



Communiqué de presse

Informations : +41 61 280 8188
press.service@bis.org
www.bis.org

8 septembre 2003

Rapport trimestriel BRI Septembre 2003

Le *Rapport trimestriel BRI* publié aujourd'hui comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente concernant les marchés financiers, les flux de financement sur les marchés bancaires et des titres ainsi que les opérations sur dérivés. La seconde présente quatre études sur des sujets d'intérêt spécifique : évolution des liens entre marchés financiers à maturité et marchés émergents ; différence de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devises ; questions liées à la quête de rendement par les gestionnaires de réserves ; nouveaux développements affectant l'activité des gestionnaires institutionnels d'actifs.

Activité bancaire et financière internationale

Dégagements sur les marchés obligataires mondiaux

À la fin de juin et en juillet, les marchés obligataires mondiaux ont subi des dégagements d'une ampleur inégalée depuis 1994, avec une forte augmentation des rendements en dollars EU, yens et euros, sous l'effet d'une modification du sentiment des investisseurs. Ces derniers ont notamment révisé en hausse leurs anticipations concernant les perspectives de croissance mondiale et reconsidéré, en outre, l'éventualité de mesures non conventionnelles de la part de la Réserve fédérale américaine.

Sur le marché du dollar EU, cette évolution des rendements a été amplifiée par les opérations de couverture des détenteurs de titres adossés à des hypothèques (TAH). Avec la montée des rendements, les flux de refinancements d'hypothèques ont commencé à se tarir et les investisseurs se sont retrouvés avec des portefeuilles de TAH assortis de durées excessives. Pour se rapprocher de leurs objectifs, nombre d'entre eux se sont portés sur le marché des contrats d'échange de taux, où leur demande pour la composante paiements fixes a contribué à faire doubler l'écart des contrats d'échange.

Les répercussions sur les marchés du crédit et des actions ont été le plus souvent limitées. Si les primes des titres à haut rendement et des économies émergentes se sont élargies avec l'atténuation de la recherche de rémunération, la volatilité des obligations d'État et des contrats d'échange n'a pas déclenché un dégagement généralisé sur les marchés du crédit ni sur ceux des actions. Les cours des actions à Tokyo se sont même redressés pendant la hausse des rendements obligataires. Les valorisations pour les banques et la

majorité des autres établissements financiers ont suivi l'évolution des principaux indices larges, laissant présumer que les investisseurs en actions n'étaient pas préoccupés par l'incidence de cette évolution des rendements sur les bilans de ces établissements.

Marché des titres de dette

Les capitaux collectés sur le marché des titres ont continué d'augmenter au *deuxième trimestre 2003*. En termes nets, les émissions se sont chiffrées au total à \$346 milliards, pratiquement comme lors des trois mois précédents, portant leur montant à \$701 milliards au premier semestre, ce qui représente une hausse de 8 % vis-à-vis de la même période de 2002 et un accroissement substantiel par rapport à la faible activité du second semestre. Les investisseurs en quête de rendement se sont précipités sur les nouvelles émissions. Quant aux emprunteurs, ils ont continué à profiter des niveaux historiquement bas des taux longs pour allonger l'échéance de leur dette.

La demande accrue d'instruments de crédit a créé un environnement propice aux émissions moins bien notées. Ainsi, les signatures des économies émergentes ont continué à bénéficier de la faveur des marchés. Elles sont restées assez dynamiques sur le marché des titres, les marges sur les obligations souveraines particulièrement rémunératrices revenant à leurs niveaux de la fin des années 90. Le trimestre a été marqué, en outre, par un vif redressement des émissions de qualité inférieure en provenance des pays développés.

Marchés dérivés

Au *deuxième trimestre 2003*, le volume total des contrats (sur taux, indices boursiers et devises) négociés sur les marchés organisés recensés par la BRI s'est encore accru de 24 %, à \$246 000 milliards. Tous les grands compartiments ont été dynamiques, surtout les produits de taux.

Première grande catégorie de risque de marché, les contrats sur taux d'intérêt ont poursuivi leur vive progression. Le volume des transactions s'est renforcé de 25 %, à \$226 200 milliards, après une hausse de 18 % au trimestre précédent. Cette progression est essentiellement intervenue sur les places américaines et semble due aux opérations de couverture liées aux futures mesures de politique monétaire.

