

Vue d'ensemble : les marchés rebondissent après le repli

Les marchés financiers se sont vite remis du repli de fin février–début mars 2007, et les valorisations de nombreuses catégories d'actifs sont repartiées à la hausse pour atteindre de nouveaux sommets. Dans cet environnement, les rendements des obligations d'État des principales économies industrialisées se sont tendus entre fin février et début juin. C'est dans la zone euro qu'ils se sont le plus accrus, en raison d'une nouvelle amélioration des perspectives de croissance. Aux États-Unis, ils ont été plus lents à trouver une trajectoire ascendante – les investisseurs révisant graduellement à la hausse les perspectives de l'économie – et n'ont commencé à s'élever que vers la fin de la période. Outre les effets de l'amélioration perçue des perspectives de croissance, l'augmentation des primes d'échéance a contribué à la montée des rendements obligataires.

Le marché des actions a poursuivi son ascension durant la période, malgré une réévaluation générale du risque fin février et début mars. Bien qu'éphémère, la vague de turbulences a induit, un peu partout, une hausse de la volatilité implicite, qui était tombée à un niveau proche de ses creux historiques. Les principaux indices boursiers aux États-Unis et en Europe sont rapidement remontés, néanmoins, pour atteindre, mi-avril, de nouveaux sommets de six ans. Par contre, l'essor du marché japonais des actions, amorcé en novembre 2006, s'est interrompu durant la période analysée.

Le marché de la dette a été un peu plus long à se remettre du repli. Fin mai, toutefois, les segments du dollar EU et de l'euro avaient largement refait leurs pertes et les primes des obligations à haut rendement affichaient des creux historiques. Bien que les répercussions des difficultés enregistrées sur le marché américain des prêts au logement de moindre qualité aient été jugées limitées, les investisseurs craignaient encore d'autres retombées sur certains marchés de titres collatéralisés.

Dans les économies émergentes, les primes se sont resserrées, inscrivant de nouveaux minimums, et les cours des actions ont encore progressé durant la période. Si les bons résultats économiques ont contribué à cette évolution favorable, la grande tolérance au risque peut, elle aussi, avoir joué un rôle important. Les primes sur les économies émergentes sont restées inférieures à celles demandées aux entreprises américaines de catégorie équivalente.

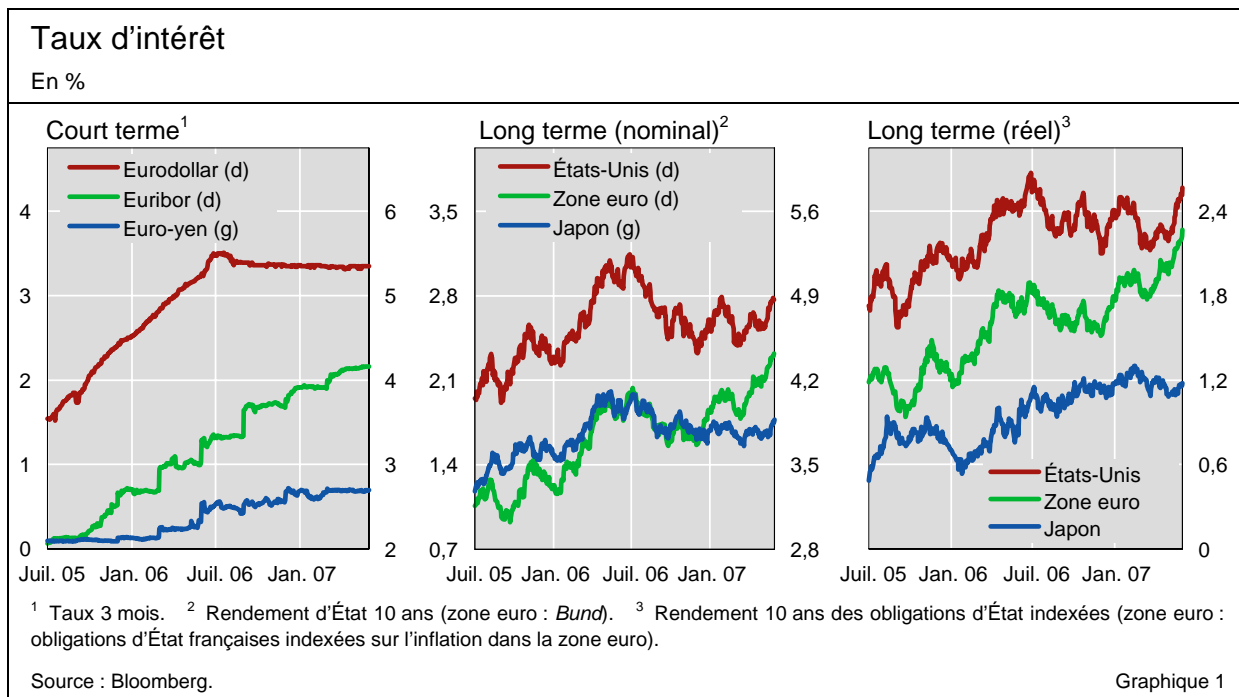
Des anticipations de croissance soutenue font monter les rendements en euros

Dans les économies du G 3, les rendements des obligations d'État se sont tendus entre fin février et début juin 2007, le segment long de la zone euro affichant la hausse la plus prononcée (graphique 1, cadre du milieu). Le 27 février, les marchés financiers ont accusé un repli mondial qui s'est poursuivi pendant plusieurs jours, entraînant une baisse significative des rendements sur les obligations d'État. À mesure que les turbulences s'estompaient, ces derniers se sont vite repris. Entre le 26 février et le 1^{er} juin, le rendement de la valeur du Trésor américain 10 ans a augmenté d'environ 30 pb (à 4,90 %), celui de la référence japonaise de 10 pb (à plus de 1,75 %). Dans la zone euro, les rendements 10 ans ont progressé de quelque 40 pb (à environ 4,45 %). Dans le même temps, sur le marché monétaire, les taux courts sont restés globalement stables aux États-Unis et au Japon, tandis qu'ils s'élevaient dans la zone euro, en raison d'un nouveau resserrement de l'orientation de la BCE et d'un relèvement des anticipations sur les taux (graphique 1, cadre de gauche).

C'est dans la zone euro que les rendements ont augmenté le plus...

