

## 1. Vue d'ensemble: les marchés voient-ils au-delà du ralentissement?

Les modifications du sentiment du marché ont été particulièrement marquées au cours des premiers mois de 2001. S'il était évident qu'un ralentissement sensible de l'économie américaine avait commencé, les intervenants se montraient hésitants quant à sa durée et son ampleur probables, son degré de propagation, notamment en Europe, ainsi que sur ses implications pour les résultats des entreprises et la qualité du crédit. Les réductions de taux opérées par la Réserve fédérale des États-Unis en dehors de ses réunions périodiques ont stimulé les marchés dans leur ensemble, tandis que les avertissements émis par les sociétés au sujet de leurs profits ont généralement pesé sur les cours des actions. En avril, les investisseurs semblaient se rallier à l'idée d'un bref ralentissement et, au-delà, envisager un redressement vigoureux des bénéfices des entreprises.

Sur les marchés des titres à revenu fixe, par comparaison, les intervenants ont paru moins versatiles. Avec la baisse des taux courts dans un contexte d'anticipations de reprise imminente, les courbes des rendements du dollar EU comme de l'euro ont eu progressivement tendance à s'accroître et les marges de crédit à se contracter. Les conditions favorables qui en sont résultées pour les obligations à long terme ont entraîné un retour en force des signatures d'entreprises de second rang. Quelques emprunteurs des marchés émergents sont également réapparus. Une grande partie des fonds collectés ont servi à rembourser des emprunts bancaires et émissions de papier commercial du dernier trimestre 2000.

Les banques internationales n'ont généralement pas recyclé ces remboursements sous forme de nouveaux prêts. Après avoir satisfait, non sans réticence, les besoins de financement à court terme des emprunteurs de second rang à la fin de 2000, les banques se sont abstenues d'octroyer des crédits, les prêts consortiaux notamment s'inscrivant en fort repli. Les émissions nettes de papier commercial, qui s'appuient habituellement sur des facilités bancaires, ont été faibles sur le marché international et se sont contractées aux États-Unis.

## Les retournements de tendance ébranlent les marchés des actions

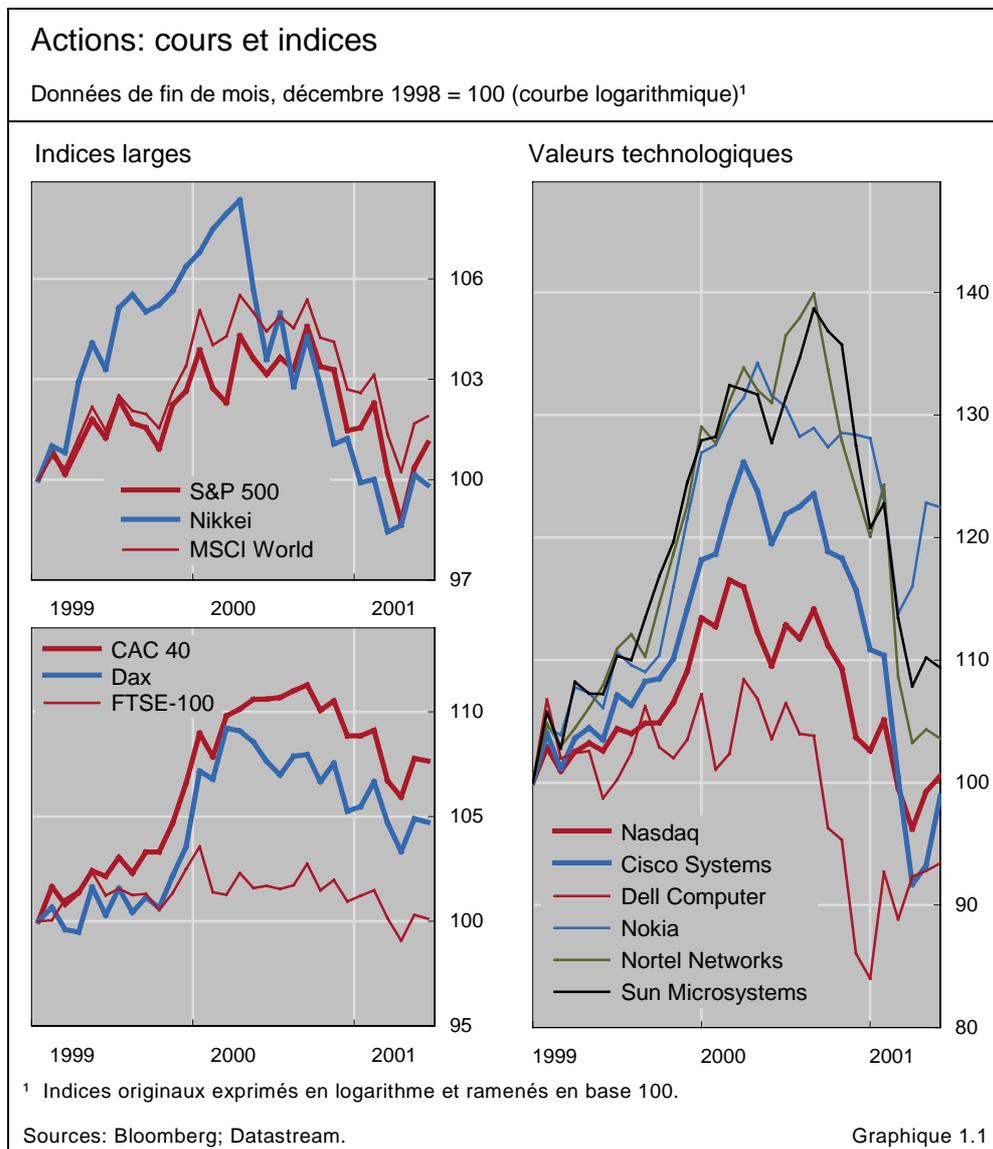
Les premiers mois de 2001 ont vu la poursuite de la correction générale des cours des actions, commencée environ un an plus tôt. Après avoir cédé 13% d'avril à décembre 2000, le MSCI World Index a fléchi de 5% de janvier à mai (graphique 1.1). Les valeurs technologiques ont été les plus touchées, le Nasdaq ayant en effet perdu 15% sur les cinq premiers mois de 2001, soit une baisse cumulée de 45% depuis avril 2000.

