instruments structurés

Les nouveaux instruments structurés, tels les titres à proportion constante (TPC), pourraient avoir amplifié les pressions à la baisse sur les primes des CDD. Un TPC est un produit noté AAA, rémunéré par une prime élevée par rapport au Libor grâce à une exposition à effet de levier sur CDI. Parce que ces instruments sont dotés d'un fort effet de levier, ils nécessitent d'importants volumes de protection de crédit. Les estimations du marché indiquent que, si l'encours notionnel de TPC ne se chiffre actuellement qu'à quelque \$2 milliards, ce volume correspond à environ \$30 milliards de protection de crédit par CDI. En outre, les banques semblent avoir vendu des CDI en prévision d'émissions de TPC, accentuant ainsi la pression sur les primes.



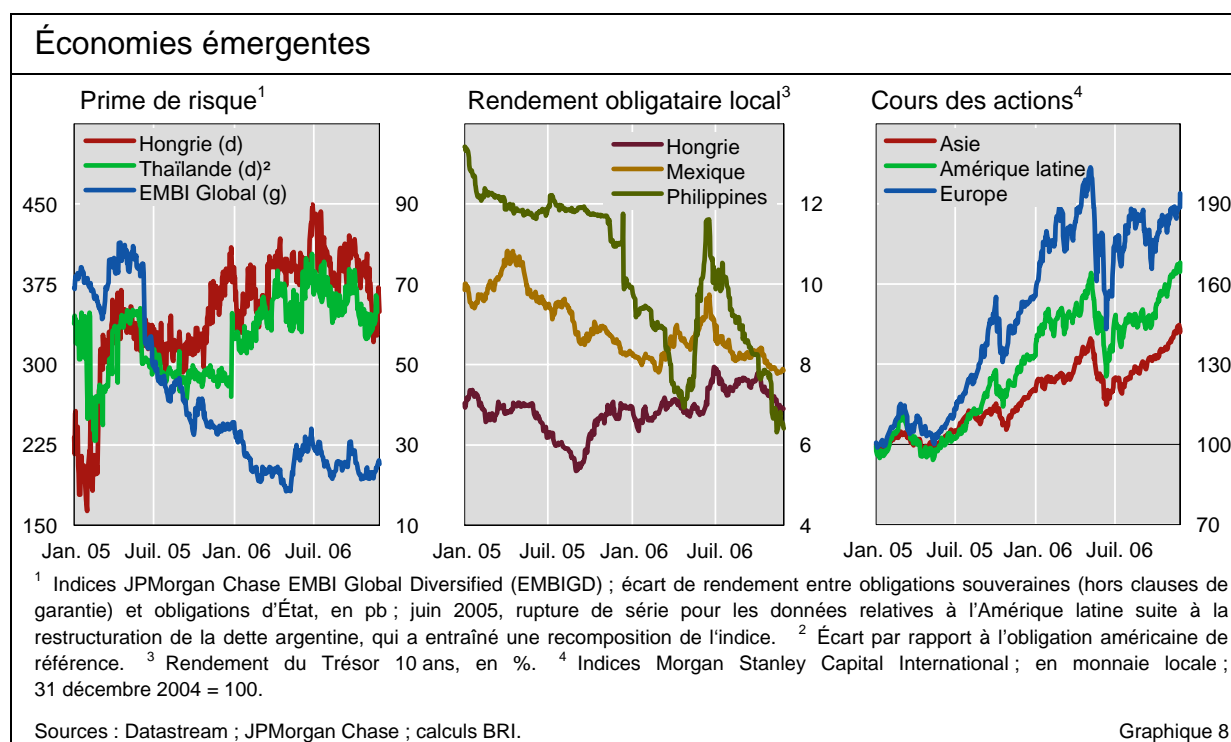
Le rapide ralentissement du marché du logement aux États-Unis semble n'avoir guère eu d'incidence sur les primes des titres adossés à des hypothèques (TAH), malgré une hausse régulière de la proportion d'emprunteurs de solvabilité inférieure dans les fonds de créances hypothécaires. Toutefois, la tarification de ABX.HE – groupe récemment créé d'indices synthétiques de titres américains adossés à des hypothèques – fait apparaître un tableau quelque peu différent. Les indices ABX.HE reproduisent les flux de paiements relatifs à des tranches d'opérations de titrisation de moindre qualité garanties par un bien immobilier. Ces trois derniers mois, les prix des indices ABX moins bien notés ont beaucoup baissé, signe d'une perception accrue du risque associé aux prêts au logement accordés aux emprunteurs avec des antécédents d'incidents de paiement (graphique 7, cadre de droite).