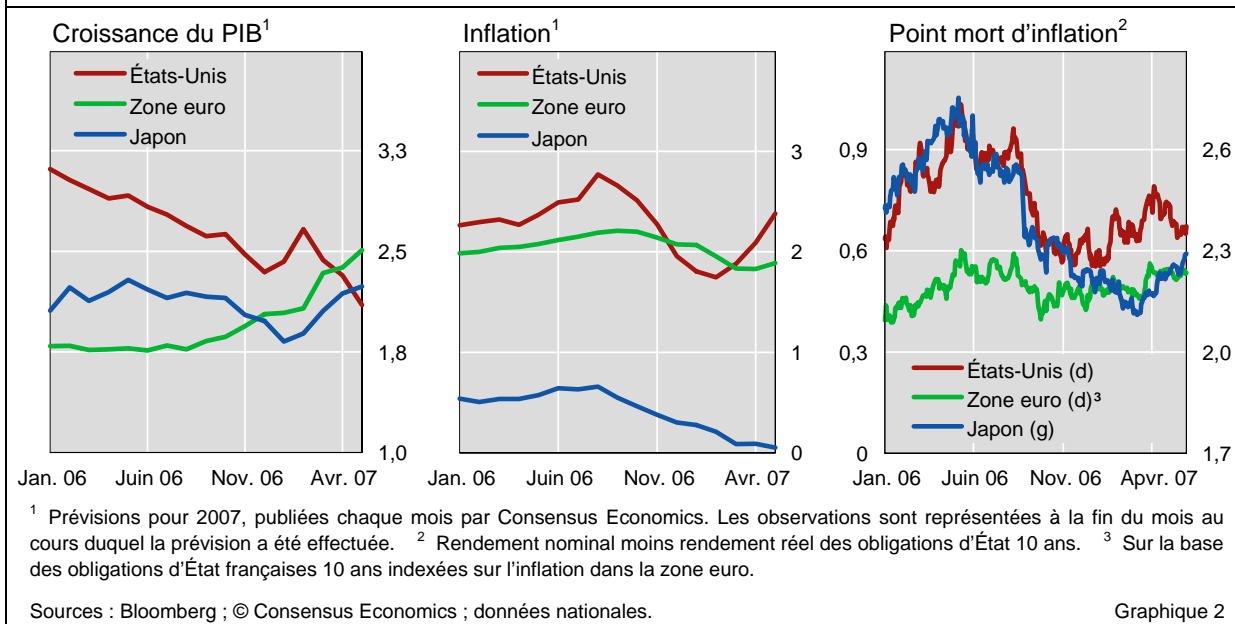
Dans la zone euro, la pression haussière sur les rendements était en phase avec la confiance des investisseurs dans la vigueur de l'économie, laquelle a continué de progresser à un rythme supérieur à la moyenne. Ainsi, l'ascension des rendements nominaux dans la zone euro, entre fin février et début juin, est largement attribuable aux rendements réels (graphique 1, cadre de droite). Dans ce contexte, les analystes ont continué de revoir à la hausse leurs anticipations de croissance du PIB pour 2007 (graphique 2, cadre de gauche).

...l'économie continuant de se renforcer



Perspectives macroéconomiques et point mort d'inflation

En %



Des craintes d'un ralentissement de l'économie américaine pèsent initialement sur les rendements...

Aux États-Unis, des signes confirmés d'un ralentissement de l'activité ont initialement pesé sur les rendements obligataires durant la période. Le repli du marché, fin février et début mars, a, de fait, entraîné un recul plus marqué qu'ailleurs des rendements américains, cadrant avec la perception des investisseurs d'une économie particulièrement vulnérable, dans un environnement de dépréciation des actifs à risque et d'inquiétudes persistantes suscitées par l'atonie du marché du logement. Nombre de ces craintes se sont ensuite apaisées et les marchés se sont rétablis, mais les rendements ont été lents à dépasser leurs niveaux d'avant le repli, les perspectives restant incertaines. Les analystes ont encore corrigé à la baisse leurs prévisions de croissance du PIB pour 2007, après les avoir brièvement relevées en début d'année (graphique 2, cadre de gauche). Néanmoins, durant la seconde quinzaine de mai, les rendements obligataires se sont tendus, après la publication de chiffres de l'emploi meilleurs qu'anticipé et d'autres indicateurs économiques favorables, qui a induit, chez les investisseurs, un regain de confiance à l'égard de l'économie américaine. Le rendement réel 10 ans a globalement suivi l'évolution des rendements nominaux sur la période (graphique 1, cadre de droite).

...mais l'amélioration des perspectives finit par se faire sentir

Ces trois derniers mois, les cours des obligations n'ont guère semblé affectés par les perspectives d'inflation, les anticipations en la matière restant inchangées dans la zone euro et au Japon, en dépit de craintes de tensions persistantes sur les prix aux États-Unis. Le chiffre global de l'inflation dans ce pays est demeuré élevé, malgré des interrogations sur la vigueur de l'économie et des signes, récemment, d'une modération de l'inflation sous-jacente. Les prévisions d'inflation pour 2007 obtenues par sondage ont été relevées entre mars et mai, l'affaiblissement du dollar et un renchérissement du pétrole se traduisant, semble-t-il, par le sentiment que les tensions

inflationnistes persisteraient (graphique 2, cadre du milieu). Dans cet environnement, le point mort d'inflation à 10 ans est resté quasi inchangé aux États-Unis (graphique 2, cadre de droite). Dans la zone euro et au Japon, il a été constant également, tandis que les prévisions d'inflation à court terme restaient stables.

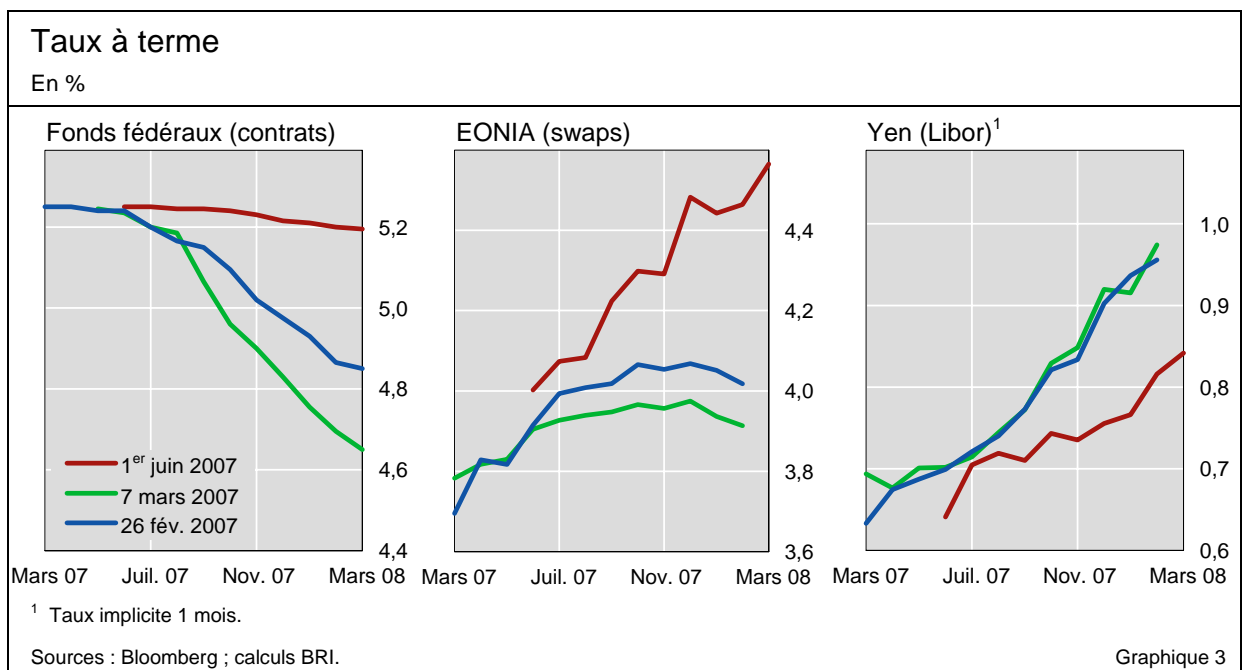
Le point mort d'inflation reste constant...

