

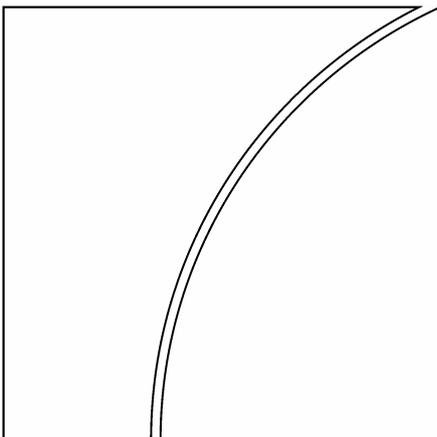


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Rapport trimestriel BRI

Décembre 2005

Activité bancaire et
financière internationale



Rapport trimestriel BRI
Département monétaire et économique

Comité de rédaction :

Claudio Borio
Már Gudmundsson
Robert McCauley

Frank Packer
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

S'adresser à Frank Packer (tél. : +41 61 280 8449 ; mél : frank.packer@bis.org) pour toute question de caractère général sur le contenu de ce rapport, aux auteurs respectifs pour des informations spécifiques à chaque section (leur nom est indiqué en tête) et à Philippe Mesny (tél. : +41 61 280 8425 ; mél : philippe.mesny@bis.org) pour les statistiques.

Pour commander un exemplaire des publications BRI, obtenir votre inscription sur la liste de diffusion ou faire modifier vos coordonnées, veuillez vous adresser à :

Banque des Règlements Internationaux
Presse et communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél : publications@bis.org

Télécopie : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

La présente publication est disponible sur le site Internet BRI (www.bis.org).

© *Banque des Règlements Internationaux, 2005. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1683-0180 (version imprimée)

ISSN 1683-0199 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais et italien.

Rapport trimestriel BRI

Décembre 2005

Activité bancaire et financière internationale

1. Vue d'ensemble : les perspectives d'inflation ébranlent la confiance des investisseurs	1
<i>Les investisseurs révisent à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs</i>	1
<i>Des marchés des actions indifférents aux relèvements de taux</i>	5
<i>Les économies émergentes résistent remarquablement bien</i>	8
<i>Découplage des marchés de la dette</i>	10
<i>Encadré : Impact du cyclone Katrina sur la réassurance</i>	14
2. Marché bancaire	17
<i>L'interbancaire à l'origine de l'essor des créances transfrontières</i>	17
<i>Pétrodollars et système bancaire international</i>	18
<i>Encadré : Évolution du marché des crédits consortiaux</i>	31
3. Marché des titres de dette	33
<i>États-Unis : forte hausse</i>	33
<i>Zone euro : décrochage marqué</i>	35
<i>Parts des monnaies : modifications substantielles</i>	36
<i>Autres économies développées : confirmation du dynamisme</i>	39
<i>Rebond des émissions à haut rendement après les turbulences du printemps</i>	40
<i>Emprunts des économies émergentes : record annuel en vue</i>	40
<i>Poursuite de la progression des émissions en monnaie locale</i>	43
4. Marchés dérivés	45
<i>L'ouragan soutient le négoce sur taux</i>	46
<i>Encadré : Options de gré à gré : allongement des échéances</i>	48
<i>Forte hausse des dérivés sur actions est-asiatiques</i>	49
<i>Obligations domestiques et dérivés dans les économies émergentes</i> ...	50
<i>Les ouragans entraînent une reprise des dérivés sur énergie</i>	51
<i>Encadré : Contrats à terme sur pétrole brut : baisse de la prime de risque</i>	52
<i>La hausse des contrats sur défaut d'emprunteur révèle les faiblesses de l'infrastructure de marché</i>	54

Études

Marché des CDD : aversion pour le risque et contrepartie du risque	57
<i>Jeffery D. Amato</i>	
<i>Le marché des CDD</i>	58
<i>Travaux de référence</i>	59
<i>Les données</i>	60
<i>Mesure de la contrepartie du risque</i>	62
<i>Encadré : Éléments constitutifs des primes CDD</i>	64
<i>Facteurs influant sur la contrepartie du risque dans les CDD</i>	66
<i>Synthèse et prolongements</i>	70
Présence des banques étrangères dans les économies émergentes : nouveaux acteurs, nouveaux défis	73
<i>Dietrich Domanski</i>	
<i>Tendances de l'IDESF dans les économies émergentes</i>	74

<i>Évolution de la participation des banques étrangères</i>	77
<i>Défis pour les pays d'accueil</i>	80
<i>Perspectives</i>	84
Marchés des obligations d'entreprise en Asie	87
<i>Jacob Gyntelberg, Guonan Ma et Eli M. Remolona</i>	
<i>Marchés primaires : dimension et composition</i>	88
<i>Marchés secondaires</i>	92
<i>Conclusion</i>	96
Réduction de la vulnérabilité financière : développement du marché intérieur des obligations d'État au Mexique	99
<i>Serge Jeanneau et Carlos Pérez Verdia</i>	
<i>Réexamen de la politique de gestion de la dette après la crise</i>	100
<i>Renforcement de la demande d'emprunts d'État</i>	101
<i>Gestion de l'offre d'emprunts d'État</i>	102
<i>Encadré : Mexique : structure du marché domestique de la dette publique</i>	104
<i>Bilan des mesures gouvernementales</i>	106
<i>Progrès accomplis et défis à relever</i>	109
Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine	111
<i>Camilo E. Tovar</i>	
<i>Obligations d'État internationales libellées en monnaie locale</i>	112
<i>Facteurs favorables</i>	113
<i>Soutenabilité des tendances récentes</i>	116
<i>Conséquences pour le développement des marchés obligataires intérieurs</i>	118
<i>Conclusion</i>	119
Initiatives récentes du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, du Forum sur la stabilité financière et du Groupe des Dix	
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	121
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	122
<i>Groupe des Dix</i>	123
Annexe statistique	A1
Études du Rapport trimestriel BRI	B1
Liste des publications récentes de la BRI	B2

Conventions utilisées dans le Rapport

e	estimation
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
pb	points de base
S, T	semestre, trimestre
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$	dollar EU, sauf indication contraire

Dans les tableaux, un total peut ne pas correspondre exactement à la somme de ses composantes, en raison des écarts d'arrondi.

Les chiffres présentés pour mémoire y figurent en italique.

1. Vue d'ensemble : les perspectives d'inflation ébranlent la confiance des investisseurs

En septembre et octobre, la détérioration des perspectives d'inflation a ébranlé la confiance des investisseurs partout dans le monde. Des tensions sur les prix à la consommation, en partie attribuables à la cherté de l'énergie, ont conduit les banques centrales des États-Unis et de la zone euro à signaler qu'un resserrement monétaire pourrait s'avérer nécessaire. Les investisseurs ont donc révisé à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs, ce qui a fait monter les rendements obligataires sur les principaux marchés, sauf dans le compartiment long, où ils sont restés bas par rapport à leurs sommets de 2004.

