



## Communiqué de presse

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

Réf :

8 mars 2004

---

### Rapport trimestriel BRI Mars 2004

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 présente quatre études ayant trait au marché immobilier : relation entre endettement des ménages et macroéconomie ; déterminants, pour un échantillon de pays, de la dynamique des prix ; parallélisme entre les sommets des prix du logement et des cours des actions ; étude de cas sur le marché hypothécaire danois, qui autorise les remboursements anticipés à l'image de son homologue américain mais semble avoir échappé à la volatilité correspondante des taux longs.

### Activité bancaire et financière internationale

#### Le goût pour le risque porte les marchés

Le redressement des marchés financiers mondiaux s'est poursuivi au début de l'année, accentuant les gains déjà impressionnants enregistrés en 2003. Si les améliorations des perspectives de croissance généralisée et de la situation financière des entreprises pouvaient justifier une certaine remontée des cours des actions, des obligations d'entreprises et des titres d'État, l'ampleur du mouvement laisse deviner l'apport supplémentaire d'un goût prononcé pour le risque. D'ailleurs, de nouvelles révélations d'agissements coupables de quelques entreprises n'ont même pas inquiété les investisseurs.

Tandis que les marchés des actions et du crédit remontaient, les rendements des titres d'État et des contrats d'échange fléchissaient. Sur les marchés des titres à revenu fixe, les intervenants ont semblé se désintéresser des perspectives de croissance mondiale pour porter leur attention sur l'absence de tensions inflationnistes et sur l'orientation probable de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro. Pour illustrer peut-être l'importance de faibles taux d'intérêt pour la vigueur d'autres marchés, la hausse des rendements, fin janvier, suite à une modification des termes employés par la Réserve fédérale américaine au sujet de l'évolution de sa politique a provoqué un repli momentané sur les marchés du crédit et des actions.

## **Marché des titres de dette**

Si les émissions nettes de titres internationaux ont atteint le record historique de \$460 milliards au *quatrième trimestre 2003*, c'est essentiellement grâce à la présence fortement accrue des résidents de la zone euro, tant sur les obligations à moyen et long terme que sur le papier commercial. Établissements financiers et entreprises ont intensifié leurs opérations en termes nets, tandis que les gouvernements les ont réduites. Le quatrième trimestre a parachevé une année marquée par une expansion notable des émissions de titres libellés en euros, à la fois en valeur absolue et par rapport aux autres marchés.

Les émissions nettes des économies émergentes sont restées élevées, comme pour tous les quatrièmes trimestres depuis 1996. Si ces signatures ont pu lever des fonds aussi facilement, c'est très certainement grâce aux investisseurs internationaux, toujours en quête de rendement dans un contexte de resserrement persistant des marges de crédit. En Asie, le gouvernement et les établissements financiers chinois ont renforcé leur collecte de fonds en termes nets, tandis que les établissements russes et l'État polonais ont été les plus actifs en Europe orientale. Le Brésil a été le principal emprunteur d'Amérique latine.

## **Marchés dérivés**

Au *quatrième trimestre 2003*, le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés recensés par la BRI (sur taux, indice boursier et devises) s'est encore contracté, leur valeur globale baissant de 7 %, à \$207 000 milliards. L'activité a été inégale dans les différents types de produits, avec une forte contraction du volume des contrats de taux et une progression à un rythme modéré des contrats sur indice boursier et devises. Le repli généralisé des instruments à taux fixe, première grande catégorie de risques de marché, a résulté de la chute des contrats du marché monétaire et sur obligations d'État.

Néanmoins, sur 2003, la valeur totale des contrats financiers s'est accrue de 26 %, à \$874 000 milliards. L'activité a été soutenue dans toutes les grandes catégories de risques de marché, surtout sur le segment étroit des contrats sur devises, mettant fin à une longue période de repli.

## **Marché bancaire**

Après une forte accumulation de fonds durant les trois périodes précédentes, le marché s'est contracté au *troisième trimestre 2003*. Un tiers environ de la récente augmentation a disparu des bilans des banques internationales. Ce repli a pris essentiellement la forme d'une réduction de l'activité interbancaire, permettant ainsi d'octroyer de nouveaux prêts au secteur privé non bancaire. Ceux-ci ont résulté en partie d'une recherche de fonds accrue dans les places franches et peut-être aussi d'une progression de la demande des entreprises.

Les banques de la zone déclarante ont poursuivi la redistribution de leurs portefeuilles d'économies émergentes vers des actifs plus sûrs, comme l'ont montré la progression de la part des créances sur le secteur public des économies émergentes et des désengagements de l'Amérique latine pour des signatures mieux notées. En outre, l'accroissement des transferts nets de risques de certaines régions laisse penser que les établissements recherchent peut-être de plus en plus des garanties de tiers pour leurs concours aux économies émergentes.