Conformément aux perceptions relatives aux perspectives d'inflation, les investisseurs ont semblé anticiper, de la part de la Réserve fédérale, un resserrement monétaire plus prononcé qu'ils ne l'avaient initialement envisagé. S'ils avaient prévu, un temps, un abaissement des taux d'intérêt durant 2007, ils n'y comptaient quasiment plus début juin (graphique 3, cadre de gauche). Des signes de raffermissement de l'économie américaine la seconde quinzaine de mai ont renforcé cette inflexion des anticipations en matière de politique monétaire, qui a semblé également avoir une incidence importante sur l'évolution des rendements obligataires aux États-Unis. Les deux plus fortes hausses journalières du rendement 10 ans ont été enregistrées lors d'annonces de chiffres de l'emploi meilleurs qu'anticipé, qui rendaient moins probable, estimait-on, une réduction des taux courts.

...tandis que les anticipations d'une réduction des taux de la Fed sont corrigées à la baisse...

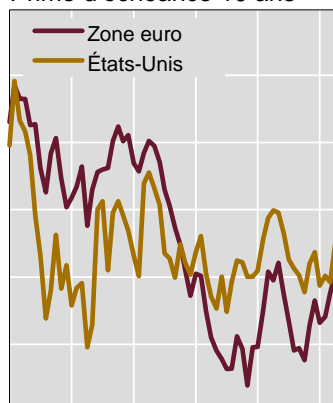
La modification de la trajectoire attendue des taux directeurs a également pesé sur les rendements des obligations dans la zone euro et au Japon. Les attentes d'un resserrement de la BCE plus prononcé que prévu ont alimenté les tensions haussières sur les rendements. Début mars, la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb, et les investisseurs s'attendaient à un nouveau resserrement en juin, sans pour autant exclure de nouvelles hausses ultérieures (graphique 3, cadre du milieu). Au Japon, les marchés ont continué à tabler sur une normalisation graduelle de la politique monétaire, malgré des tensions modérées sur les prix, prévoyant un relèvement des taux à l'automne. Le rythme attendu de l'ajustement a été, toutefois, légèrement revu à la baisse entre fin février et début juin (graphique 3, cadre de droite).

...et qu'un nouveau resserrement de la BCE est attendu

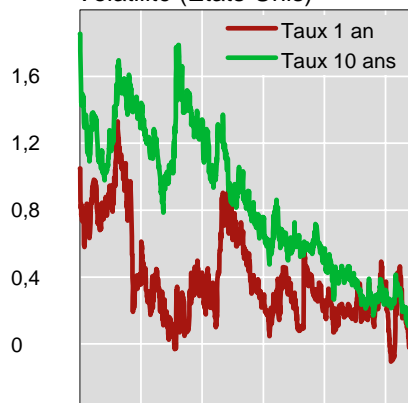


Prime d'échéance et volatilité des options sur swap

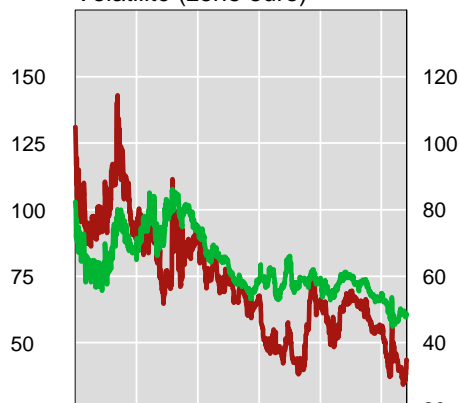
Prime d'échéance 10 ans¹



Volatilité (États-Unis)²



Volatilité (zone euro)²



02 03 04 05 06 07

02 03 04 05 06 07

02 03 04 05 06 07

¹ Primes d'échéance nominales, en %, estimées sur la base d'une version modifiée du modèle de la structure d'échéances décrit dans « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », P. Hördahl et O. Tristani, *BIS Working Papers*, n° 228, mai 2007.
² Volatilité des options sur swap 3 mois, en pb.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 4

Hausse des primes d'échéance aux États-Unis et dans la zone euro...

Si les perspectives macroéconomiques ont, en partie, contribué aux variations des rendements aux États-Unis et dans la zone euro durant la période, les fluctuations de la prime d'échéance ont également joué un rôle notable. Entre fin février et fin mai, la prime d'échéance estimée sur le 10 ans s'est accrue de 25 pb aux États-Unis et de 30 pb dans la zone euro (graphique 4, cadre de gauche). La récente évolution des rendements nominaux à long terme serait donc largement imputable à un changement de perception de la part des investisseurs à l'égard des risques déterminant l'évolution des rendements ou bien à une évolution du prix attribué à de tels risques.

...tandis que la volatilité des options sur swaps reste faible

La volatilité implicite des options sur swaps aux États-Unis et dans la zone euro est restée à des niveaux historiquement très bas (graphique 4, cadres du milieu et de droite). Si le repli de février–mars a fait monter la volatilité implicite, à court terme surtout, ces effets se sont estompés au bout de quelques semaines. En particulier, la volatilité à court terme des options sur swaps 1 an en euros a rapidement commencé à retomber, établissant de nouveaux planchers mi-mai. La volatilité implicite des contrats équivalents aux États-Unis est aussi descendue à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis quelques années. La volatilité à court terme des options sur swaps a, toutefois, été un peu plus lente à diminuer et, le 1^{er} juin, n'était pas tout à fait revenue à son minimum d'avant le repli.

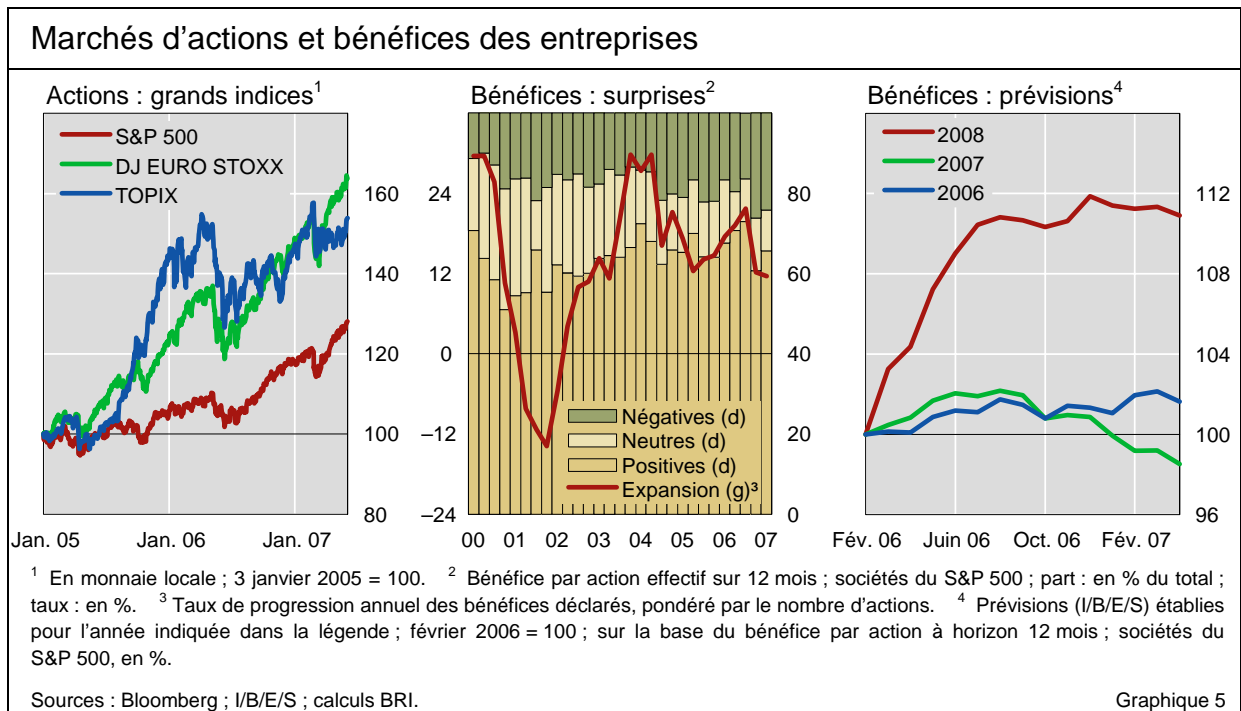
Ces évolutions divergentes entre la zone euro et les États-Unis pourraient être attribuables à des différences de perceptions quant au degré d'incertitude lié à l'évolution à horizon rapproché des taux courts, et donc de la politique monétaire. Il est concevable que, après le repli, le marché ait commencé à être moins sûr des perspectives des taux d'intérêt américains. Dans le même temps, les investisseurs ont pu estimer que les taux courts en euros n'étaient guère susceptibles de s'écarter beaucoup de la trajectoire attendue, compte tenu de

