



## Communiqué de presse

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

Réf :

8 décembre 2003

---

### Rapport trimestriel BRI Décembre 2003

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour 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 comporte quatre études sur des sujets relatifs aux marchés des titres. Après avoir offert une explication du niveau très élevé de la prime de risque sur obligations d'entreprises par rapport aux pertes attendues sur défaut, elle examine les facteurs communs aux primes des économies émergentes, décrit les caractéristiques du marché des contrats d'échange sur défaut d'emprunteur souverain, puis montre comment pourraient être unifiés les marchés des obligations d'État dans les diverses économies de l'Est asiatique.

### Activité bancaire et financière internationale

#### Les signes de croissance donnent confiance aux investisseurs

Les signes de reprise économique mondiale ont été si vigoureux en octobre 2003 que même les investisseurs déjà optimistes en ont été surpris. Les rendements ont augmenté, les actions sont reparties à la hausse et les primes payées par les entreprises et les économies émergentes ont diminué. Le sentiment à l'égard des économies émergentes s'est encore amélioré sous l'effet d'une série sans précédent de rehaussements de notations, dont ont bénéficié, sur le seul mois d'octobre, dix emprunteurs souverains, essentiellement de l'Est asiatique. Le climat de confiance n'avait pas été si général en septembre, les investisseurs en obligations d'État ayant semblé déçus par les données macroéconomiques.

À l'inverse des autres marchés, les changes ont connu des mouvements d'une ampleur exceptionnelle, le dollar EU ayant été soumis à d'intenses pressions après la réunion du G 7 fin septembre. Il convient de noter que sa chute n'a pas entraîné de hausse des rendements obligataires américains, scénario que certains investisseurs avaient craint.

Si des éléments pouvant susciter des préoccupations pour l'avenir sont apparus sur certains marchés, ils sont restés isolés. Le déclassement de deux constructeurs automobiles a souligné des faiblesses dans ce segment particulièrement volatil du marché des obligations d'entreprises. L'arrestation d'un chef d'entreprise russe bien connu a

conduit les investisseurs à s'interroger sur la récente accession du pays au rang de signature de qualité. En outre, des allégations d'irrégularités parmi les fonds de placement ont ébranlé, un temps, l'optimisme des investisseurs en actions.

### **Marché des titres de dette**

Si la collecte a diminué au *troisième trimestre 2003* sur le marché des titres, c'est en raison d'une chute des emprunts nets des signatures de la zone euro. Malgré l'amenuisement des primes, les émissions nettes se sont globalement contractées de 14 %, à \$299 milliards ; il semble que des conditions de marché agitées ont joué un rôle important à cet égard. Les émissions brutes ont été particulièrement ternes en août, mois qui a été marqué par une hausse de la volatilité des taux d'intérêt. Cet accès de faiblesse n'a toutefois pas duré : le montant obtenu en septembre n'a été dépassé qu'une seule fois auparavant.

La baisse d'activité des débiteurs de la zone euro a, en partie, été compensée par les emprunts d'autres signatures. Les économies émergentes ont fait leur retour, notamment la Turquie et le Venezuela, deux pays dont la notation a été rehaussée en juillet. En outre, les établissements financiers américains se sont montrés relativement dynamiques, ce qui a contribué à porter les émissions nettes de titres libellés en dollars EU à \$138 milliards, ce compartiment égalant ainsi, pour la première fois depuis deux ans, celui de l'euro.

### **Marchés dérivés**

Le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés a diminué au *troisième trimestre 2003*. La valeur nominale des instruments recensés par la BRI a totalisé \$223 000 milliards, soit une baisse de 9 % par rapport au deuxième trimestre. L'activité a été inégale dans les différentes catégories de produits, avec une forte contraction du volume des contrats de taux et une progression modérée des contrats sur indice boursier. Une chute des instruments du marché monétaire explique le retrait global des dérivés sur taux d'intérêt.

Sur le gré à gré, l'activité s'est accélérée au *premier semestre*. Les dernières statistiques semestrielles BRI sur les positions agrégées indiquent un encours notionnel de quelque \$170 000 milliards à fin juin, en hausse de 20 % par rapport à fin 2002, après une augmentation de 11 %. Au premier semestre, la valeur de marché brute des contrats en cours, qui progresse plus rapidement que le montant notionnel depuis 2001, s'est accrue de 24 %, à \$7 900 milliards, contre 43 % les six mois précédents.

### **Marché bancaire**

Au *deuxième trimestre 2003*, les flux interbancaires se sont, une nouvelle fois, développés davantage que les crédits aux entreprises et autres emprunteurs non bancaires. Cette vigueur s'explique en grande partie par l'augmentation des opérations de pension et des créances intragroupes. Les crédits aux emprunteurs non bancaires, dynamiques eux aussi, ont pris la forme de placements en titres internationaux, essentiellement de dette publique. Comme les quatre trimestres précédents, les prêts aux entreprises et autres signatures non bancaires sont restés modérés.