Tandis que la plupart des grandes places ont évolué de concert pendant les premiers mois de 2001, celle de Tokyo a fait cavalier seul. Le retour de facto à une politique de taux zéro, en mars, et l'arrivée d'un nouveau gouvernement, le mois suivant, ont eu un effet stimulant, de sorte que le Nikkei a bondi de 15% en mars-avril, éclipasant les autres indices nationaux.

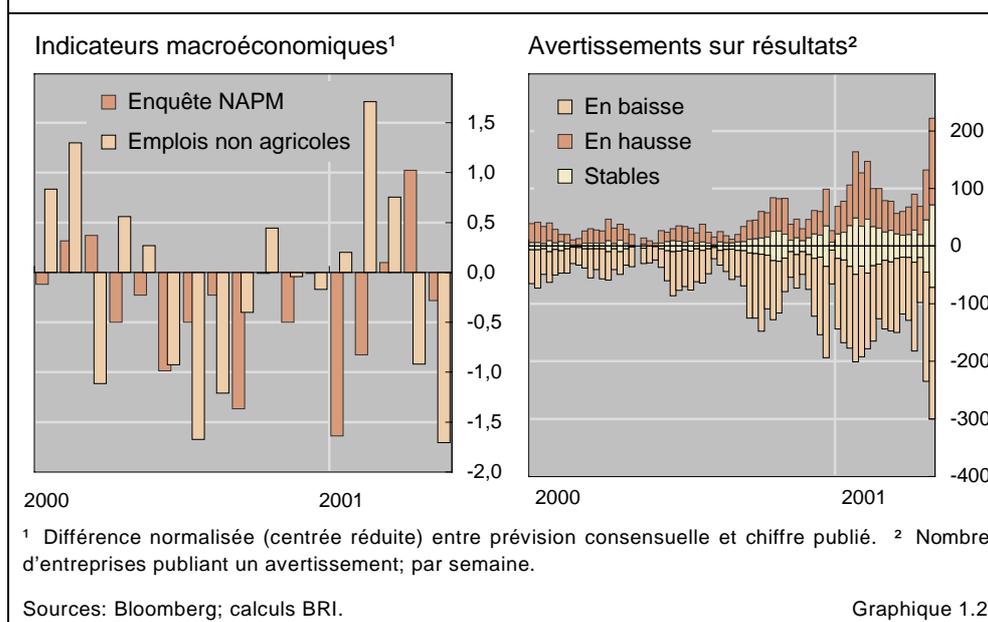
Le fléchissement général des cours ne s'est pas fait de manière continue. Des retournements brusques et amples se sont produits, les investisseurs, optimistes en janvier, sombrant dans le pessimisme en février-mars, pour

Poursuite de la correction des cours des actions ...

... interrompue par des accès d'optimisme



## États-Unis: effet d'annonce sur le marché des actions



retrouver ensuite leur allant puis se décourager de nouveau à la mi-mai. Les accès d'optimisme ont coïncidé avec des réductions-surprises des taux directeurs et les crises de pessimisme avec des nouvelles sur les bénéfices des entreprises et l'évolution macroéconomique.

Les périodes de doute des marchés ont été marquées par la perplexité des investisseurs devant la sensibilité des bénéfices des entreprises aux performances de l'économie mondiale. L'avalanche des avertissements sur résultats en février-mars a donné à penser que la diminution des profits était plus forte que les investisseurs ne le prévoient, notamment dans le secteur de la technologie (graphique 1.2). En mai, l'une de ces mises en garde, lancée par Sun Microsystems, a déclenché une cascade de baisses. Le ralentissement économique a mis en évidence deux points faibles des entreprises de ce secteur. Premièrement, elles avaient surestimé la demande concernant leurs produits et réalisé trop d'investissements de développement, d'équipement et sous forme de stocks. Deuxièmement, leurs processus de production sont caractérisés par des coûts fixes élevés et des coûts variables bas. Ainsi, avec un levier d'exploitation aussi important, les réductions de production consécutives à la chute des ventes ne se sont pas traduites par des diminutions proportionnelles des coûts. Pour ces deux raisons, les entreprises du secteur technologique ont généralement annoncé des corrections de résultats plus prononcées que dans les autres secteurs.