la solidité de l'économie réelle et des signaux émis par les autorités monétaires. Au même moment, aux États-Unis comme dans la zone euro, la volatilité implicite des options sur swaps 10 ans restait faible, ce qui cadrerait avec les attentes concernant les taux longs et leurs déterminants macroéconomiques.

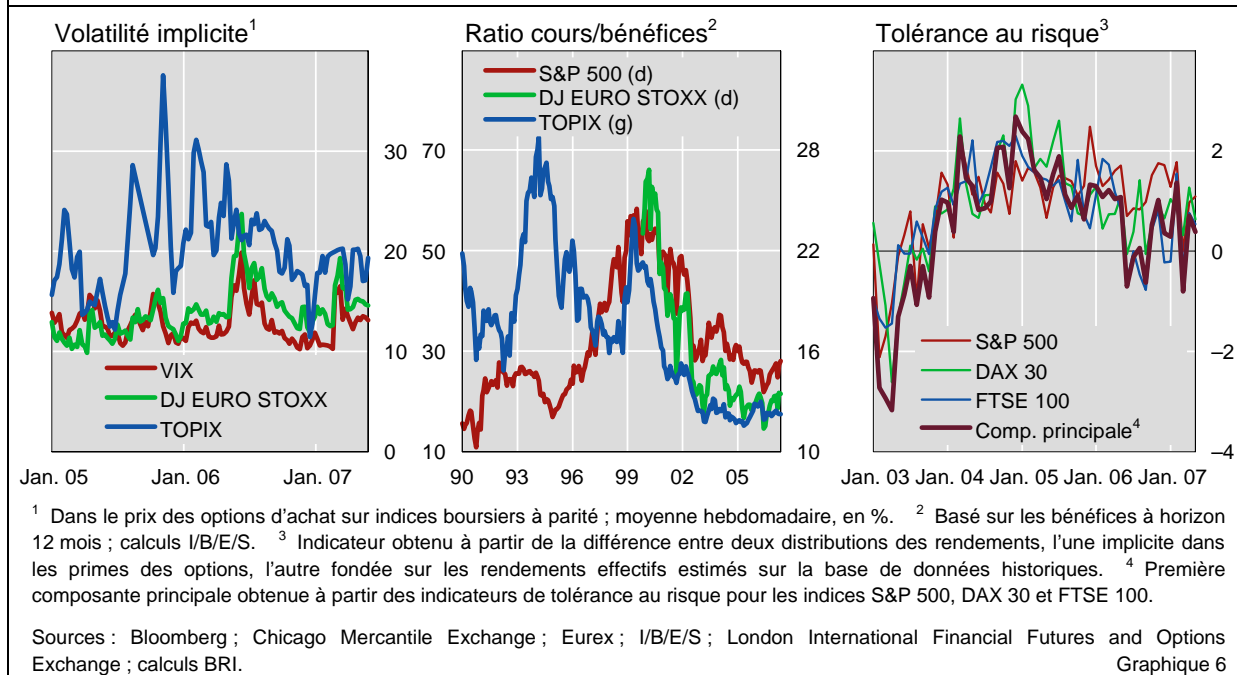
Les marchés d'actions résistent aux turbulences

Aux États-Unis et en Europe, le marché des actions a poursuivi son ascension durant la période, malgré un bref épisode de turbulences fin février. Entre fin février (juste avant le repli) et fin mai, le S&P 500 a gagné 6 % – atteignant un sommet historique de 1 530, le 30 mai –, et le DJ EURO STOXX, 6 %, inscrivant un nouveau maximum de six ans (graphique 5). Par contre, le marché japonais, qui avait pourtant connu un bel essor jusqu'à mi-février, a eu des difficultés à se déterminer.

Amorcé en Chine le 27 février, le repli des actions s'est propagé pour un temps à l'ensemble des places. S'il n'a pas semblé y avoir de facteurs déclenchants bien concrets, les intervenants ont indiqué que les facteurs suivants ont jeté le doute sur la soutenabilité de la croissance américaine : l'allusion de l'ancien président de la Réserve fédérale à la possibilité d'une récession et la publication, aux États-Unis, d'un chiffre de commandes de biens de consommation durables particulièrement décevant. Le marché chinois a cédé 9 % en séance (voir la section relative aux économies émergentes, *infra*), mais s'est vite repris. Le S&P 500 s'est, lui, replié de 5,2 %, tandis que le DJ EURO STOXX et le TOPIX ont cédé 6 % et 8 % respectivement, dans les quatre jours qui ont suivi. Aux États-Unis et en Europe, la volatilité implicite a fait un bond durant le repli, puis est restée élevée encore quelques semaines (graphique 6, cadre de gauche), pour s'atténuer mi-mai, demeurant, toutefois, au-dessus des minimums inscrits mi-février.



Marchés d'actions : volatilité et valorisation



Graphique 6

Ralentissement de la progression des bénéfices...

L'essoufflement de la progression des bénéfices des entreprises a semblé alimenter les doutes des investisseurs quant aux valorisations boursières. Au quatrième trimestre 2006, les bénéfices des entreprises américaines ont augmenté de 12 % (en moyenne pondérée), en retrait notable par rapport à la moyenne de 20 % enregistrée sur les trois premiers trimestres. Au premier trimestre 2007, les deux tiers des entreprises déclarantes ont dépassé les attentes des analystes, qui avaient toutefois été revues quelque peu à la baisse dans les mois qui avaient précédé (graphique 5, cadre de droite). En Europe, la progression attendue des bénéfices par action en 2007 pour les entreprises du DJ STOXX 600 n'était que de 6 % fin mai, contre 15 % en 2006.