Les TAH résistent au ralentissement du marché du logement aux États-Unis...

...mais montrent aussi des faiblesses potentielles

Regain d'optimisme envers les économies émergentes

Pour les émetteurs des économies émergentes, les primes des obligations se sont resserrées et les cours des actions ont augmenté de septembre à fin novembre (graphique 8), réagissant plus, semble-t-il, aux changements de perspectives de l'économie américaine qu'aux événements locaux. Même la remontée générale des primes, mi-septembre, a été davantage attribuée, à l'époque, aux indicateurs de l'activité économique aux États-Unis qu'aux événements locaux, comme le coup d'État en Thaïlande et l'agitation en Hongrie. Ce point de vue s'est trouvé corroboré par deux éléments : la dette en monnaie locale et les actions sont généralement restées peu sensibles aux désengagements sur l'obligataire international ; les primes ont rapidement retrouvé leurs niveaux antérieurs après la publication d'indicateurs



macroéconomiques favorables, aux États-Unis, durant la deuxième quinzaine de septembre.

L'instabilité politique n'a guère d'incidence

L'influence prédominante des facteurs mondiaux peut sembler surprenante, le mois de septembre ayant été marqué par un nombre inhabituel d'événements qui témoignaient d'une instabilité politique dans les économies émergentes, et pas seulement en Hongrie et en Thaïlande. Le fait que l'augmentation des primes pour les pays concernés ait été relativement mineure et momentanée indique que les intervenants ont apparemment cru que ces événements ne compromettaient ni la capacité ni la volonté des emprunteurs souverains d'assurer le service de leur dette extérieure. Parmi les quelques pays à avoir enregistré une hausse durable des primes figure l'Équateur, où des élections présidentielles se tenaient le 26 novembre. Les primes sur la dette extérieure de l'Équateur se sont tendues fin août, quand les cours du pétrole ont commencé à baisser, et ont fortement augmenté en septembre, suite à des sondages d'opinion favorables à un candidat qui n'avait pas exclu un défaut semblable à celui de l'Argentine si les négociations avec les créanciers n'aboutissaient pas à une réduction substantielle du poids de la dette. Après un repli éphémère en octobre, les primes se sont à nouveau accrues après l'élection, dépassant 600 pb, même si ce candidat, une fois élu, avait tempéré ses propos.

Les fondamentaux sont perçus comme solides

L'optimisme concernant un atterrissage en douceur de l'économie américaine est allé de pair avec la perception de fondamentaux solides dans nombre d'économies émergentes, pour lesquelles le consensus prévoyait toujours une croissance soutenue. La stabilité des notations a, elle aussi, dénoté la solidité des fondamentaux. Un autre signe de la confiance accrue envers les perspectives du monde émergent a été le regain d'intérêt des investisseurs pour les fonds profilés qui lui sont consacrés. Certes, les montants investis sont restés bien inférieurs à ceux enregistrés vers le début de l'année. Cela étant, le fait même qu'ils redeviennent positifs représente un progrès significatif par rapport aux sorties constatées en milieu d'année.