Les périodes de dynamisme des marchés ont mis en évidence l'influence des réductions-surprises des taux directeurs. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé, à deux reprises, une baisse de 50 points de base du taux-objectif des fonds fédéraux en dehors des réunions périodiques du Comité fédéral de l'open market (CFOM). Le caractère inattendu de ces deux décisions, le 3 janvier puis le 18 avril, a entraîné un redressement général des

Des leviers d'exploitation importants affectent les bénéfices

Les marchés des actions font bon accueil aux initiatives de politique monétaire inattendues ...

marchés (tableau 1.1); les annonces de trois autres initiatives analogues n'ont pas eu les mêmes effets car elles coïncidaient avec ces réunions. Le 19 mars, la Banque du Japon a indiqué qu'elle allait adopter une stratégie d'«assouplissement quantitatif», ce qui revenait de facto à renouer avec la politique de taux zéro. En réponse à ce changement de cap imprévu, le Nikkei a gagné 7% lors de la séance de négociation suivante. Les investisseurs ont apparemment considéré ces actions-surprises comme des signaux marquant la volonté des banques centrales de relancer leur économie. D'autres assouplissements, non anticipés, ne semblent pas avoir été perçus de la même manière et ont donc eu un impact plus faible. Le 10 mai, par exemple, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont abaissé leur taux directeur, presque sans avertissement préalable, mais les marchés n'y ont guère prêté attention. Il convient de noter, cependant, que rien n'indiquait que ces banques centrales cherchaient ainsi à influencer les prix des actifs.

... mais restent sceptiques autrement

Les périodes d'emballlement des marchés ont également révélé un optimisme constant au sujet des perspectives des entreprises au-delà du ralentissement en cours, les intervenants étant prompts à voir plus loin sous la forme d'un redressement des bénéfiques. On en veut pour illustration la tendance des investisseurs en actions à se satisfaire de la simple absence de mauvaise nouvelle. Le 4 avril, par exemple, lorsque l'entreprise Dell Computer a annoncé qu'elle serait en mesure d'atteindre ses estimations de bénéfices, largement revues en baisse, le Nasdaq Composite a grimpé de 9% et le MSCI World Index de 3% en une seule séance. En d'autres temps, ce genre d'informations aurait entraîné un recul des cours, les marchés s'attendant à des chiffres supérieurs aux estimations. En avril 2001, les intervenants étaient de plus en plus convaincus que le ralentissement général serait bref et que la reprise rétablirait une expansion vigoureuse des bénéfiques. De fait, l'embellie du marché, ce mois-là, a stimulé les ratios cours/bénéfices du S&P 500, qui ont

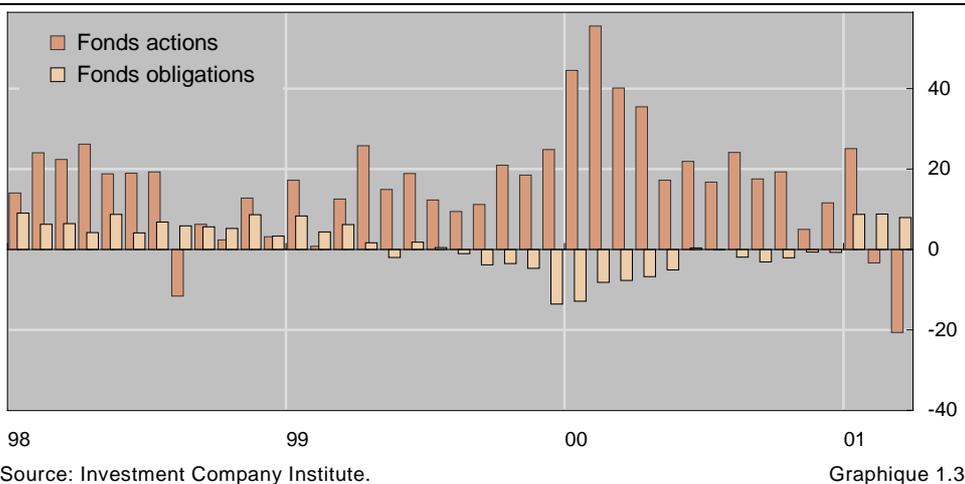
Les anticipations d'une reprise rapide font monter les ratios cours/bénéfices

Réduction du taux directeur et cours des actions en 2001				
Date	Réduction du taux directeur		Cours des actions	
	Autorité monétaire	Ampleur (en points de base)	Indice boursier	Variation (en %) sur une séance
3 janvier	Réserve fédérale	50	Nasdaq	14,2
31 janvier	Réserve fédérale	50	Nasdaq	- 2,3
8 février	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	- 0,3
1 <sup>er</sup> mars	Banque du Japon	10	Nikkei	- 3,3
19 mars	Banque du Japon	15	Nikkei	7,5
20 mars	Réserve fédérale	50	Nasdaq	- 4,8
5 avril	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	1,6
18 avril	Réserve fédérale	50	Nasdaq	8,1
10 mai	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	1,2
10 mai	Banque centrale européenne	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15 mai	Réserve fédérale	50	Nasdaq	0,2

Tableau 1.1

## États-Unis: fonds communs de placement

Flux nets mensuels, en milliards de dollars EU



atteint 27 fois leurs niveaux des douze derniers mois, soit pratiquement deux fois leur moyenne historique. Les valeurs technologiques ont été portées par un engouement encore plus grand, le Nasdaq affichant un ratio six fois supérieur à celui du S&P 500.