Certains indicateurs donnent à penser que le repli de fin février s'explique aussi par la moindre appétence des investisseurs pour le risque. À mesure que leur tolérance au risque diminue, les investisseurs en actions attachent moins d'importance à la possibilité de recevoir une forte rémunération qu'à celle d'éviter une faible rémunération. On peut établir un indicateur approximatif du goût pour le risque à partir des différences dans la répartition statistique des rendements réels des actions et des rendements attendus implicites dans les prix des options (graphique 6, cadre de droite). Or, cet indicateur a fléchi en mars, inscrivant son plus bas niveau depuis fin 2003. Si la tolérance au risque est quelque peu remontée en avril et mai, elle est restée inférieure à la moyenne globale observée depuis début 2005.

...et remontée des cours des actions...

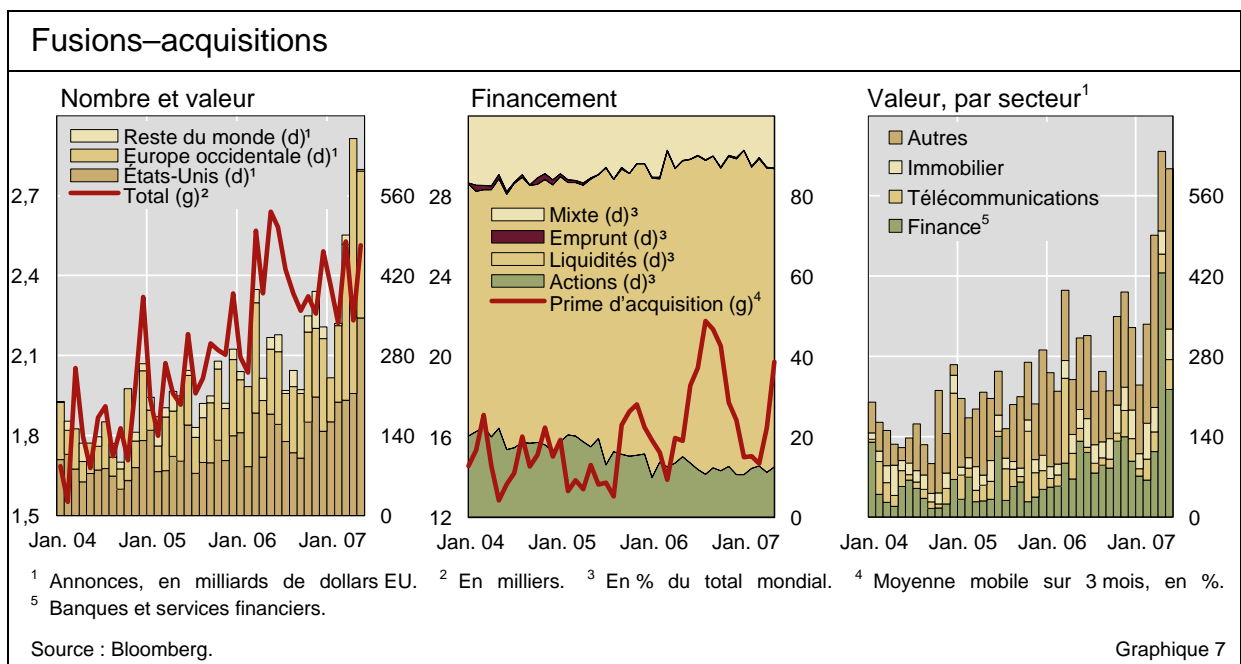
Fin mai, aux États-Unis et en Europe, le marché des actions avait largement refait les pertes accusées durant le repli de février. Le S&P 500 a fini le mois de mars tout près de son niveau d'avant le repli, tout comme le DJ EURO STOXX. Dès le début de mai, les deux indices inscrivait des sommets de six ans, le S&P 500 clôturant la séance du 3 mai au-dessus de 1 500, pour la première fois depuis 2000. Cette remontée s'est produite malgré

des données sur le secteur américain du logement peu encourageantes qui ont parfois déprimé le marché (*infra*). Ainsi, le 13 mars, la Mortgage Bankers Association a annoncé que le taux de défaillance des emprunteurs d'excellente qualité était le plus élevé depuis quatre ans (2,6 % au quatrième trimestre 2006), ce qui a fait chuter les actions bancaires et financières, le S&P 500 cédant 2 % en séance. Mais les marchés ont ensuite bien réagi à la décision de la Fed, le 21 mars, de maintenir ses taux, et surtout à la mention atténuée, dans le communiqué correspondant, d'un probable resserrement.

Contrairement au début de l'année 2000, les valorisations des actions durant la récente phase d'expansion sont restées faibles par rapport à leurs niveaux antérieurs. Avant l'effondrement du marché en 2000, le ratio cours/bénéfices (en termes de bénéfices attendus à horizon 12 mois) des entreprises du S&P 500 et du DJ EURO STOXX avait nettement dépassé 20. Il est ensuite retombé durant la contraction, pour inscrire un plancher de respectivement 14 et 11, mi-2006. Ce ratio est loin d'avoir augmenté autant pendant le récent essor, car la progression généralement forte des bénéfices depuis 2005 a évolué en phase avec les actions. Il s'est accru néanmoins ces derniers mois, en raison des révisions à la baisse des bénéfices prévisionnels (graphique 6, cadre du milieu).

...contribuent à une légère hausse du ratio cours/bénéfices

À l'inverse des États-Unis et de l'Europe, l'essor du marché japonais, qui s'était amorcée en novembre 2006, s'est interrompu durant la période. Fin février, le TOPIX a atteint un pic, à 1 817, avant de terminer la période en retrait de plus de 3 %. La dépréciation du yen et les annonces corroborant le maintien attendu de la croissance américaine ont contribué à stimuler le cours des actions des exportateurs japonais. Toutefois, la crainte que les bénéfices des entreprises soient décevants a semblé décourager les investisseurs.



Les crédits liés
aux rachats
par emprunt
progressent au
premier trimestre

La vague mondiale de fusions–acquisitions et de rachats par emprunt a conservé la même intensité sur la période, favorisant l’essor du marché des actions. La valeur totale des opérations de fusions–acquisitions annoncées aux États-Unis pour 2007, soit \$1 100 milliards à fin mai, est un record pour une période de cinq mois (graphique 7). L’activité a également été soutenue en Europe durant cette période, avec un volume juste au-dessus de \$1 000 milliards, essentiellement attribuable aux secteurs des services bancaires et financiers. Ainsi, l’annonce, le 23 avril, d’une offre de \$91 milliards par Barclays pour ABN AMRO – qui, si elle aboutit, serait la plus grosse opération de services financiers jamais enregistrée – a contribué au pic des annonces mondiales en avril. Lors des précédentes vagues de fusions–acquisitions, les opérations financées par les fonds propres ont eu tendance à déprimer les cours de la société acheteuse, toute plus-value allant essentiellement aux actionnaires de la société-cible (76^e Rapport annuel BRI, chapitre VI). Dans le cas présent, cependant, la part du financement par actions a été plutôt faible : 12 % du volume total au premier trimestre 2007, contre une moyenne supérieure à 50 % lors de la vague de 1998–2000. Les entreprises ont préféré s’endetter pour financer les opérations ; aux États-Unis au premier trimestre 2007, le total des crédits consortiaux destinés à financer des rachats a atteint \$82,3 milliards, soit près du double du montant enregistré le trimestre précédent.