Les flux nets vers les économies émergentes, influencés par des mouvements sur les dépôts, ont été positifs comme au trimestre précédent, avec toutefois des différences marquées entre régions. D'importantes entrées nettes ont été observées pour la région Asie-Pacifique (attribuables surtout à des rapatriements de dépôts par les banques en Chine) et pour les économies émergentes d'Europe (deuxième plus haut montant des cinq dernières années, grâce à des rapatriements par les banques en Russie). Inversement, l'accroissement des dépôts auprès des établissements déclarants, notamment par les banques au Brésil, s'est traduit, pour le cinquième trimestre consécutif, par des sorties nettes d'Amérique latine.

## Études

### L'énigme de la prime de risque

Pourquoi les primes sur obligations d'entreprises sont-elles généralement bien supérieures à ce que laisseraient prévoir les pertes attendues sur défaut ? Il s'agit là d'une énigme. Ainsi, ces cinq dernières années, la prime moyenne sur obligations notées BBB a été environ huit fois plus élevée que le niveau des pertes attendues. Diverses analyses ont conclu que fiscalité, primes de risque et primes de liquidité auraient un rôle à jouer. Jeffery Amato et Eli Remolona, tous deux de la BRI, examinent ces raisonnements et proposent une explication nouvelle.

Les auteurs font observer que, pour un portefeuille d'obligations d'entreprises, les pertes effectives dépassent souvent les pertes attendues. Les analyses antérieures posaient comme principe que les investisseurs peuvent annuler le risque de pertes inattendues en diversifiant leur portefeuille. Or, pour obtenir un tel résultat, ce portefeuille doit atteindre une très grande taille, comme le montrent Amato et Remolona, étant donné l'asymétrie de distribution des rendements obligataires. L'étude s'appuie sur le marché des titres adossés à des créances et tend à montrer qu'il est impossible de détenir des portefeuilles d'une telle taille. Aussi les investisseurs encourent-ils toujours le risque de pertes effectives supérieures à leurs anticipations. Les auteurs concluent que le niveau élevé des primes sert à rémunérer ce risque.

### Primes des économies émergentes : facteurs communs

Les obligations des diverses économies émergentes représentent aujourd'hui une importante catégorie d'actifs pour les gestionnaires de portefeuille. Ce qui est frappant dans les primes afférentes à ces obligations c'est que, sur la durée, elles suivent généralement une évolution parallèle. Patrick McGuire (BRI) et Martijn Schrijvers (Nederlandsche Bank) examinent dans quelle mesure ce phénomène peut s'expliquer par un ou deux facteurs communs.

À partir d'un échantillon de quinze signatures, les auteurs observent que des facteurs communs expliquent, en moyenne, un tiers de la variation totale des mouvements journaliers des différentes primes ; ils montrent que l'un d'entre eux, qui semble refléter d'abord les changements d'attitude des investisseurs à l'égard du risque, représente à lui seul 80 % environ de cette influence.

### Contrats d'échange sur défaut d'emprunteur souverain

Les contrats sur dette souveraine représentent une part croissante du marché des contrats d'échange sur défaut. Après avoir examiné plusieurs années de cotations et d'opérations d'un important courtier spécialisé, Frank Packer (BRI) et Chamaree Suthiphongchai (Banque de Thaïlande) décrivent les caractéristiques de ce segment.

Les auteurs observent que le négoce des contrats sur défaut souverain est encore plus concentré que celui des contrats sur défaut d'entreprise ou de banque. Ils relèvent, en outre, que les sous-jacents sont en majorité d'échéance relativement courte, ce qui résulterait de la proportion assez forte d'emprunteurs souverains de moindre qualité émettant surtout à court terme. Enfin, ils constatent que, dans le segment le moins bien noté, les primes sont généralement plus élevées pour les souverains que pour les entreprises. Les auteurs pensent que ce phénomène n'est pas sans lien avec le fait que, pour les intervenants, un élément d'incertitude est apparu quant aux conséquences du défaut d'un État emprunteur.

### **Est asiatique : vers un marché unifié des obligations d'État**

La crise asiatique de 1997 a permis aux autorités de la région de tirer deux grands enseignements : il convient de renforcer leurs réserves et développer les marchés obligataires locaux. Robert McCauley (BRI) établit un lien intéressant entre ces deux objectifs.

Quand les banques centrales de la région accumulent des réserves de change grâce aux entrées de capitaux, elles stérilisent également ces apports : elles vendent des titres de dette sur le marché intérieur pour éviter l'expansion des réserves bancaires. McCauley montre que les banques centrales dotées d'importantes réserves finissent par lancer leurs propres titres, après avoir cédé les emprunts d'État qu'elles détenaient en portefeuille. Selon lui, ces émissions pourraient, sous une autre forme, permettre de développer le marché obligataire.

McCauley propose de convertir les titres de banque centrale en fonds d'État, même si cela revient à un « surfinancement » du gouvernement. Avec un seul gros emprunteur, la dette s'échangerait sur un marché plus vaste et plus liquide. L'auteur explique ensuite comment son idée pourrait être mise en pratique par la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, Taiwan (Chine) et la Thaïlande et en analyse les diverses implications.