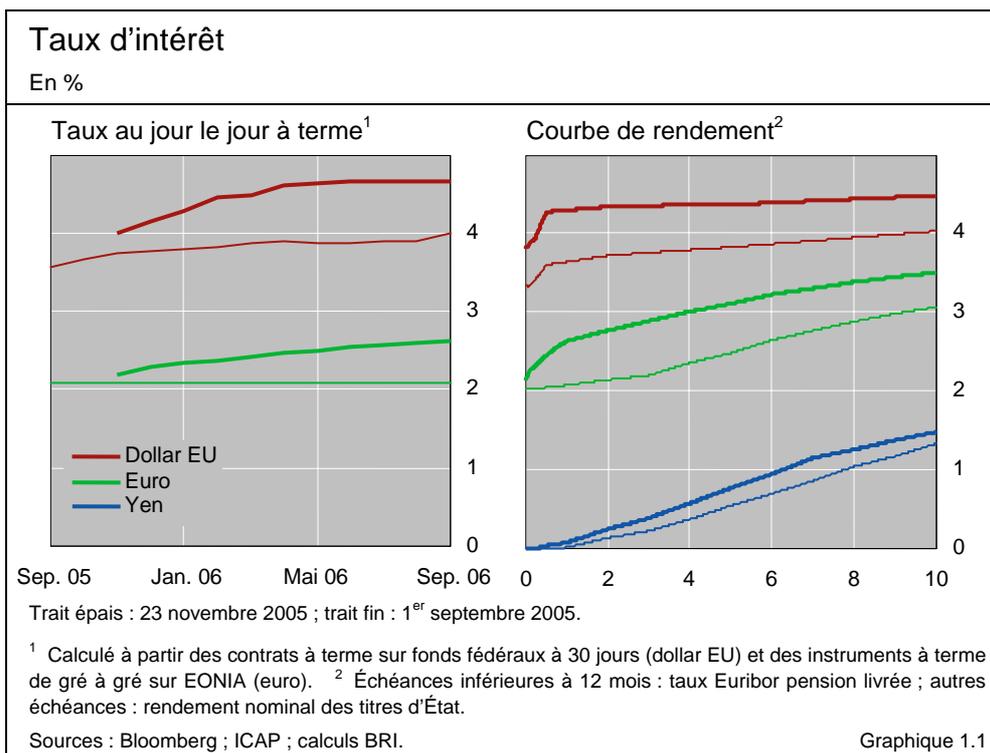
La perspective d'un resserrement monétaire plus rapide a fait chuter les marchés des actions dans le monde entier début octobre. Mais les cours sont repartis en forte hausse en novembre, grâce aux signes d'une croissance encore soutenue aux États-Unis et à des annonces de fusions, rachats d'actions et augmentations de dividendes. Cette remontée a été plus marquée au Japon durant toute la période : un début de reprise de la demande intérieure a renforcé l'espoir de voir s'achever des années de déflation.

Les primes sur la dette des économies émergentes ont évolué en phase avec les marchés des actions, ce qui n'a pas été le cas des primes sur obligations d'entreprise. Contrairement aux actions et à la dette des économies émergentes, les obligations d'entreprise ne se sont jamais totalement remises des dégagements du début de l'année. Qui plus est, en novembre, les primes se sont élargies alors même que les actions étaient reparties à la hausse. Cette divergence traduit essentiellement les préoccupations quant à l'incidence que la multiplication des mesures favorables aux actionnaires pourrait avoir sur la solvabilité des entreprises.

Les investisseurs révisent à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs

En septembre et octobre, les taux longs ont augmenté régulièrement sur nombre de marchés. Entre le 1^{er} septembre et le 23 novembre, les rendements d'État 10 ans ont gagné quelque 45 points de base (pb) aux États-Unis et en Allemagne, et 15 pb au Japon (graphique 1.1). Cette tendance a succédé à

Hausse régulière
des rendements
longs...



une baisse en août, avec des taux longs près de leurs creux cycliques sur certains marchés (graphique 1.2).

Les rendements se sont un peu tassés en novembre et, à la fin du mois, on se demandait encore si la récente ascension serait aussi éphémère que les précédentes. Depuis le début du resserrement monétaire de la Fed (juin 2004), les hausses des rendements longs ont généralement été interrompues par des baisses au moins aussi importantes. Ainsi, aux États-Unis, les rendements ont d'abord bien failli sortir de la fourchette dans laquelle ils se maintenaient depuis un an, atteignant près de 4,7 % le 4 novembre (à seulement 20 pb de leur sommet de juin 2004), pour diminuer ensuite. En Allemagne, ils sont même restés inférieurs à leurs niveaux de début 2005, tandis qu'au Japon, ils se sont hissés brièvement au-dessus de 1,6 % début novembre, à leur plus haut depuis septembre 2004.

En septembre et octobre, le 2 ans s'est accru presque autant que le long terme (graphique 1.1), ce qui montre que la tension dans le segment long s'explique avant tout par la révision des anticipations sur le resserrement de l'orientation monétaire à moyen terme. Tandis que, début septembre, les investisseurs s'attendaient à ce que la Réserve fédérale marque une pause à 4 %, en novembre, ils estimaient qu'elle les porterait à au moins 4,75 % dès mi-2006. Dans la zone euro, après avoir tablé sur un *statu quo* en 2006, ils anticipaient un resserrement de 50 pb en milieu d'année. Au Japon, ils jugeaient fort probable l'abandon, avant fin 2006, de la politique de taux zéro.

Une succession de surprises macroéconomiques a contribué au revirement du sentiment sur l'orientation monétaire. Au Japon surtout, où les investisseurs ont été sensibles à la multiplication des signes de reprise de la demande intérieure ; les prévisions de croissance ont été nettement révisées à la hausse pour le troisième trimestre, à la différence des grandes économies

...sous l'effet du relèvement attendu des taux directeurs

Hausse de la demande intérieure au Japon

(graphique 1.3), de sorte que les rendements d'État ont été soumis à des tensions haussières.