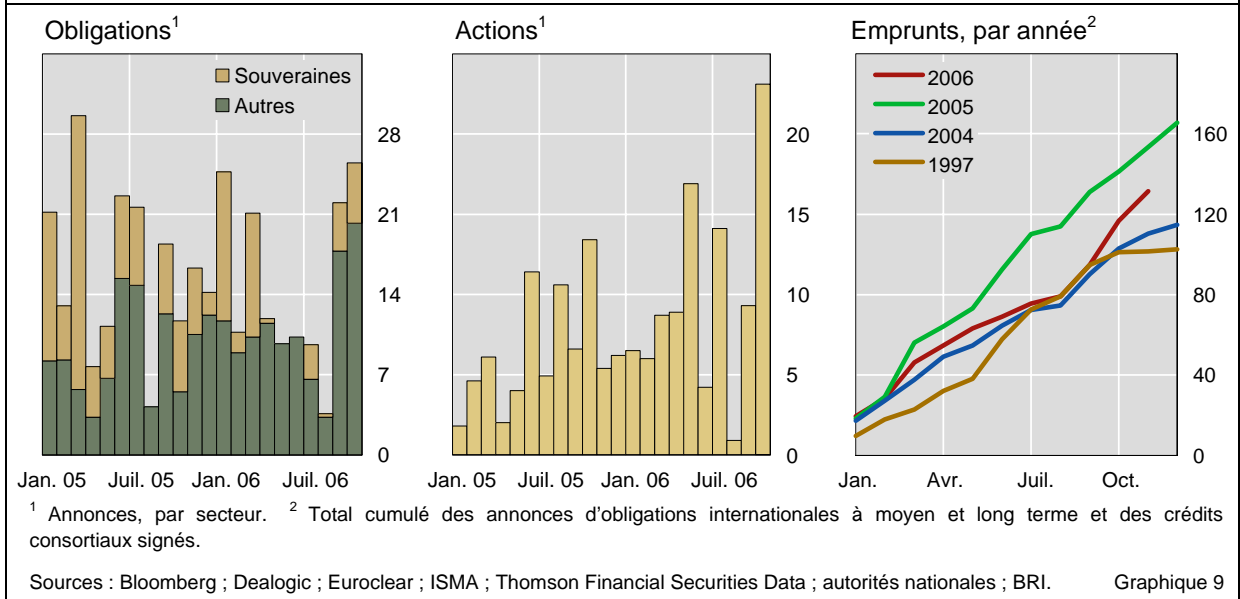
Les emprunteurs souverains réduisent leurs émissions...

Les signatures des économies émergentes ont profité des bonnes conditions de crédit pour émettre davantage de dette extérieure et d'actions (graphique 9, cadres de gauche et du milieu). Les emprunteurs souverains sont revenus sur le marché international, dont ils avaient été quasiment absents depuis avril, même si leur activité est restée faible par rapport à 2005 – mais ils avaient alors accéléré leurs émissions afin de bénéficier de conditions favorables (graphique 9, cadre de droite). Ce faible niveau s'explique en partie par deux facteurs : ces dernières années, la plupart des économies émergentes ont amélioré leur solde budgétaire, réduisant ainsi la nécessité d'emprunter ; certaines signatures, particulièrement en Amérique latine (surtout Brésil et Mexique), ont délaissé le marché international en faveur des obligations en monnaie locale. Sur son marché intérieur, le Mexique a, en outre, allongé la courbe des échéances, la portant de 20 à 30 ans avec le lancement, fin octobre, d'une obligation en pesos.