Marché bancaire

Au *premier trimestre 2003*, l'activité a été caractérisée par des prêts à la clientèle non bancaire, sous forme essentiellement d'opérations de pension, de concours intragroupes et de crédits aux gouvernements. Dans le sens de la tendance observée depuis la mi-2002, et du fait de la morosité de la croissance économique, les banques de nombreux pays développés ont réaménagé leurs portefeuilles de prêts consolidés au détriment des signatures du secteur privé non bancaire. En outre, beaucoup de systèmes bancaires ont continué de réduire leurs créances sur les emprunteurs des pays en développement moins bien notés.

Les économies émergentes ont enregistré des entrées de capitaux, même si des disparités régionales subsistent. Les apports nets des pays d'Amérique latine ont continué, traduisant des retraits de dépôts et une contraction des créances sur la clientèle non bancaire au Mexique, au Brésil et en Argentine. Ces mouvements ont été largement compensés par des entrées nettes dans la région Asie-Pacifique, dues principalement à l'augmentation des créances sur le secteur bancaire chinois. Les économies émergentes d'Europe, celles en particulier qui négocient leur adhésion à l'Union européenne, ont encore bénéficié de prêts.

Études

Évolution des liens entre marchés à maturité et marchés émergents

L'intégration des marchés financiers à maturité et émergents n'a jamais été aussi forte depuis la Première Guerre mondiale. Philip Wooldridge, Dietrich Domanski et Anna Cobau, tous de la BRI, s'intéressent à trois aspects de cette intégration. D'abord, la gamme des investisseurs non résidents sur les marchés émergents s'est élargie ces dernières années. Deuxièmement, les opérations locales des établissements financiers étrangers jouent un rôle de plus en plus important, et parfois même prépondérant, dans les systèmes financiers de nombreuses économies émergentes. Enfin, les résidents des économies émergentes s'impliquent toujours davantage dans les systèmes financiers étrangers, à la fois comme émetteurs et investisseurs. Cette analyse est suivie de plusieurs questions connexes pour la conduite des politiques officielles.

Écart de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devises

Il est devenu habituel, pour les agences de notation, d'ajouter à la note en devises attribuée à la dette des emprunteurs souverains une autre en monnaie nationale. Au sujet de cette pratique, Frank Packer de la BRI observe que la seconde est souvent plus élevée, ces emprunteurs apparaissant plus capables et désireux d'assurer le service d'une dette libellée dans leur propre monnaie. Il analyse ensuite la fréquence et l'importance de cette majoration des notations en monnaie nationale et met ainsi en évidence des différences, non seulement entre emprunteurs mais, ce qui est surprenant, entre les agences elles-mêmes ; il semble donc qu'elles soient davantage en désaccord sur l'évaluation du risque des obligations en monnaie nationale.

Quête de rendement : enseignements pour les gestionnaires de réserves

Dans un environnement de rendements historiquement bas sur les titres d'État de première qualité, les gestionnaires de réserves se sont mis à rechercher des instruments mieux rémunérés. Eli Remolona de la BRI et Martijn Schrijvers de la Nederlandsche Bank analysent trois cas dans lesquels les questions liées à des rendements supérieurs sont particulièrement intéressantes : un portefeuille de durations plus longues, un second constitué d'obligations d'entreprises et un autre composé de monnaies à forte rémunération. Pour le premier, les auteurs cherchent à savoir si le contexte actuel de rendements faibles donne lieu à un arbitrage nouveau entre durée et volatilité. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, ils s'intéressent surtout au problème de la gestion d'un portefeuille où le risque est caractérisé par de faibles probabilités de lourdes pertes. Enfin, s'agissant des rendements plus élevés dans certaines monnaies, ils se demandent s'ils sont généralement contrebalancés par les variations de change.

Gestionnaire institutionnel d'actifs : tendances, incitations et efficacité de marché

Le gestionnaire institutionnel d'actifs est un acteur de plus en plus important sur la scène financière internationale. Sur la base d'un rapport récent du Comité sur le système financier mondial, Ingo Fender de la BRI expose l'évolution de la structure de la profession et de ses mécanismes incitatifs. Il montre ensuite comment ces modifications sont susceptibles d'affecter l'efficacité des marchés financiers. Le volume des actifs ainsi gérés est tel que les incitations des gestionnaires peuvent avoir un impact significatif sur l'allocation des ressources par les marchés financiers mondiaux.