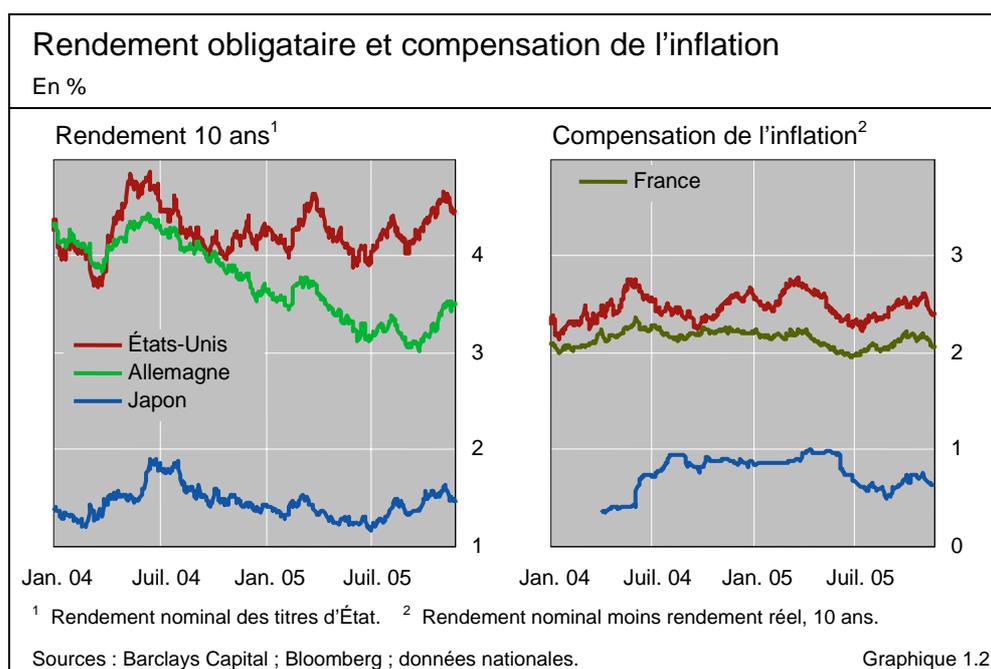
Dans la zone euro aussi, les perspectives économiques se sont éclaircies : en septembre et octobre, les indices allemands de confiance des entrepreneurs ifo et ZEW ont été supérieurs aux anticipations. Les indicateurs macroéconomiques aux États-Unis ont, de ce fait, joué un rôle moins déterminant que par le passé dans l'évolution des rendements en euros, qui sont restés inchangés entre le 4 et le 23 novembre, tandis que le segment long en dollars perdait quelque 20 pb.

Aux États-Unis, l'impact des ouragans sur la croissance économique a été moindre que prévu. L'attente d'une pause dans le resserrement monétaire, intégrée dans les taux de marché quand le cyclone Katrina a atteint la côte fin août, s'est progressivement dissipée le mois suivant. Fin septembre, l'ouragan Rita a causé moins de dommages qu'on ne l'avait d'abord craint. La publication, le 7 octobre, d'un chiffre des emplois non agricoles bien meilleur qu'anticipé a confirmé la résilience de l'économie ; pourtant, son incidence sur l'obligataire n'a pas été aussi marquée qu'à l'accoutumée. En fait, les rendements en dollars EU ont diminué légèrement le jour même, malgré l'annonce de la création de plus de 100 000 emplois, ce qui montre que les investisseurs en obligations accordent désormais moins d'importance aux conditions du marché du travail.

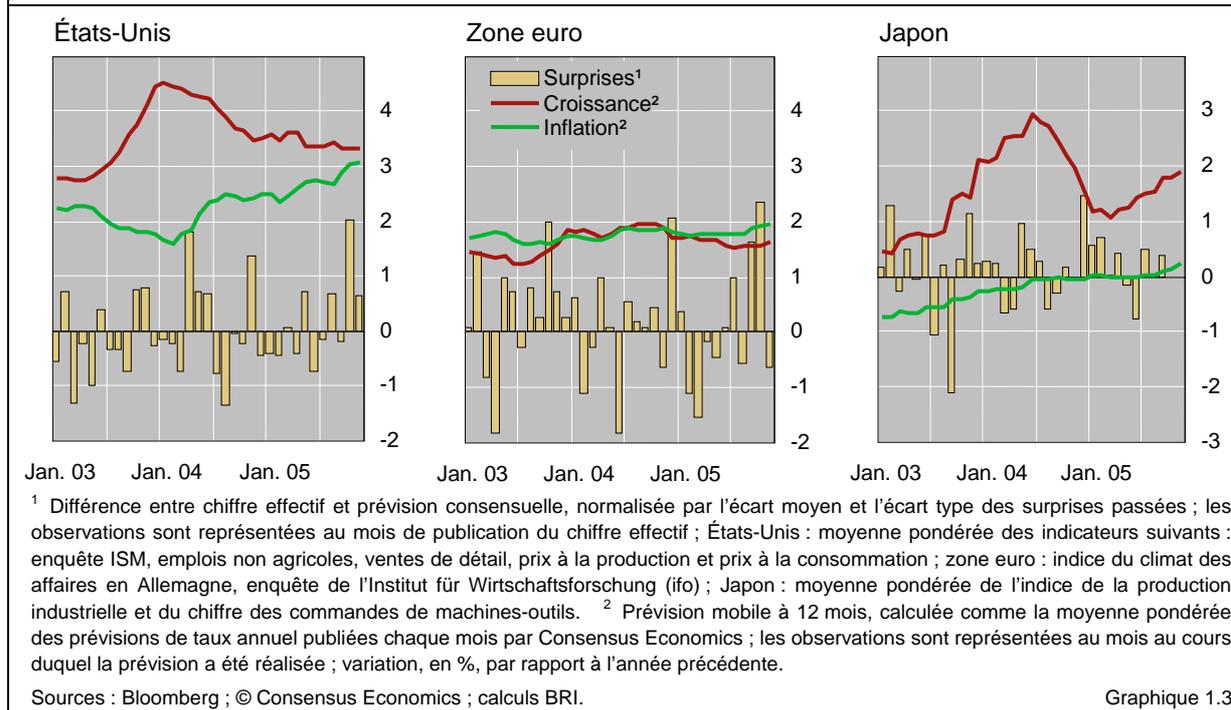
Les investisseurs ont plutôt perçu une accentuation des tensions inflationnistes sous l'effet du renchérissement de l'énergie. Si les cours du pétrole sont retombés après les records de fin août consécutifs au cyclone Katrina, ils étaient encore, en septembre, quelque 30 % au-dessus de leurs niveaux d'il y a un an, et les prix des produits raffinés ont augmenté davantage encore. Cela a alimenté les anticipations d'inflation. Aux États-Unis surtout, les analystes ont sensiblement revu à la hausse, en septembre et octobre, leurs