Le secteur privé a été bien plus actif durant la période, les entreprises profitant amplement des conditions de financement favorables. Les émissions

Économies émergentes : émissions internationales et emprunts

En milliards de dollars EU



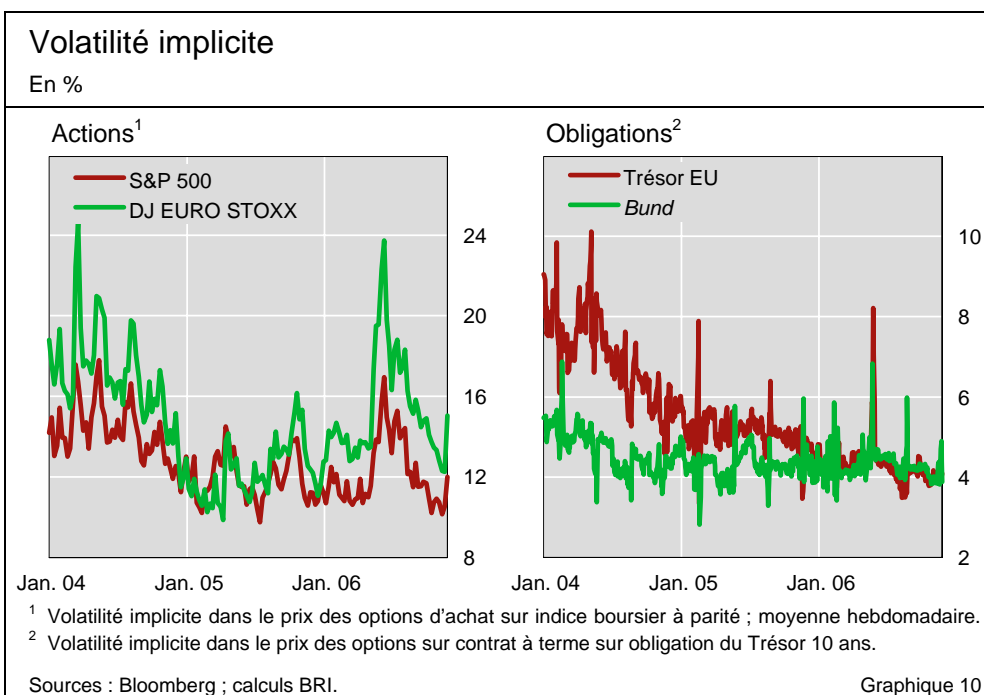
internationales ont atteint un nouveau sommet en octobre, lorsque la Chine a vendu des actions d'ICBC (Industrial and Commercial Bank of China) sur les places de Shanghai et de Hong-Kong. Cette opération, largement sursouscrite, a collecté \$19 milliards ; il s'agit de la plus importante introduction en bourse jamais réalisée.

...alors que le secteur privé collecte de gros montants

Niveau extrêmement bas de la volatilité implicite

Dans un environnement où une forte incertitude a semblé persister quant à l'orientation future de la croissance économique, de l'inflation et de la politique

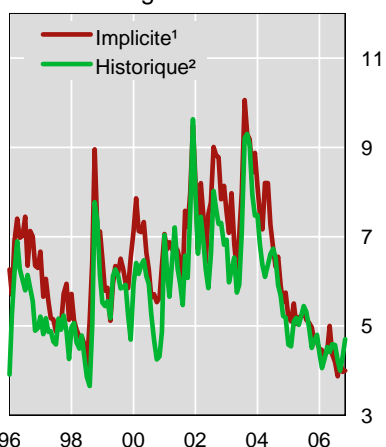
La faiblesse de la volatilité implicite...