## Études

### Endettement des ménages et macroéconomie

L'alourdissement de la dette des ménages observé dans plusieurs pays développés ces vingt dernières années a suscité des préoccupations concernant le caractère soutenable d'un tel endettement et ses implications, s'il s'avérait insoutenable, pour la stabilité du système financier. Guy Debelle, économiste de la Banque de Réserve d'Australie momentanément à la BRI, attribue cette augmentation à deux facteurs : l'atténuation du rationnement du crédit généralisé après la déréglementation financière du début des années 80 ; la baisse des taux d'intérêt, en termes réels et nominaux, en liaison avec le recul de l'inflation au cours des deux dernières décennies. Ces facteurs ont contribué à la réduction notable des contraintes de liquidité sur les ménages. L'auteur laisse entendre que l'accroissement de la dette qui en est résulté a rendu les ménages plus sensibles aux chocs du chômage et aux hausses des taux d'intérêt, surtout dans les pays où les hypothèques à taux variable sont plus courantes.

### Dynamique des prix immobiliers

L'évolution des prix immobiliers influence la dynamique du cycle conjoncturel par ses effets sur la dépense globale ; ces prix affectent aussi les résultats du système financier à travers leur incidence sur la rentabilité et la solidité des établissements. Kostas Tsatsaronis et Haibin Zhu, l'un et l'autre de la BRI, analysent, au moyen d'un cadre empirique commun, les principales forces qui régissent les prix du logement dans plusieurs économies industrialisées. Leur conclusion la plus frappante est le rôle prépondérant de l'inflation dans la détermination de ces prix en termes réels, malgré les grandes disparités structurelles des marchés nationaux. Autre résultat important : les répercussions des prix immobiliers sur l'expansion du crédit sont plus fortes dans les pays dotés de méthodes d'évaluation plus sensibles au marché pour la comptabilisation des hypothèques. Cela donne à penser que la réglementation prudentielle peut intervenir dans les variations parallèles des prix du logement et des résultats du système financier.

### Parallélisme entre les sommets des prix des actions et du logement

Depuis le repli des marchés mondiaux des actions il y a environ trois ans, les prix du logement ne cessent de grimper dans de nombreux pays. Cette ascension semble quelque peu atypique au regard de l'évolution passée et conduit à s'interroger sur la durabilité des tendances actuelles. Ces prix pourraient-ils fléchir prochainement et finir même par chuter ? Pour répondre à cette question, Claudio Borio et Patrick McGuire, l'un et l'autre de la BRI, examinent le comportement des prix du logement depuis le début des années 70. Partant d'un échantillon de treize pays industriels, ils s'intéressent spécifiquement à la relation entre les principaux sommets observés sur les marchés du logement et des actions, à l'alternance correspondante de hausses et de baisses et aux conditions du crédit.

L'analyse des données historiques leur permet de dégager trois grandes conclusions. Premièrement, sur la période 1970-99, les cours des actions ont généralement culminé avant les prix du logement, le décalage moyen étant d'environ deux ans. Deuxièmement, la dynamique de ces derniers semble liée aux mouvements des taux d'intérêt nominaux à court terme, ce qui souligne le rôle de la politique monétaire. Troisièmement, la chute ultérieure de l'immobilier résidentiel paraît avoir été en partie de nature autonome et due notamment à des caractéristiques de la phase d'expansion précédente, telles qu'ampleur de la hausse et formation possible de déséquilibres financiers.

### **Le marché hypothécaire danois**

Compte tenu de sa petite taille, le marché hypothécaire danois est étonnamment évolué. Un contrat hypothécaire standard permet d'emprunter à taux fixe à long terme, avec l'option d'effectuer sans pénalité des remboursements anticipés, possibilité également offerte par le contrat américain. Cette caractéristique commune a pour principale conséquence d'exposer les investisseurs au risque de remboursement anticipé et donc de réinvestissement. Pourtant, les résultats du marché danois ne s'en sont guère ressentis pendant les périodes de refinancements importants, généralement marquées, aux États-Unis, par une accentuation de la volatilité des taux d'intérêt à long terme.

À partir d'une étude de cas du marché danois, Allen Frankel et Jacob Gyntelberg (BRI), Kristian Kjeldsen (Banque Nationale du Danemark) et Mattias Persson (Sveriges Riksbank) avancent deux explications possibles aux différences observées entre les deux marchés durant ces périodes de refinancements élevés. Premièrement, les sociétés de crédit hypothécaire danoises ne sont pas autorisées à gérer le risque de remboursement anticipé de la même façon que leurs homologues américaines ; par conséquent, les expositions à ce risque sont essentiellement assumées par les investisseurs optant pour une stratégie de placement jusqu'à l'échéance. Deuxièmement, la politique de change fixe de la couronne danoise vis-à-vis de l'euro peut atténuer la volatilité, en permettant aux investisseurs en obligations hypothécaires assorties d'une clause de remboursement anticipé de se couvrir à faibles coûts sur les marchés de la zone euro.