L'impact des ouragans est limité

Préoccupations quant aux tensions inflationnistes

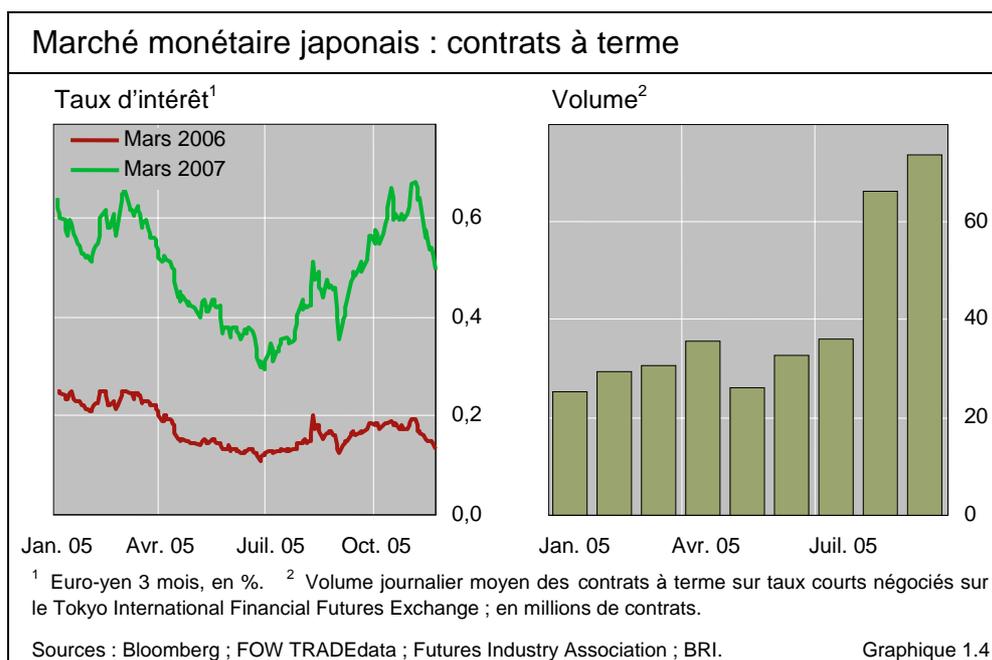


Indicateurs macroéconomiques



prévisions d'inflation à court terme (graphique 1.3). Les anticipations à long terme des ménages ont suivi la même tendance, comme la prime d'inflation mesurée à partir des rendements obligataires réels et nominaux (graphique 1.2).

Les banques centrales, aux États-Unis et dans la zone euro surtout, se sont empressées de signaler qu'un nouveau resserrement de la politique monétaire pourrait s'avérer nécessaire afin de contenir les anticipations d'inflation, ce qui a avivé les tensions sur les rendements. Ainsi, la publication,



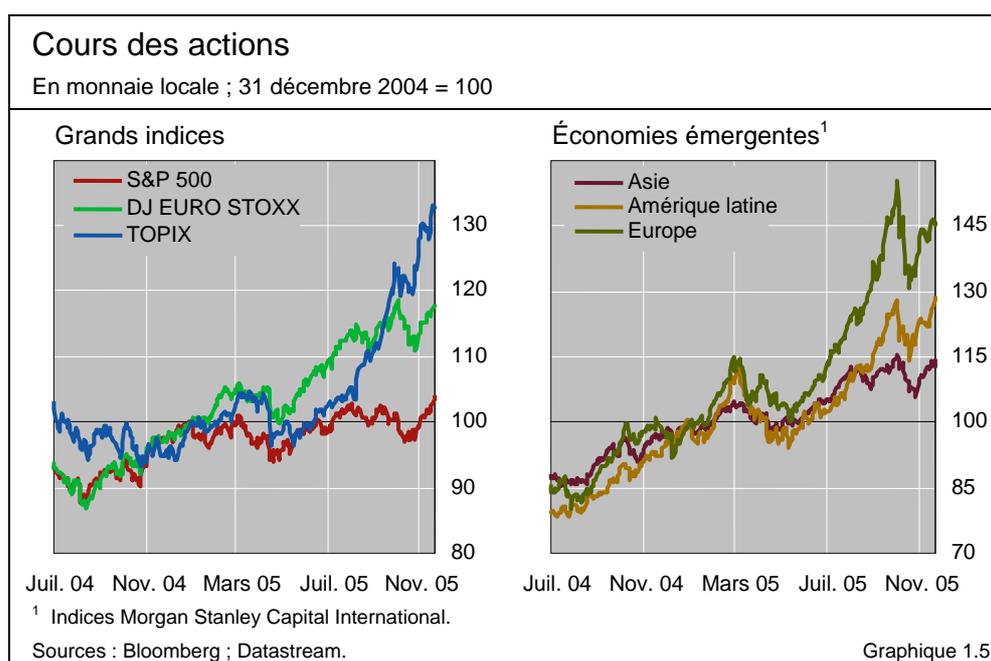
le 13 octobre, dans le *Bulletin mensuel* de la BCE, de la remarque du Conseil des gouverneurs selon laquelle une « très grande vigilance » était de mise face aux tensions inflationnistes a contribué à une hausse marquée des rendements du *Bund*.

Un changement d'orientation de la Banque du Japon n'apparaît pas imminent

Au Japon, les anticipations croissantes d'une hausse des prix l'an prochain ont conduit à s'interroger sur le moment, et les moyens, que la banque centrale pourrait choisir pour mettre fin à son orientation non conventionnelle. De fait, le négoce de contrats à terme du marché monétaire en yens s'est beaucoup intensifié à partir d'août, sous l'effet de la montée de l'incertitude sur les taux directeurs (graphique 1.4). Les déclarations de la Banque du Japon, en septembre et octobre, ont été interprétées comme signifiant que la politique de taux zéro ne serait pas abandonnée avant la prochaine année budgétaire au plus tôt. Les taux du marché monétaire sont donc restés inchangés alors que les rendements obligataires se tendaient : entre début septembre et mi-octobre, le rendement implicite sur contrat yen 3 mois échéance fin mars 2007 s'est accru de quelque 25 pb, alors que le même contrat expirant fin mars 2006 est resté quasiment inchangé.