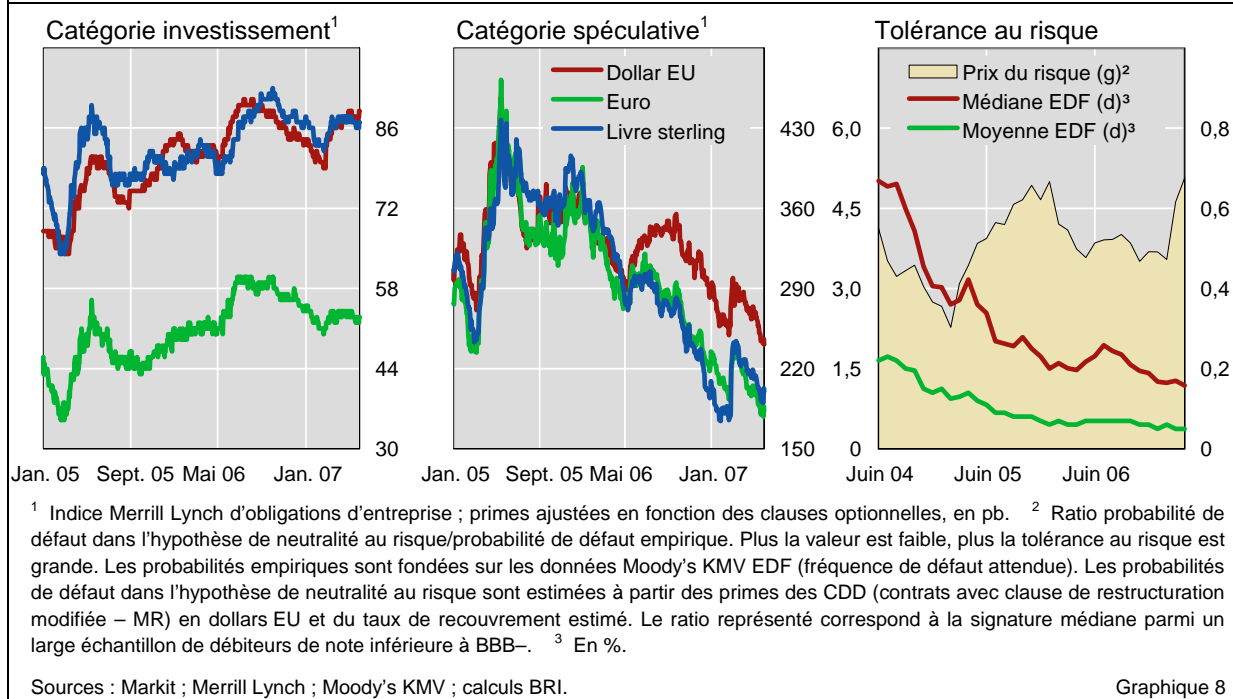
Le marché de la dette est plus long à se redresser

Le marché de la dette s’est redressé, lui aussi, après l’épisode de turbulences de fin février et début mars, un peu plus lentement que les actions, toutefois. Si le compartiment de catégorie investissement n’a été que peu touché, les primes s’élargissant de quelques points de base, les indices obligataires de la catégorie spéculative aux États-Unis et en Europe, qui étaient tombés à des minimums historiques, se sont accrus de plus de 40 pb durant les deux semaines qui ont suivi le repli (graphique 8). Alors que, fin mars, le marché des actions avait largement refait ses pertes, les primes des obligations à haut rendement ont attendu mi-mai sur le segment de l’euro, et même fin mai sur celui du dollar, pour revenir à leurs minimums de mi-février.

Comme pour les actions, la réévaluation du risque sur le marché de la dette en février et mars a semblé, en partie, traduire la moindre tolérance des investisseurs au risque. On estime que le prix d’une « unité » de risque sur un segment particulier correspond, approximativement, au ratio des probabilités de défaut, calculé à partir des primes de risque, sur les estimations modélisées du risque de défaut, tel l’indicateur de fréquence de défaut attendue (EDF) de Moody’s-KMV. Cette mesure de la tarification du risque de crédit a fortement augmenté en mars et avril, période durant laquelle les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) sont restées supérieures à leurs minimums de février, alors même que l’indice EDF continuait de s’orienter lentement à la baisse (graphique 8, cadre de droite). De fait, l’indicateur EDF médian pour l’échantillon de signatures utilisé dans cette analyse a, en avril, inscrit des

La tolérance au
risque diminue
en mars et avril

Prime de risque et tolérance au risque



minimums cycliques sur les segments du dollar EU et de l'euro : respectivement 0,05 % et 0,04 %.

Des difficultés sur le marché des prêts hypothécaires de moindre qualité aux États-Unis peuvent avoir perturbé les investisseurs, contribuant à un climat d'incertitude et à la vague de turbulences. Le taux de défaillance sur les prêts de moindre qualité, qui s'était situé autour de 11 % durant la majeure partie de 2004 et 2005, a atteint 13 % fin 2006, augmentant surtout au quatrième trimestre. En outre, les problèmes semblent surtout concerner les prêts les plus récents, accordés en 2005 et 2006 (graphique 9, cadre de gauche). D'une part, on pourrait supposer que les risques au sens large seront limités, en raison de la taille relativement modeste des segments de moindre qualité et de type Alt-A, qui ensemble représentaient, fin 2006, environ 14 % de l'encours total des prêts hypothécaires américains. D'autre part, la hausse du taux de défaillance avait déjà induit une série de faillites de prêteurs spécialisés dans ce segment et, à partir de novembre 2006, les primes des tranches de catégorie spéculative de titres garantis par des créances (TGC) dans le secteur immobilier se sont sensiblement élargies (graphique 9, cadre du milieu).

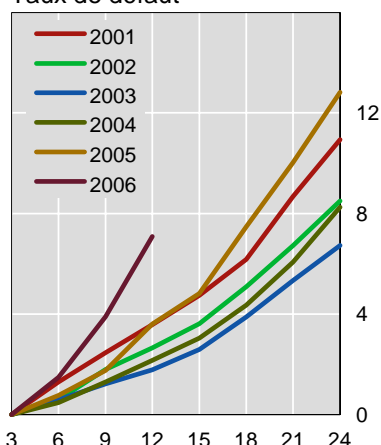
Ces primes se sont quelque peu resserrées entre fin février et fin mai, les conséquences directes des problèmes du secteur de moindre qualité étant apparues plus clairement. Toutefois, les investisseurs se sont aussi de plus en plus inquiétés d'autres retombées d'une poursuite de la détérioration sur les valorisations de titres adossés à des créances elles-mêmes déjà titrisées sous forme de TAA (titres adossés à des actifs). Il est difficile de mesurer exactement où sont concentrés les risques posés par les hypothèques de

Des difficultés sur le marché hypothécaire aux États-Unis...