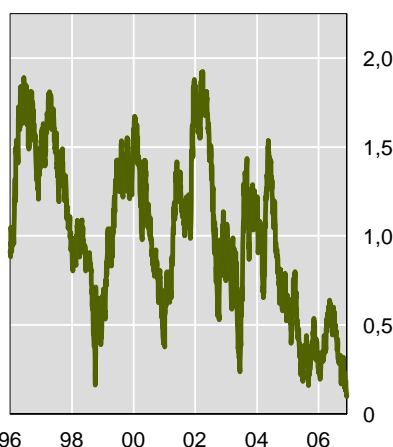
Confiance des investisseurs

En %

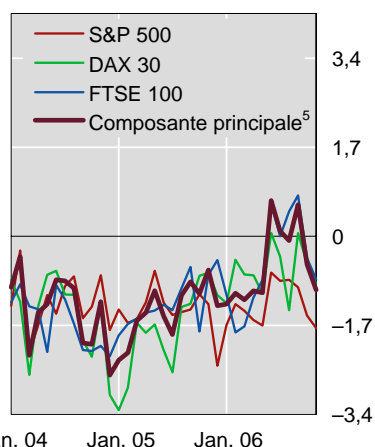
États-Unis : volatilité du marché obligataire



États-Unis : prime d'échéance³



Aversion pour le risque⁴



¹ Dans le prix des options sur contrat à terme sur obligation du Trésor 10 ans. ² Volatilité conditionnelle des rendements journaliers sur la période janvier 1996–novembre 2006, estimée par un modèle GARCH(1,1) asymétrique ; contrats à terme sur obligation du Trésor 10 ans. ³ Prime du rendement de l'obligation du Trésor 10 ans ; d'après 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. ⁴ Indicateur obtenu à partir de la différence entre deux distributions des rendements, l'une implicite dans le prix des options, l'autre fondée sur les rendements effectifs estimés sur la base de données historiques. ⁵ Des trois indicateurs de goût du risque estimés pour les indices S&P 500, DAX 30 et FTSE 100.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 11

monétaire – aux États-Unis surtout –, la volatilité à court terme implicite dans le prix des options sur obligation d'État et contrats sur indice boursier est restée très basse (graphique 10), évolution qui correspond, dans l'ensemble, à celle de la volatilité effective (graphique 11, cadre de gauche). Aux États-Unis, les primes d'échéance estimées indiquaient que les investisseurs n'exigeaient pratiquement pas de rémunération pour le risque lié à l'incertitude concernant l'évolution future de l'inflation et des taux d'intérêt réels. La situation a été identique pour les obligations de la zone euro. En principe, le bas niveau de la volatilité implicite et des primes de risque (celles-ci étant proches de zéro) pourrait indiquer une grande confiance des investisseurs quant à l'évolution probable des fondamentaux et de la politique monétaire. Le bas niveau des primes sur les marchés de la dette irait dans le même sens. Toutefois, comme les données macroéconomiques n'étaient pas de nature à fournir une image claire des perspectives de l'économie américaine, on peut penser que le goût des investisseurs pour le risque a probablement joué un rôle. De fait, l'indicateur de l'aversion pour le risque sur le marché des actions, calculé à partir des options, est quasiment retombé, début novembre, au niveau d'avant le désengagement de mai–juin (graphique 11, cadre de droite).

Dans cet environnement, les marchés ont connu une poussée de volatilité après la chute du dollar EU, le 24 novembre, et dans les jours qui ont suivi. Il est difficile de savoir ce qui a déclenché de tels dégagements hors du dollar EU, mais un élément a pu jouer un rôle : les remarques d'un responsable d'une banque centrale d'Asie concernant l'incidence de la faiblesse du dollar EU sur la valeur des réserves de change. La défiance des investisseurs

...pourrait traduire un goût élevé du risque

Hausse de la volatilité avec la dépréciation du dollar EU

a pu être renforcée, fin novembre, par plusieurs surprises macroéconomiques sur l'activité aux États-Unis – ventes de logements neufs inférieures aux prévisions, révision à la hausse de la croissance au troisième trimestre, par exemple. Dans l'ensemble, les marchés des actions des États-Unis et d'Europe ont perdu plusieurs points de pourcentage dans les jours qui ont suivi le 24 novembre, mais ils ont, ensuite, en grande partie effacé leurs pertes. En fin de mois, toutefois, la volatilité, tout en demeurant historiquement faible, n'était pas totalement retombée à ses niveaux antérieurs.