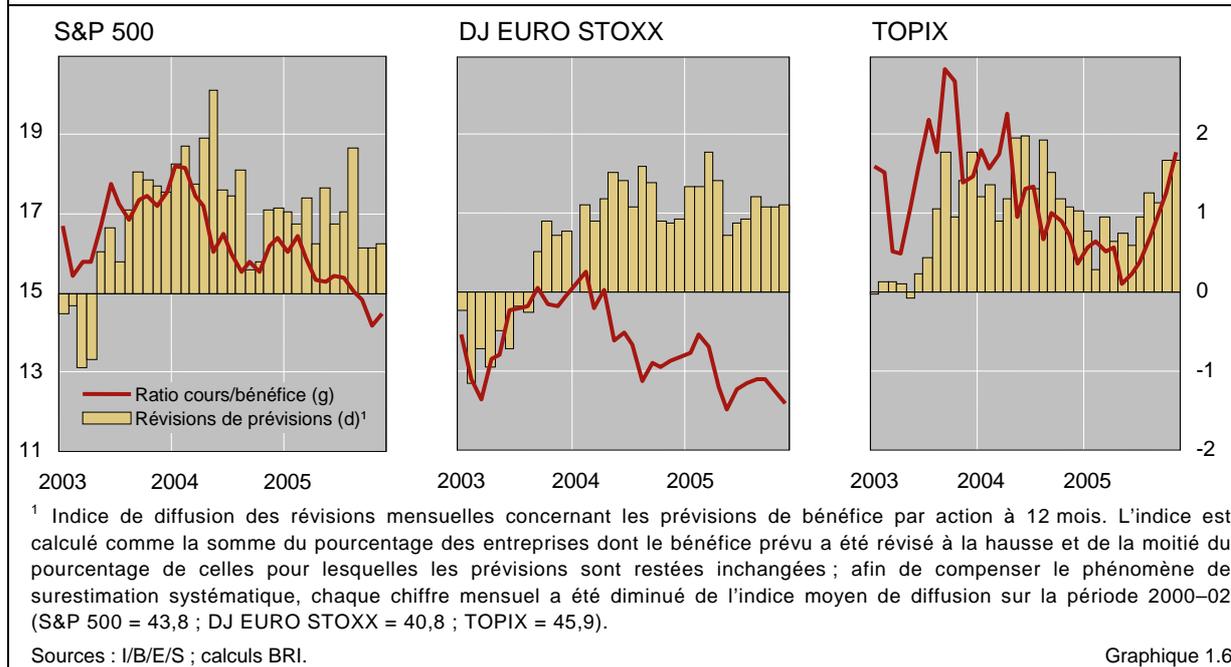
Des marchés des actions indifférents aux relèvements de taux

Dans un premier temps, les marchés des actions n'ont guère semblé affectés par la perspective d'un relèvement des taux directeurs. En septembre, nombre d'entre eux, à l'exception notable des États-Unis, ont atteint leur plus haut depuis plusieurs années (graphique 1.5). En octobre, les marchés ont connu quelques difficultés, en partie dues aux craintes de resserrement monétaire, puis, le mois suivant, ils ont approché (voire dépassé, dans le cas du Japon) leurs sommets de septembre : le 18 novembre, en clôture, le S&P 500 avait retrouvé son niveau de mi-2001, et le TOPIX, celui de mi-2000.



Prévisions de bénéfice et valorisation des actions

Sur la base de prévisions de bénéfice à 12 mois



En septembre, les révisions à la hausse des bénéfices prévisionnels, favorisées par des signes de croissance économique soutenue, ont porté les marchés (graphique 1.6). Durant la première quinzaine d'octobre, pourtant, l'optimisme a fait place au doute, et les cours ont chuté dans le monde entier. Les dégagements faisaient suite à un discours, le 4 octobre, où le Président de la Banque de Réserve fédérale de Dallas notait que l'inflation était proche de la limite supérieure de la zone de tolérance de la Fed. Cette remarque n'a guère eu d'effets sur l'obligataire, qui, en septembre déjà, avait intégré la possibilité d'un relèvement bien supérieur aux anticipations initiales – pour contenir l'inflation – mais elle a entraîné une baisse de 1 % du S&P 500, le 4 octobre. Le lendemain, les marchés d'Asie et d'Europe ont ouvert en repli, eux aussi.

Les semaines suivantes ont été marquées par une volatilité exceptionnelle. La volatilité implicite s'est en effet accrue en octobre, atteignant sur certains marchés son maximum depuis un an (graphique 1.7), en partie à cause d'un moindre goût des investisseurs pour le risque. Les cours des options sur indice boursier (S&P 500, DAX 30 et FTSE 100) et leur rapport à la volatilité effective indiquent que, en octobre, la composante commune du goût du risque sur les marchés américain, allemand et britannique a enregistré ses niveaux les plus bas de l'année.

La hausse de la volatilité implicite s'explique également par la montée des incertitudes sur les perspectives économiques. Nombre de marchés ont connu de fortes fluctuations : ainsi, cinq des dix plus amples mouvements du S&P 500 en 2005 ont eu lieu au cours du seul mois d'octobre. La volatilité s'explique parfois par les indicateurs macroéconomiques, comme, le 5 octobre, l'enquête ISM sur le secteur non manufacturier aux États-Unis, moins positive qu'anticipé. À certains moments, les bénéfices ont constitué le facteur

Préoccupations concernant le resserrement monétaire attendu de la Réserve fédérale

Une volatilité exceptionnelle...

...due à des perspectives incertaines

dominant, la majorité des entreprises annonçant une augmentation de leurs profits. À d'autres moments, les marchés ont semblé s'intéresser plutôt aux informations de nature plus politique, telle la nomination, le 24 octobre, du nouveau Président de la Réserve fédérale.

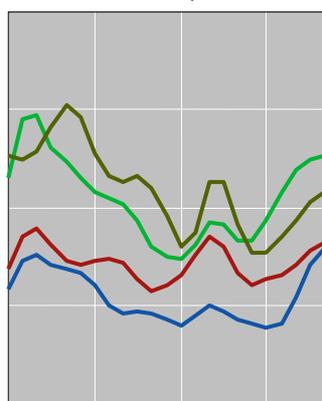
L'accumulation de signes indiquant une poursuite de la croissance soutenue aux États-Unis a fini par rassurer les investisseurs. Le 28 octobre, l'annonce d'une élévation du PIB américain plus forte que prévu au troisième trimestre a entraîné une augmentation du S&P 500 (+1,7 %). Lors de la séance suivante, les places de la zone euro ont affiché leur plus vive progression journalière de l'année (+2,2 %). La remontée s'est poursuivie jusqu'en novembre, favorisée par des annonces de hausse de dividendes, de rachats d'actions et de fusions-acquisitions (infra). En quinze jours, les marchés des États-Unis et de la zone euro avaient refait l'essentiel de leurs pertes de début octobre.

Les marchés japonais se sont particulièrement bien comportés. Entre le 1^{er} septembre et le 18 novembre, le TOPIX a gagné 20 %, tandis que le S&P 500 et le DJ EURO STOXX s'inscrivaient en hausse de seulement 2 % et 4 %. Les investisseurs en actions (comme les intervenants sur obligations) ont privilégié l'amélioration régulière des perspectives macroéconomiques. Le 11 octobre, le TOPIX a enregistré sa plus forte progression journalière (+2,5 %), grâce, notamment, à l'annonce d'un chiffre de commandes de machines-outils meilleur que prévu. Les nouvelles d'ordre politique ont également retenu l'attention : le soutien massif des électeurs au Premier ministre, lors des élections du 11 septembre, a été perçu comme favorable à une poursuite des réformes économiques. En outre, les annonces de bénéfice

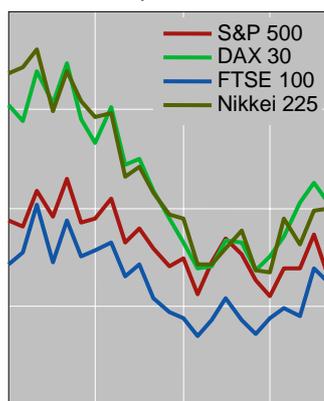
Les marchés japonais se démarquent...