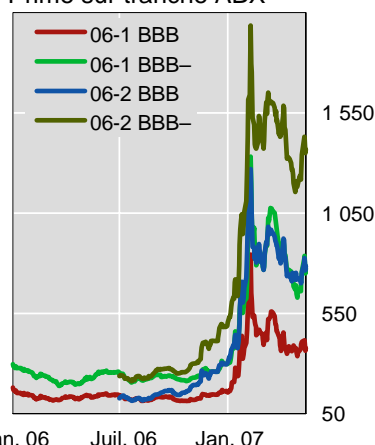
...affectent la valorisation des titres collatéralisés

États-Unis : prêts hypothécaires de qualité inférieure

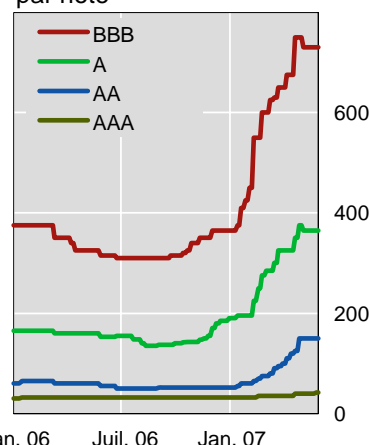
Taux de défaut¹



Prime sur tranche ABX²



Prime sur tranches TGC³, par note



¹ Taux de défaut (60 jours et plus) sur les hypothèques de qualité inférieure, par année d'émission, en %. En abscisse : nombre de mois après l'émission. ² Indice JPMorgan Chase de fonds de créance à paiements variables référencés sur prêts d'extraction immobilière ; prime de clôture (dernière définition de l'indice), en pb. ³ Prime par rapport au Libor sur tranches de TGC adossés à des tranches intermédiaires (*mezzanine*) de TAA, en pb.

Sources : JPMorgan Chase ; LoanPerformance.

Graphique 9

moins qualité et Alt-A sur le marché des titres collatéralisés. Les estimations effectuées à partir des données individuelles disponibles indiquent que les TAA (de tous types) représentent environ un tiers du total des TGC au comptant. Selon les estimations du secteur, l'exposition aux hypothèques de moindre qualité est substantielle. Les primes des tranches de titres adossés à des tranches *mezzanine* de TAA se sont nettement élargies fin janvier 2007, signe que les investisseurs ont estimé plus probable une détérioration importante des nantisements sous-jacents (graphique 9, cadre de droite).

Les primes des entreprises à haut rendement sont reparties à la baisse mi-avril, les investisseurs semblant rassurés par la publication de bénéfices meilleurs qu'escompté aux États-Unis et d'indicateurs macroéconomiques généralement positifs en Europe. Malgré la vague de fusions-acquisitions et de crédits liés aux rachats par emprunt au premier trimestre, les primes des obligations à haut rendement sur les segments du dollar EU et de l'euro ont fini la période à quelques points de base en dessous de leurs minimums de mi-février. Cela étant, les marchés de la dette ne sont pas tous revenus à leurs niveaux d'avant le repli. Contrairement au marché au comptant, les indices des primes des CDD de catégorie spéculative en dollars EU et en euros ont terminé en hausse notable par rapport à mi-février.

Le dynamisme des émissions de titres collatéralisés et autres produits structurés a aussi contribué à soutenir les valorisations sur le marché de la dette au sens large. Au premier trimestre 2007, le volume mondial s'est établi à \$251 milliards, inscrivant ainsi un record historique. Si le total des émissions de TGC au comptant en dollars EU a ralenti, celui des TGC adossés à des TAA a atteint \$58 milliards, contre \$48 milliards trois mois plus tôt. Plus significatif encore, les émissions de TGC synthétiques de catégorie

Les émissions de TGC synthétiques progressent bien au premier trimestre

investissement, ou TGC adossés à des CDD, ont inscrit le record de \$121 milliards au premier trimestre, contre \$92 milliards au trimestre précédent. Les TGC synthétiques génèrent des rendements grâce à la vente de CDD, le plus souvent sur des signatures de catégorie investissement. Les émissions de ces instruments ont, depuis mi-2006, coïncidé avec un découplage entre la prime des CDD et celle des obligations d'entreprise équivalentes sur les segments du dollar EU et de l'euro. Après le repli du marché de la dette en mars 2005, la prime des CDD de catégorie investissement s'est resserrée presque sans interruption jusqu'à mi-février 2007, alors que la prime des obligations d'entreprise équivalentes n'a guère varié dans l'ensemble.

Vif rebond des marchés émergents

Poursuivant une tendance observée depuis quelque temps, les primes sur les marchés émergents se sont resserrées, inscrivant de nouveaux minimums, et les cours des actions ont encore progressé durant la période (graphique 10, cadres de gauche et du milieu). L'indice EMBI Global est revenu de 175 à environ 150, et les primes des CDD ont aussi légèrement diminué. Dans le même temps, l'indice MSCI des actions des économies émergentes a gagné 7 %, portant à 10 % la hausse totale enregistrée depuis fin 2006.

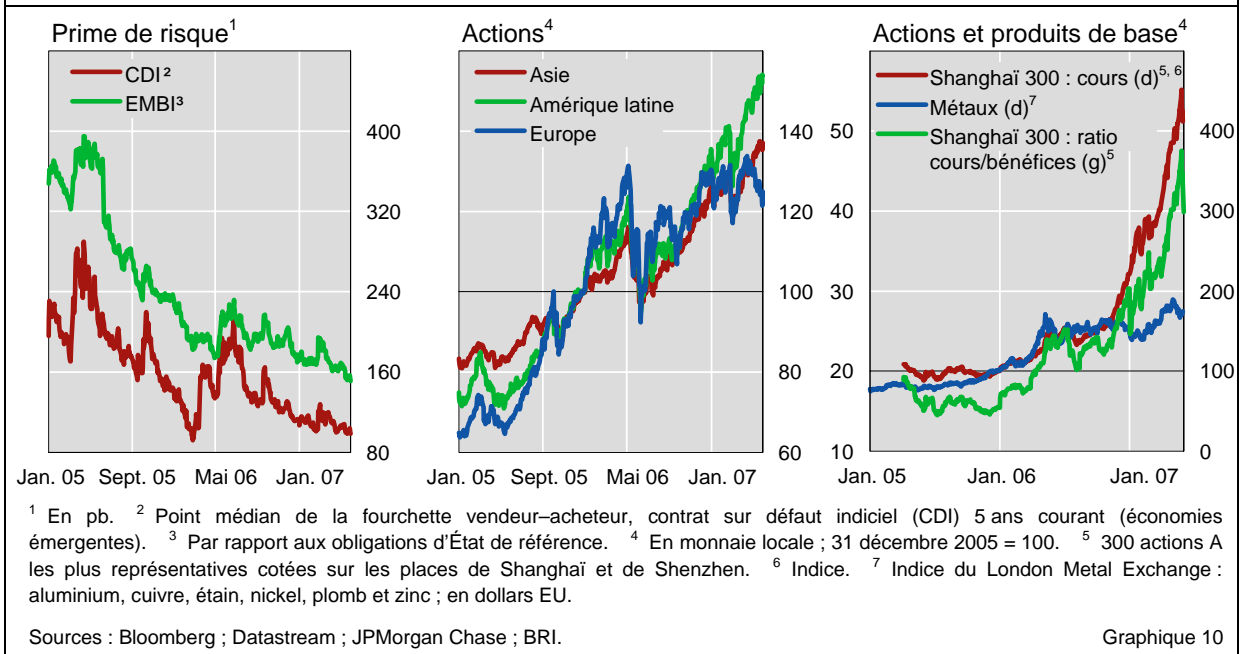
Les primes sur les marchés émergents inscrivent de nouveaux minimums

