



Communiqué de presse

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

Réf :

13 juin 2005

Rapport trimestriel BRI Juin 2005

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente concernant les marchés financiers, les financements sur les marchés bancaires et des titres de dette ainsi que les opérations sur dérivés. La seconde présente trois études sur les sujets suivants. Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission; financements structurés : complexité, risque et rôle des notations ; le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés.

Réévaluation du risque sur les marchés

Les marchés de la dette et des actions ont chuté à partir de mars 2005, quand les investisseurs se sont dégagés des placements plus risqués. Les marchés de la dette ont enregistré leur plus forte baisse depuis 2002, et les actions ont abandonné la majorité de leurs gains de 2004. Dans le même temps, les rendements longs sont revenus à leurs minimums antérieurs, voire en deçà, en partie sous l'effet d'une fuite vers la qualité.

L'annonce de difficultés individuelles ou sectorielles pour les entreprises (construction automobile aux États-Unis, par exemple) a joué un rôle important dans les désengagements sur actifs de catégorie spéculative, de même que la morosité des données macroéconomiques, surtout courant avril. En mai, la vigueur inattendue des indicateurs a contribué à la remontée des actions. Les primes de risque ont continué à s'élargir jusqu'à la mi-mai, en partie du fait de la volatilité exceptionnelle des dérivés de crédit. Toutefois, avec le bas niveau des rendements nominaux, les coûts de financement à long terme sont restés proches de leurs minimums historiques.



Titres de dette internationaux

Après un volume record en 2004, les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme ont augmenté de 7,3 % d'une année sur l'autre, pour atteindre \$1 100 milliards au **premier trimestre 2005**. Elles se sont accrues en termes nets également, passant de \$426 milliards à \$492 milliards. Cet essor a été facilité par des conditions favorables. La collecte de fonds a été très vigoureuse, en termes nets et bruts, dans la zone euro et les économies émergentes.

Les titres à 40 ans ou plus ont connu un franc succès, dans la zone euro surtout, en réponse, semble-t-il, à la demande des fonds de pension. Autre tendance notable, qui reste à confirmer : la hausse des émissions internationales en monnaie locale des signatures des économies émergentes, encore faibles cependant.

Instruments dérivés

Les contrats négociés sur les marchés organisés ont retrouvé une forte croissance au **premier trimestre 2005**, le total cumulé (sur taux d'intérêt, indice boursier et devises) progressant de 19 %, à \$333 000 milliards. L'activité a été animée dans tous les segments, mais plus particulièrement sur les produits de taux, peut-être en raison de besoins de couverture accrus par l'incertitude grandissante sur les taux longs suscitée par le repli de l'obligataire fin février et début mars.

Sur le gré à gré, les chiffres les plus récents indiquent un essor au second semestre 2004. L'encours notionnel, en hausse de 12,8 %, s'établissait à \$248 000 milliards fin décembre. Les contrats dérivés sur défaut ont pris de l'ampleur, avec un encours notionnel de \$6 400 milliards fin 2004 (dont \$2 700 milliards entre courtiers).

Prêts bancaires internationaux

Les prêts – particulièrement aux banques – sont à l'origine de l'accroissement relativement fort des créances transfrontières des banques déclarantes au **quatrième trimestre 2004**. Les créances sur le secteur non bancaire se sont accrues, elles aussi, principalement du fait des crédits aux résidents du Japon et des États-Unis. Les économies émergentes ont enregistré de faibles entrées nettes, grâce à des rapatriements de fonds des banques en Chine et en Corée et à une hausse notable des créances sur tous les secteurs en Europe centrale et orientale.

Sur la durée, les banques déclarantes BRI tendent à privilégier les placements en titres de dette, sous l'effet de l'expansion de l'obligataire en euros et du creusement du déficit extérieur des États-Unis. En outre, il apparaît que les banques étrangères sont plus actives dans les prêts depuis quelques années ; si cette tendance est moins marquée dans la zone euro qu'aux États-Unis, les créances transfrontières représentent une part grandissante du crédit intérieur total à la clientèle non bancaire dans la plupart des pays industrialisés.



Études

Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission

Analystes et responsables de la politique économique s'intéressent de plus en plus aux facteurs déterminant le choix de la monnaie d'émission des titres de dette internationaux. S'appuyant sur des informations tirées de la base de données BRI, Benjamin Cohen (BRI) observe qu'une monnaie est plus souvent utilisée quand son cours se situe au-dessus de sa moyenne historique et que les taux d'intérêt à long terme pour cette monnaie sont plus élevés que ceux des grandes devises. Cette conclusion reste valable si l'on prend en compte la demande de fonds disponibles dans cette monnaie à des fins d'investissement, telle qu'estimée à partir de la croissance des placements, ou le volume émis dans le pays d'origine. Ces observations tendent à montrer que les caractéristiques d'une émission traduisent les préférences des investisseurs autant que celles des émetteurs.

Financements structurés : complexité, risque et rôle des notations

Ces dernières années, on a observé une vive expansion du volume d'émission des financements structurés, qui reposent sur la constitution de lots d'actifs, puis la vente de titres de créances adossés sur ces lots, répartis en tranches hiérarchisées, dont la rémunération est assurée par les flux de trésorerie liés aux lots d'actifs. Après avoir examiné les principales caractéristiques de ces produits, Ingo Fender (BRI) et Janet Mitchell (Banque nationale de Belgique) montrent la complexité du marché et analysent sa caractéristique risque–rendement. Les auteurs estiment que les notations de crédit, bien qu'utiles, ne prennent pas en compte toutes les dimensions du risque. Il conviendrait que les intervenants et les autorités intègrent cette limite dans leur évaluation de ces instruments et de leur marché.

Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés

Dans l'Est asiatique, les autorités ont compris la nécessité d'accroître la liquidité et la profondeur des marchés obligataires locaux. Guonan Ma et Eli Remolona (BRI) analysent un récent exemple de coopération : le lancement du deuxième Fonds obligataire Asie (ABF2). Ils en expliquent la structure et les caractéristiques dans le contexte d'autres initiatives régionales et montrent que les autorités ont tiré une myriade d'enseignements, dès la création du Fonds, sur les blocages existants. Les auteurs soulignent qu'ABF2 a non seulement prouvé son efficacité exceptionnelle en encourageant une réforme plus rapide des marchés, mais que cette initiative a aussi mis en place des mécanismes qui incitent les autorités à aller plus loin dans cette réforme.