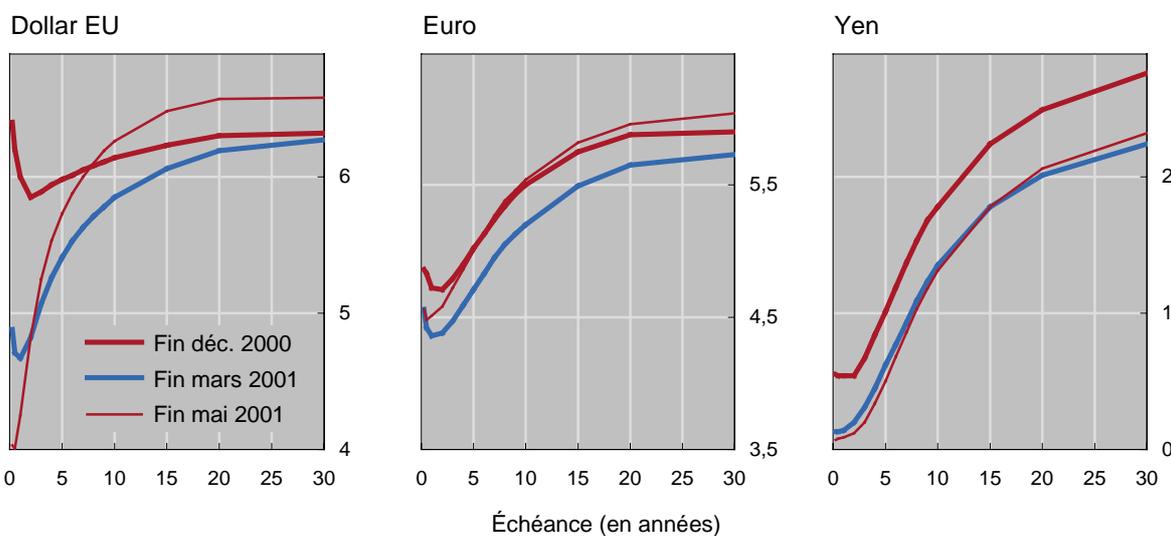
Une caractéristique intéressante de la période sous revue réside dans la rapidité inhabituelle avec laquelle les investisseurs en fonds communs de placement américains ont réagi aux performances du marché. Pour la première fois depuis le moratoire sur la dette russe en août 1998, ils se sont désengagés des fonds en actions. Lors de la baisse des cours de février-mars, \$24 milliards de retraits ont ainsi été effectués en deux mois (graphique 1.3), que les investisseurs ont transférés vers des fonds obligataires ou monétaires.

### Les courbes des rendements dénotent un optimisme grandissant

La pente des courbes dollar et euro s'est progressivement accentuée au début du premier semestre 2001, du fait essentiellement des baisses des taux courts plutôt que des hausses dans le long terme (graphique 1.4). Alors que les taux longs ont fortement fléchi en mars, la morosité des marchés des actions commençant à peser sur les obligations, la tendance s'est inversée en avril, à l'idée qu'un ralentissement aux États-Unis ou en Europe serait relativement bref. L'inclinaison de la courbe dollar pour les échéances supérieures à un an témoignait alors de la confiance dans la capacité des réductions de taux directeurs à relancer la croissance. En revanche, la hausse des taux longs était sans doute révélatrice aussi des préoccupations vis-à-vis du risque d'inflation.

## Courbes des rendements sur contrats d'échange de taux

En %



Graphique 1.4

L'évolution de la courbe pour les échéances courtes a suivi de près celle de l'opinion du marché au sujet des réponses des autorités monétaires au ralentissement de l'économie. L'inclinaison marquée pour les échéances moyennes a été inhabituelle, dans la mesure où, lors des précédentes périodes de détente monétaire, les primes de risque avaient généralement laissé la courbe relativement plate. Elle suggère l'absence de telles primes, preuve que les anticipations sont restées empreintes d'une grande confiance. En janvier-février, les courbes ont intégré la perspective d'une détente monétaire aux États-Unis et dans la zone euro, avec une baisse des taux directeurs s'achevant fin 2001. À la mi-mai, la pente descendante pour les échéances courtes avait quasiment disparu. Dans le cas de la courbe dollar, cette stabilisation a été due à la politique déterminée de réduction des taux menée par la Réserve fédérale: les marchés se sont montrés prêts à attendre l'évolution des statistiques macroéconomiques avant de prendre en compte de nouvelles baisses des taux dans la courbe des rendements.

Dans la zone euro, où l'accentuation de la pente a été de toute façon moins prononcée, deux phases sont apparues. De février à début mai, les anticipations d'une stratégie de l'Eurosystème analogue à celle de la Réserve fédérale ont peu à peu disparu, provoquant une hausse progressive et un aplatissement de la courbe prévisionnelle des taux courts. Après la réduction-surprise des taux directeurs le 10 mai, le marché a revu à la baisse ses perspectives pour les taux courts euro, mais les taux longs sont restés quasiment inchangés.

Les faibles primes de risque intégrées dans les courbes dénotent une grande confiance

Quel que soit le scénario de croissance, les marchés soutiennent le dollar

Sur les marchés des changes, les cambistes ont trouvé des raisons de soutenir le dollar EU en présence de scénarios optimistes ou pessimistes. Une reprise en V rapide devait aboutir à une expansion vigoureuse du PIB et de la productivité ainsi qu'à un rebond des cours des actions aux États-Unis, rétablissant les facteurs qui ont soutenu le dollar face aux autres monnaies ces deux dernières années. Paradoxalement, un ralentissement de l'économie plus prolongé pouvait également paraître bénéfique au dollar, du fait de son statut de monnaie refuge et de l'idée qu'il en résulterait ailleurs une croissance encore plus lente et des rendements plus faibles. En conséquence, l'euro est revenu de \$0,94 à moins de \$0,88 en mars, alors qu'au même moment les places boursières américaines (et autres) renouaient avec leurs creux récents. Pourtant, lorsque tous les marchés des actions se sont redressés en avril-mai, le dollar s'est maintenu dans une fourchette de 0,88-0,90 contre euro, puis s'est encore apprécié.