Marchés des actions : volatilité et goût du risque

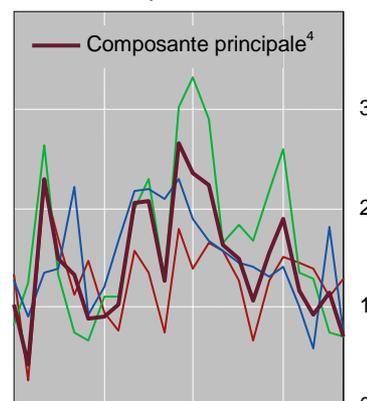
Volatilité historique¹



Volatilité implicite²



Goût du risque³



Jan. 04 Jul. 04 Jan. 05 Jul. 05

¹ Volatilité conditionnelle annualisée, calculée à partir d'un modèle GARCH(1,1) asymétrique ; période d'estimation = janvier 1996–novembre 2005 ; moyenne mensuelle ; en %. ² Volatilité implicite dans le prix des options d'achat à parité sur indice boursier ; moyenne mensuelle ; en %. ³ Indicateur obtenu à partir de la différence entre deux distributions des rendements, l'une implicite dans les primes des options, l'autre fondée sur les rendements effectifs estimés à partir de données historiques. ⁴ Première composante principale obtenue à partir des trois indicateurs de goût du risque pour S&P 500, DAX 30 et FTSE 100.

Sources : Bloomberg ; Chicago Mercantile Exchange ; Eurex ; London International Financial Futures and Options Exchange ; calculs BRI. Graphique 1.7

ont impressionné les investisseurs : depuis début 2005, les analystes ont revu à la hausse leurs prévisions pour un nombre toujours croissant d'entreprises japonaises (graphique 1.6) ; au contraire, les révisions à la hausse en septembre–octobre ont concerné moins d'entreprises américaines que durant la première moitié de l'année.

Au Japon, les bénéfices prévisionnels augmentent moins rapidement que les cours des actions, c'est pourquoi le ratio cours/bénéfice a atteint son maximum depuis mi-2004. En 2005, les cotations se sont orientées à la hausse (alors qu'elles baissaient aux États-Unis et dans la zone euro), grâce notamment au soutien des investisseurs du monde entier pendant la majeure partie de l'année.

...grâce au soutien des investisseurs étrangers...

Contrairement à ce qui s'était produit au cours des six dernières années, la hausse des actions s'est accompagnée, en 2005, d'un repli général du yen, tombé, en novembre, à un creux de deux ans vis-à-vis du dollar. Cette tendance est en partie imputable aux investisseurs nippons, qui ont fortement intensifié leurs placements en titres à l'étranger, se montrant ainsi, selon certains observateurs, moins réticents qu'auparavant envers le risque de change. La faiblesse du yen tient sans doute aussi à des anticipations de resserrement monétaire moins fortes que dans les autres économies développées (infra). En outre, des informations de marché ont fait état d'une vague d'opérations de *carry trade* susceptibles d'avoir affaibli le yen, les fonds spéculatifs ayant financé des positions longues en dollars par des positions courtes en monnaies à faible taux d'intérêt, particulièrement le yen.

...pourtant, le yen se déprécie

Les économies émergentes résistent remarquablement bien

On peut s'étonner que, paradoxalement, les révisions à la hausse des anticipations de relèvement des taux directeurs n'aient eu qu'une incidence minime sur les actifs des économies émergentes. Ces dernières années, la propension des investisseurs à prendre des risques, pour maintenir leur revenu nominal au même niveau qu'en période de taux d'intérêt plus élevés, a pesé sur les rendements. Cette propension ne semble pas diminuer, malgré l'augmentation significative des taux d'intérêt américains à long et court terme, en septembre et octobre.

Au troisième trimestre 2005, les économies émergentes ont enregistré des entrées quasi records au titre des investissements de portefeuille (graphique 1.8). Ces entrées ont contribué à porter nombre de marchés des actions à leur plus haut depuis des années et à ramener les primes des obligations souveraines à leur minimum historique. Ainsi, entre fin juin et fin septembre, les marchés des actions ont progressé de 12 %, en termes de monnaie locale, tandis que l'indice EMBI Global (hors Argentine) perdait 60 pb, pour s'inscrire à 229 pb (graphique 1.9)

Des entrées quasi records

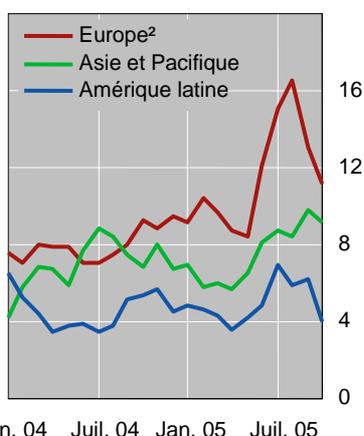
Puis, en octobre, les marchés ont subi un repli, modeste toutefois par rapport à la première partie de 2005 ou à avril–mai 2004. Entre le 4 et le 28 octobre, les marchés des actions d'Europe orientale ont perdu 13 %, en

Les dégagements d'octobre s'avèrent limités

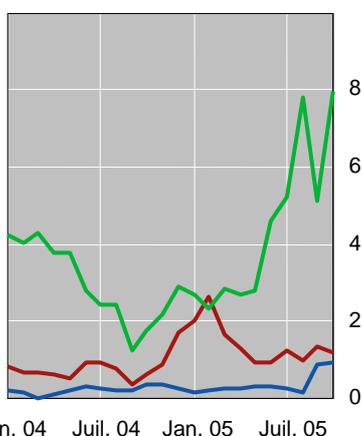
Flux de portefeuille vers les économies émergentes

En milliards de dollars EU

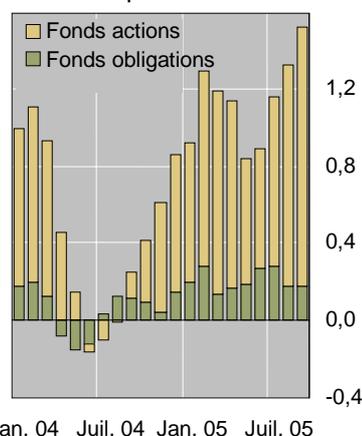
Titres de dette¹



Actions³



Fonds de placement⁴



Jan. 04 Jul. 04 Jan. 05 Jul. 05

Jan. 04 Jul. 04 Jan. 05 Jul. 05

Jan. 04 Jul. 04 Jan. 05 Jul. 05

¹ Émissions annoncées d'obligations internationales à moyen et long terme et crédits consortiaux conclus ; moyenne mobile sur 3 mois. ² Y compris l'Afrique et le Moyen-Orient. ³ Émissions (annonces) d'actions proposées sur le marché international ; moyenne mobile sur 3 mois. ⁴ Collecte nette des fonds profilés économies émergentes enregistrés aux États-Unis, y compris transferts nets entre fonds.