Si la tendance a été globalement positive durant les trois derniers mois, ces marchés se sont eux aussi contractés fin février et début mars. Les primes des obligations et des CDD se sont accrues de 20–25 pb dans la semaine qui a suivi le 26 février, et les actions ont perdu quelque 10 %. Si le repli était sans doute essentiellement imputable aux préoccupations relatives à l'économie américaine, un des facteurs déclenchants immédiats semble avoir été une chute de 9 % de l'indice boursier de Shanghai, le 27 février, elle-même due à une exacerbation des craintes que les autorités chinoises ne prennent des mesures visant à modérer ce que certains avaient décrit comme des conditions de bulle boursière. Des signes de surévaluation étaient clairement présents dans les ratios cours/bénéfices, qui ont atteint des niveaux historiquement élevés (graphique 10, cadre de droite). Mi-mai, l'instauration de mesures de modération de l'activité – dont un relèvement des taux d'intérêt, une augmentation du coefficient des réserves obligatoires et un élargissement de la marge de fluctuation de la monnaie – n'a guère entamé la confiance des investisseurs, qui ont propulsé l'indice boursier de Shanghai à de nouveaux sommets, la seconde quinzaine de mai. L'adoption de mesures visant à limiter la spéculation, sous la forme d'un triplement du droit de timbre sur le négoce d'actions, a toutefois entraîné, le 30 mai, une chute de presque 7 % de l'indice, qui a continué de baisser les jours suivants.

Tandis que les investisseurs avaient vite surmonté les préoccupations suscitées par le repli de février–mars, l'attention était toujours tournée vers la Chine. L'économie chinoise a poursuivi son expansion à un rythme rapide, enregistrant une accélération du PIB de 11 % au premier trimestre 2007. Ces bons résultats ont généralement reçu l'accueil favorable des investisseurs, pour qui cette évolution et la rapide croissance en Inde et dans d'autres

Les effets du repli s'estompent rapidement

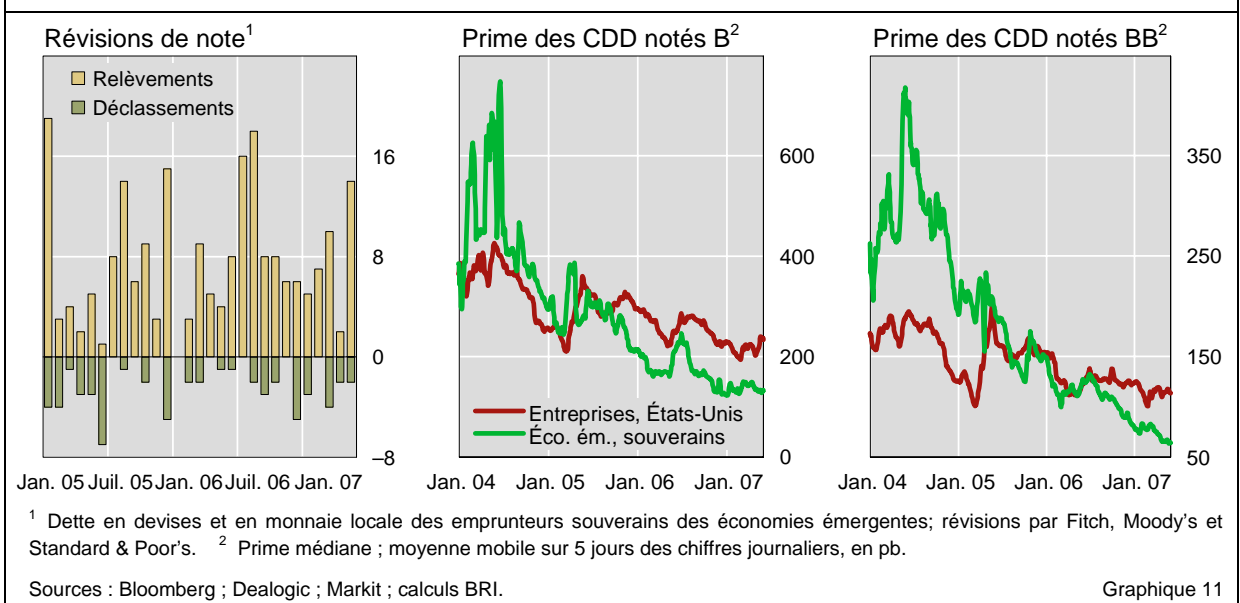
Marchés émergents : cours des actions et prime sur la dette souveraine



Le dynamisme de l'activité en Chine est positif pour les économies émergentes

économies émergentes compensaient en partie le ralentissement de l'activité aux États-Unis. En outre, la poursuite de la vive expansion de l'économie chinoise a été considérée comme positive pour plusieurs économies émergentes, en particulier les producteurs de matières premières dont la Chine est consommatrice. Cela a surtout été vrai pour les producteurs de métaux comme le nickel, l'étain et le plomb, dont le prix a inscrit de nouveaux sommets durant la période (graphique 10, cadre de droite). En conséquence, la publication, fin avril, des chiffres du PIB chinois a fait monter les cours des actions, notamment en Afrique du Sud et dans les pays d'Amérique latine producteurs de matières premières.

Révisions de note et primes de risque



Globalement, pour les investisseurs, les perspectives des économies émergentes sont restées positives, grâce à la bonne tenue de leurs résultats économiques et à la solidité de leurs soldes budgétaires. En outre, les rehaussements de note ont continué de dépasser les déclassements (graphique 11, cadre de gauche), favorisant encore les prix des actifs.

Comme dans le passé récent, des cas isolés de turbulences n'ont guère eu d'incidence sur les prix des actifs dans l'ensemble du monde émergent. En Turquie, les cours des actions ont chuté, les rendements se sont tendus et la monnaie s'est dépréciée fin avril, en raison de la montée des inquiétudes des investisseurs concernant la situation politique, suite aux troubles liés au processus de sélection d'un nouveau président. Au Venezuela, les primes ont augmenté quand l'intention du pays de se retirer du FMI a été rendue publique, ce qui a fait craindre la possibilité d'un défaut technique sur les obligations vénézuéliennes. Pourtant, de tels épisodes n'ont guère eu de répercussions hors frontières et, plus généralement, au sein du monde émergent.

Si l'amélioration des résultats économiques a contribué à cette évolution favorable durant les deux derniers mois, la grande tolérance des investisseurs au risque a, elle aussi, semblé jouer un rôle important. Même par comparaison au dynamisme du marché de la dette des économies avancées, la performance du monde émergent a été remarquable. Les primes des CDD sur signatures souveraines sont restées inférieures à celles demandées aux entreprises américaines dans la même catégorie de notation, et cette différence s'est encore creusée durant la période (graphique 11, cadres du milieu et de droite). Si un tel phénomène peut être imputable à une modification de l'évaluation par les investisseurs du risque relatif de la dette des économies émergentes par rapport aux entreprises américaines, il est possible que l'engouement pour les signatures émergentes ait joué un rôle. La vive remontée des prix des actifs des économies émergentes après le repli donne à penser que la propension des investisseurs à assumer le risque est restée forte et que la confiance du marché n'a pas été facilement ébranlée, même par les amples fluctuations des prix des actifs.

La grande tolérance
au risque dans les
économies
émergentes...

...n'a pas été
ébranlée par
le repli