### Les investisseurs en obligations d'entreprises voient au-delà du ralentissement, mais les banques se montrent prudentes en matière de prêts

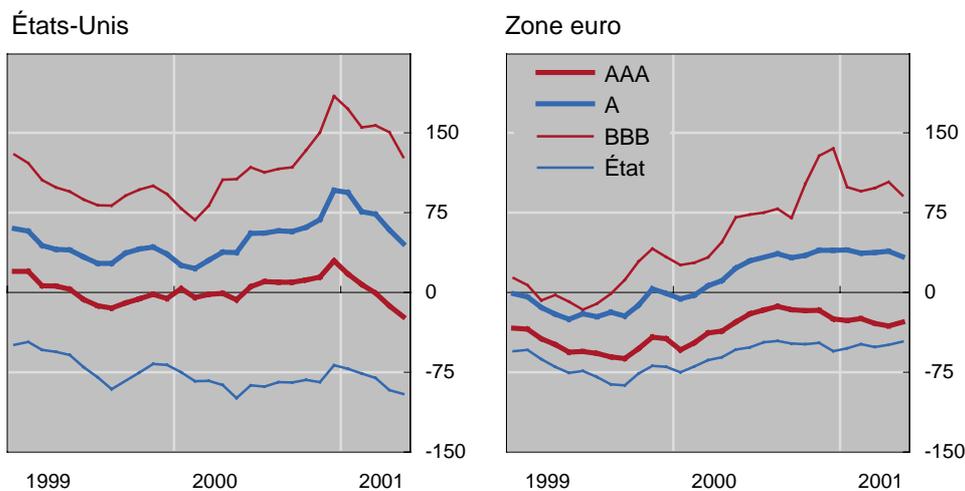
Alors que les investisseurs avaient du mal à prévoir la rentabilité des actions, ils ont semblé moins versatiles pour les obligations d'entreprises et ont opté pour une attitude assez optimiste à l'égard de la croissance et des conditions de crédit. Il faut y voir en partie le fait que les marchés obligataires avaient davantage pris en compte des perspectives de croissance négatives dans les derniers mois de 2000. Dès la crise financière de l'automne 1998, en effet, ils avaient commencé à intégrer des anticipations d'augmentation du risque de crédit. C'est pourquoi la détérioration des attentes en matière de profits, même lorsqu'elle a été confirmée par des avertissements sur résultats, a eu un impact moins marqué sur l'obligataire que sur les actions.

Les marges de crédit s'amenuisent, ce qui contribue à la baisse du coût global du crédit ...

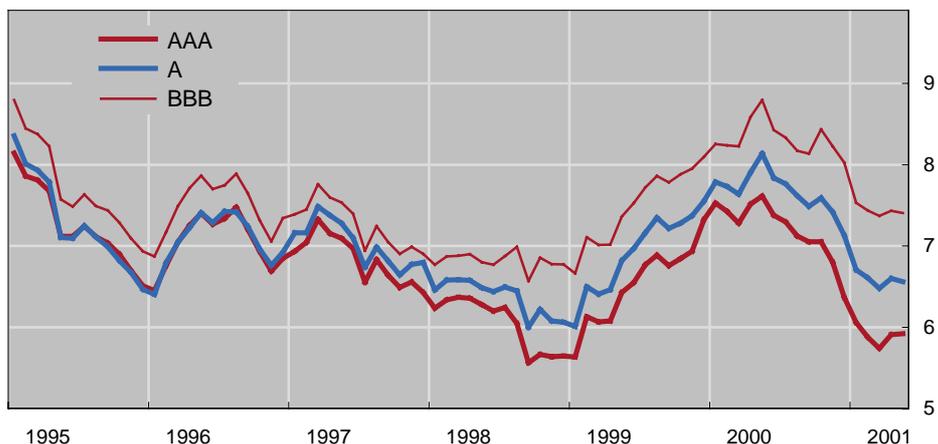
Les marges de crédit pour les entreprises se sont nettement contractées pour la plupart des catégories d'emprunts, en janvier et de manière plus modérée par la suite (graphique 1.5). Alors qu'elles n'ont pas fléchi aussi régulièrement pour les titres à haut rendement et que, pour d'autres, leur resserrement les a simplement ramenées à leurs niveaux de la mi-2000, le fait que les taux correspondants des opérations sans risque ont également baissé indique que le coût total du crédit aux entreprises a fortement diminué au premier trimestre 2001. Les indices Merrill Lynch des rendements A et BBB sont revenus respectivement à environ 6,5% et 7,5%, chiffres sans précédent depuis le premier semestre 1999. Pour certains emprunteurs, et notamment les sociétés de télécommunications, les rendements ont cependant été bien supérieurs sur le marché secondaire que pour d'autres bénéficiant de la même notation. De plus, les marges ont atteint un niveau très élevé par rapport à leurs valeurs absolues. Celles des catégories A et BBB vis-à-vis des contrats d'échange en dollars EU se sont maintenues à des niveaux enregistrés seulement deux fois au cours des dix dernières années: au début de 1991 et, brièvement, à l'automne 1998.

## Obligations d'État et d'entreprises: écart de rendement<sup>1</sup>

Chiffres de fin de mois



Pour mémoire: historique des rendements aux États-Unis<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Entre indice obligataire et contrat d'échange 10 ans, en points de base. <sup>2</sup> En %.

Sources: Bloomberg; Merrill Lynch; données nationales.