Sources : Bloomberg ; Dealogic Bondware ; Dealogic Loanware ; Investment Company Institute ; calculs BRI.

Graphique 1.8

termes de monnaie locale, et ceux d'Asie, 9 % (graphique 1.5). Durant la même période, les obligations souveraines internationales ont chuté, elles aussi, l'indice EMBI Global augmentant de 30 pb (graphique 1.9). Nombre de monnaies se sont dépréciées vis-à-vis du dollar EU, surtout les monnaies à haut rendement comme le real brésilien et le rand sud-africain. Cependant, une fois dissipées les craintes de ralentissement de la croissance américaine, les marchés se sont bien rétablis fin octobre. Fin novembre, actions et obligations étaient remontées à leurs sommets de fin septembre.

Durant la contraction d'octobre, les investisseurs ont fait peu de cas de la vigueur des conditions locales. Les données fondamentales, dans la plupart des économies émergentes, ne suscitaient guère de préoccupations. De fait, le nombre des rehaussements de notations continuait de dépasser celui des déclassements. En octobre, Moody's a relevé la note du Brésil et de la Russie à respectivement Ba3 et Baa2. Si les perspectives positives n'ont pas modéré le repli, c'est peut-être parce que les cotations ont semblé élevées même avant que soit intégrée l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur la croissance mondiale.

Malgré le fléchissement de la demande d'actifs des économies émergentes en octobre, les annonces sur les marchés de la dette sont restées bien supérieures à leur niveau de l'an dernier (graphique 1.8). S'il est vrai que certains emprunteurs ont réduit ou différé leurs émissions, surtout en Amérique latine, les conditions de financement sont restées en majorité favorables, même au pire moment. Fin octobre, le Vietnam a pu émettre sa toute première obligation internationale, assortie d'une prime plus étroite et pour un montant plus important qu'annoncé initialement.

Conditions de financement favorables

Les émissions d'actions des résidents des économies émergentes sur les marchés internationaux se sont également poursuivies à un rythme record. Les entreprises chinoises se sont montrées particulièrement dynamiques, collectant plus de \$20 milliards les dix premiers mois de 2005, soit presque autant que les autres signatures des économies émergentes réunies. En octobre, China Construction Bank est devenue la première des quatre plus grandes banques de Chine à être cotée à l'étranger. Son introduction en bourse, la plus importante de tous les temps pour une banque, était sans égale depuis 2001 (\$8 milliards). La Chine suit l'exemple d'autres économies émergentes et ouvre progressivement son système bancaire à la concurrence et à l'investissement étrangers (voir l'étude de D. Domanski).

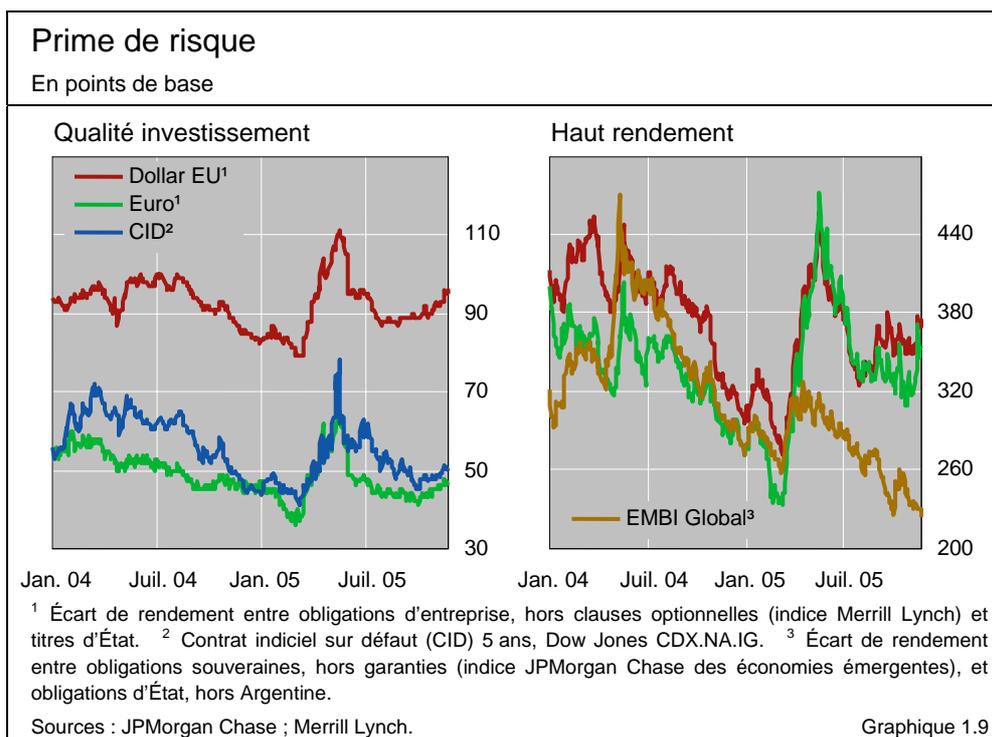
Les entreprises chinoises font preuve de dynamisme

Découplage des marchés de la dette

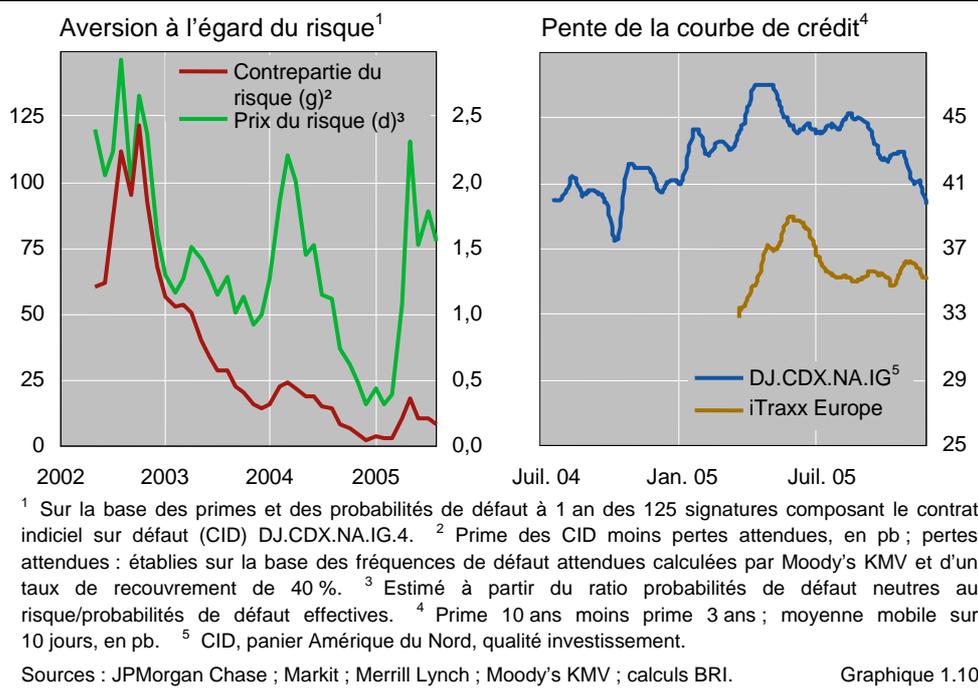
Les marchés de la dette des entreprises ont semblé suivre une évolution propre. Après s'être redressées en même temps que les cours des actions en 2003 et 2004, les primes de risque ont présenté des signes de découplage ces derniers mois. En octobre, même lorsque les rendements longs se sont tendus et que les cours des actions ont baissé, les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) et des obligations sont restées quasiment inchangées (graphique 1.9). En novembre, elles n'ont que légèrement augmenté, malgré le rebond des actions.