Graphique 1.5

De manière assez inhabituelle, le resserrement des marges a coïncidé avec la poursuite du repli des cours des actions pendant la plus grande partie du premier trimestre. Cela ne signifie pas nécessairement, toutefois, que le marché obligataire prévoyait une diminution des probabilités de défaillance au moment même où le marché des actions revoyait à la baisse ses prévisions de résultats des sociétés. Selon les chiffres de Moody's, en effet, 7,5% des émetteurs de la catégorie spéculative se sont retrouvés en situation de défaillance entre mai 2000 et avril 2001 et le nombre des déclassements a dépassé de 2% les rehaussements. Moody's prévoit actuellement que, pour cette catégorie spéculative, le taux de défaillance atteindra 10% sur l'ensemble de 2001. Si cette prévision se vérifie, ce taux serait le plus fort depuis 1991, où il avait légèrement dépassé 10%.

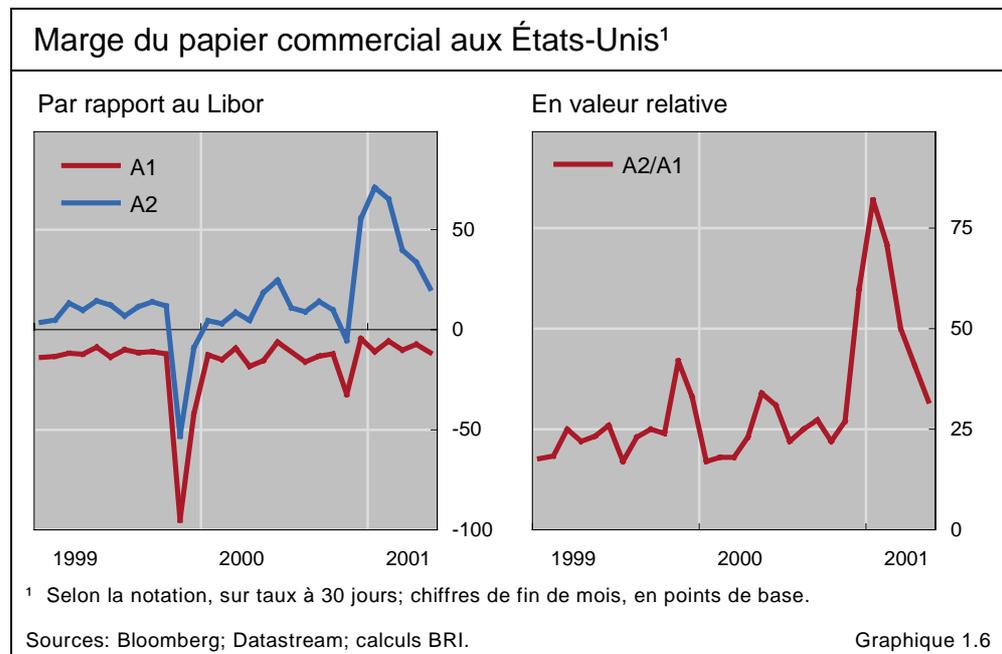
... en dépit du repli des cours des actions et de l'augmentation des taux de défaillance ...

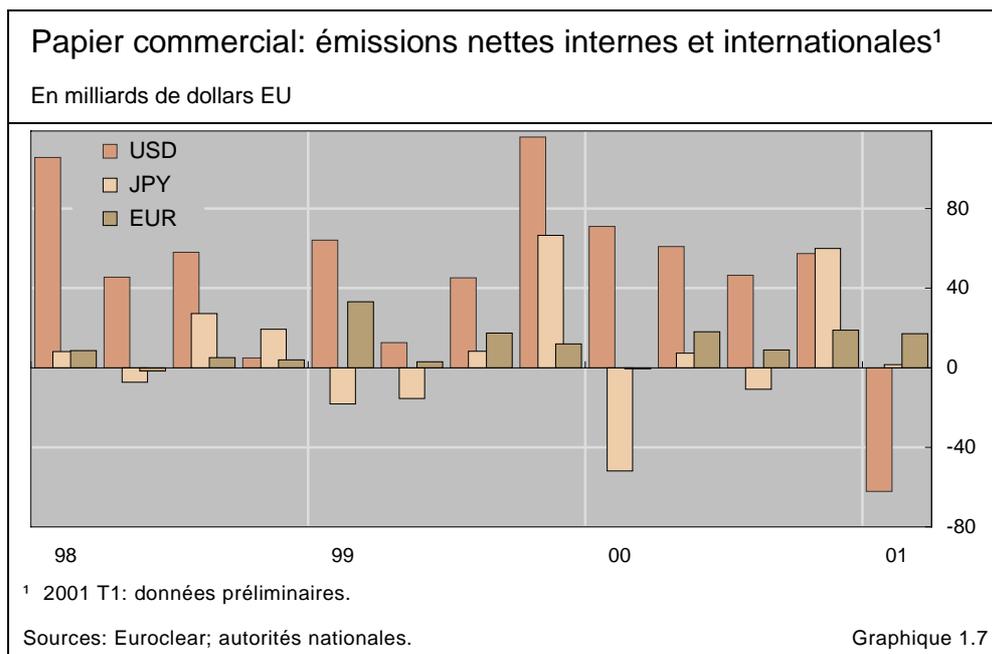
... alors que les investisseurs sont devenus plus tolérants à l'égard du risque de crédit

En fait, la contraction des marges pour les entreprises s'explique en partie par le désir renouvelé des investisseurs de renforcer leur exposition au risque de crédit. Aux États-Unis, un autre facteur réside dans la diminution de la prime de rareté associée aux titres d'État, par suite des progrès réalisés par le nouveau gouvernement dans la mise en œuvre d'une politique budgétaire visant à réduire l'encours de la dette plus lentement que le marché ne l'a prévu. Le recul du marché des actions en février-mars n'a donc pas été lié à un mouvement de «recherche de la qualité» comme à l'automne 1998 ou, dans une moindre mesure, lors du passage à l'an 2000. Plutôt que d'échanger leurs titres à risque de tous types contre des obligations d'État comme par le passé, de nombreux investisseurs, y compris les détenteurs de parts de fonds communs de placement américains, semblent avoir cette fois délaissé les actions pour des obligations d'entreprises (graphique 1.3).

Les signatures de second rang réagissent rapidement par des émissions à long terme

Le regain d'intérêt pour les obligations d'entreprises a contribué, au premier trimestre, à la forte augmentation des émissions à long terme inférieures à AAA (section 3). L'incitation à lancer des opérations a été d'autant plus vive que les émissions d'actions n'ont guère suscité d'enthousiasme. Compte tenu de l'ampleur et de l'instabilité persistantes des marges du papier commercial (graphique 1.6) et de la réserve manifestée par les banques, de nombreuses entreprises ont profité de leur accès retrouvé aux marchés obligataires pour réduire leur encours de papier commercial et de dette bancaire. Les sociétés de télécommunications, aux prises avec un endettement important lié à l'acquisition de licences et à la nécessité de développer ou de moderniser leurs réseaux, ont tiré rapidement parti de l'amélioration des conditions de financement.





Contrairement aux investisseurs en obligations, les banques ont fait preuve de prudence avant de consentir de nouveaux prêts dans les premiers mois de 2001. Elles s'étaient retrouvées à la tête d'expositions non souhaitées vers la fin de 2000, lorsque de nombreux emprunteurs avaient été dans l'incapacité de refinancer leurs crédits-relais sur l'obligataire pendant que d'autres sollicitaient leurs lignes de soutien bancaires. Si la reprise du marché des obligations d'entreprises a permis le remboursement d'une partie de ces emprunts en 2001, les banques ont été réticentes à prêter, en raison de la détérioration de la qualité de crédit des emprunteurs. Les nouvelles opérations de crédits consortiaux internationaux ont régressé de 20% en termes corrigés des variations saisonnières, avec une baisse particulièrement marquée du volume des lignes de soutien d'émissions de papier commercial (encadré page 23). Des enquêtes auprès de hauts responsables des opérations de crédit des banques, réalisées par la Réserve fédérale en janvier, mars et mai, indiquent que la moitié d'entre eux environ ont durci les conditions d'octroi de prêts à usage commercial et industriel aux grandes sociétés en 2001, pourcentage en nette augmentation depuis l'an dernier. À l'instar des marges de crédit évoquées précédemment, cet indicateur de la tension du marché n'avait pas atteint pareils niveaux depuis la fin de 1990 et le début de 1991.

La prudence croissante des banques à l'égard du risque de crédit peut expliquer le ralentissement, au premier trimestre, du rythme des émissions de papier commercial, qui nécessitent habituellement l'ouverture d'une ligne de soutien. Ces émissions nettes sur le marché international («europapier commercial») sont revenues de \$27 milliards au quatrième trimestre 2000 à \$16 milliards (graphique 1.7) alors que, dans l'ensemble, les émissions nettes sur les principaux marchés nationaux ont été négatives. Les marges de crédit entre les émissions de papier commercial de qualité élevée et les autres, qui s'étaient envolées en 2000, sont restées très instables, après la défaillance de

La prudence des banques ...

... contribue à la faiblesse des émissions de papier commercial

deux compagnies d'électricité californiennes et les difficultés de remboursement d'autres gros emprunteurs. En fin de trimestre, ces marges avaient toutefois retrouvé leurs niveaux habituels.

## Reprise des emprunts des économies émergentes dans un marché hiérarchisé

Les flux vers les marchés émergents progressent ...

Les financements vers la plupart des économies émergentes ont bénéficié d'un goût du risque retrouvé des investisseurs en obligations dans les pays industriels. Les émissions nettes de titres sont repassées en territoire positif, après être devenues négatives les trois mois précédents (graphique 1.8). Le flux de titres est néanmoins resté modéré par rapport aux trois premiers trimestres de 2000, tassement qui s'inscrit dans le prolongement de la tendance des derniers mois de l'année. Les marchés émergents ont procédé à des remboursements nets de dette bancaire au quatrième trimestre 2000 de même que sur l'ensemble de l'année (section 2). De plus, les exportateurs de pétrole et les économies de l'Est asiatique ont effectué d'importants dépôts auprès des banques déclarantes.

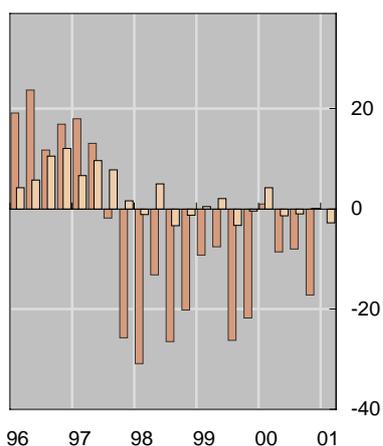
... mais restent modérés

Plusieurs raisons font que les flux sont restés relativement modérés. Premièrement, de nombreux emprunteurs de marchés émergents ont continué d'enregistrer un excédent courant et n'ont donc pas eu besoin de financement extérieur. Deuxièmement, les investisseurs se sont méfiés de l'impact d'un ralentissement de l'économie américaine et de la faiblesse persistante de la croissance japonaise sur les économies émergentes, notamment sur celles qui

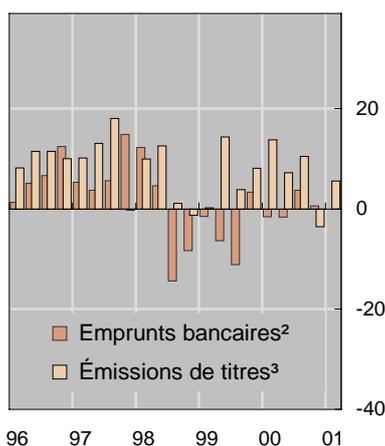
### Économies émergentes<sup>1</sup>: financements internationaux

En milliards de dollars EU

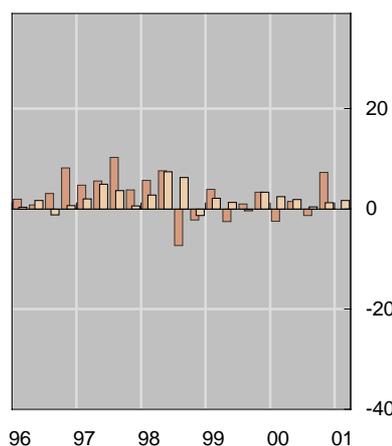
#### Asie et Pacifique



#### Amérique latine et Caraïbes

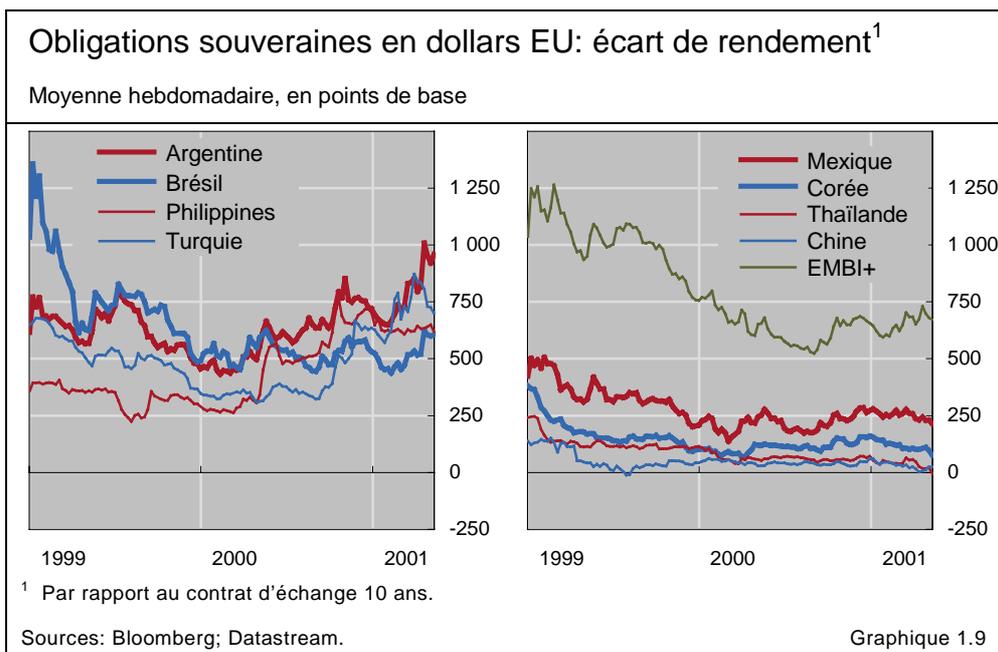


#### Europe



<sup>1</sup> Voir liste au tableau 7A de l'Annexe. <sup>2</sup> Variation, hors effets de change, des prêts transfrontières des banques déclarantes BRI. 2001 T1: données non disponibles. <sup>3</sup> Instruments du marché monétaire, obligations et effets, en termes nets.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; données nationales; BRI, statistiques bancaires territoriales. Graphique 1.8



dépendent de leurs exportations de matériel électronique. Les marchés considèrent apparemment que les pays d'Asie sont vulnérables aux perspectives du secteur technologique américain et que les économies latino-américaines sont exposées aux variations plus générales des marchés des actions. Une poursuite de l'affaiblissement du yen passe aussi pour un risque particulièrement sérieux pour l'Asie. Troisièmement, les banques des pays industriels ont recherché de plus en plus des expositions de crédit sur les marchés émergents à travers des acquisitions de banques locales plutôt que dans le cadre de prêts transfrontières.

Le dernier facteur qui peut avoir freiné les crédits à ce groupe tient aux turbulences économiques chroniques, surtout en Argentine et en Turquie. Ainsi que l'indique une comparaison des marges sur le marché secondaire, si les investisseurs continuent à demander des primes de risque relativement faibles pour des signatures de qualité telles que le Mexique, la Corée et la Thaïlande, ils sont devenus plus réfractaires aux emprunteurs des pays moins bien notés, notamment le Brésil et les Philippines (graphique 1.9). Comme mentionné précédemment, cela n'a pas encore eu d'effet sensible sur l'accès au marché, ne serait-ce que parce que les besoins de financement extérieur sont généralement modestes. Or, si les investisseurs et les banques persistent dans leur réticence à l'égard de cette catégorie de risque, les emprunteurs concernés pourraient connaître des difficultés lorsqu'il leur faudra solliciter rapidement les marchés.