Les marchés de la dette ne sont pas restés insensibles aux variations de la confiance des investisseurs. En août, les primes sur obligations d'entreprise avaient déjà commencé à augmenter, plusieurs semaines avant le début de la dépréciation d'autres actifs. De fait, à l'inverse des actions et des titres de dette des économies émergentes, qui étaient remontés à de nouveaux

Les primes sur obligations d'entreprise augmentent...



Contrats dérivés sur défaut

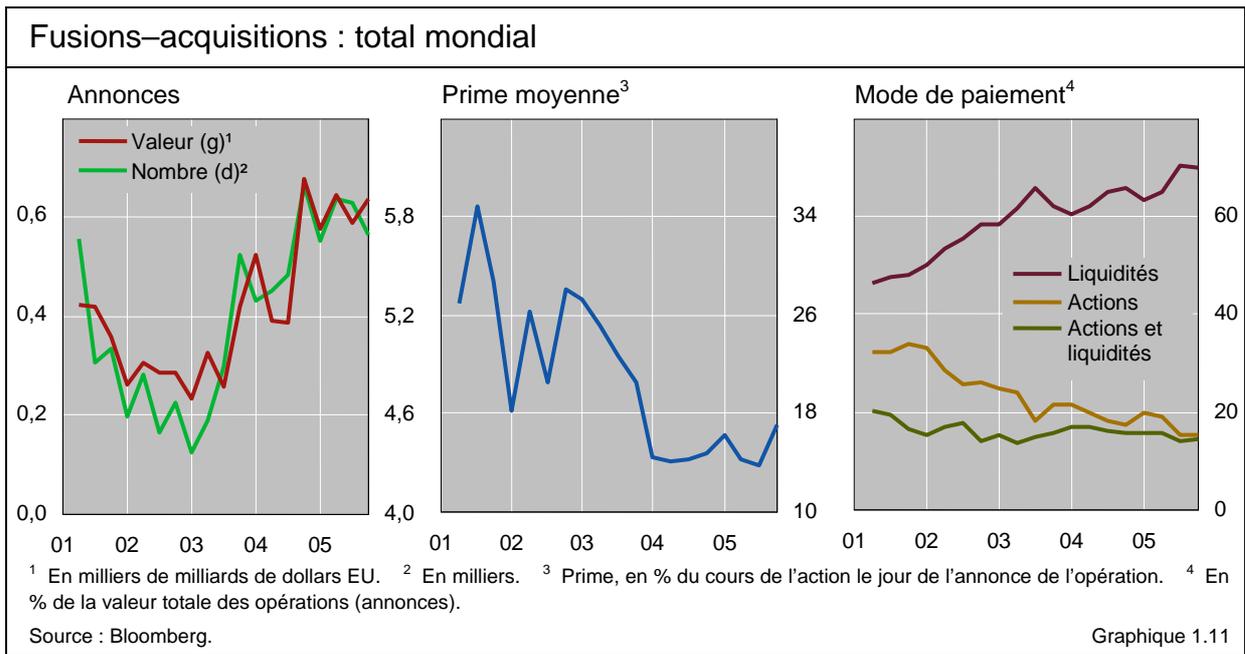


sommets en septembre, les obligations d'entreprise n'ont pas entièrement refait les pertes de l'année. Sur le marché du dollar EU, les primes des signatures de qualité se sont établies à 87 pb fin juillet, soit 10 pb de plus que leur minimum de mi-mars, pour s'élargir encore de quelque 5 pb quatre mois plus tard.

...le goût du risque s'affaiblissant

Ce déphasage entre cours des actions et primes de risque, et le fait que les obligations d'entreprise n'ont pas refait leurs pertes, s'expliquent essentiellement par une sensibilité accrue des investisseurs au risque circonstanciel après les événements de l'année, notamment le déclassement de General Motors. Si le goût du risque est resté prononcé, comme le donne à penser le fort rebond de la demande de titres garantis par des créances (TGC) au deuxième semestre 2005, il s'est affaibli quelque peu par rapport à fin 2004-début 2005. Le graphique 1.10 (cadre de gauche), qui représente la rémunération du risque de défaut (voir l'étude de J. Amato), montre bien que les investisseurs n'ont jamais retrouvé l'appétit pour le risque qui les caractérisait avant les turbulences sur les marchés de la dette entre mars et mai 2005.

La multiplication des mesures en faveur des actionnaires n'a servi, semble-t-il, qu'à rappeler le risque de baisse inhérent aux instruments de dette. Les entreprises voient de plus en plus les acquisitions comme un moyen de maintenir la croissance de leurs bénéfices. Les annonces de fusions-acquisitions entre janvier et octobre 2005 sont en hausse de quelque 35 % par rapport à la même période de 2004 (graphique 1.11). Les acquisitions ne vont pas forcément à l'encontre des intérêts des créanciers, et le fait qu'une grande part des montages annoncés cette année ont été financés par la trésorerie ne peut que les rassurer. Elles peuvent alourdir la dette, mais, dans ce cas, elles



ont traditionnellement tendance à accroître les bénéfices davantage que les opérations financées par actions. En outre, la prime d'acquisition ou d'échange reste bien en deçà du montant payé par les entreprises en 2000, lors de la dernière grande vague de fusions.

Évolution plus préoccupante pour les créanciers, le financement des rachats avec effet de levier a quasiment doublé sur les trois premiers trimestres de 2005 par rapport à la même période de 2004 (graphique 1.12). Selon Standard & Poor's, le ratio cours/bénéfice pour ce type d'opération est à un niveau jamais vu depuis plusieurs années. Aux États-Unis, en outre, les rachats d'actions dépassent nettement leur record de 2004 ; et sur les principaux marchés, les dividendes affichent des hausses à deux chiffres.

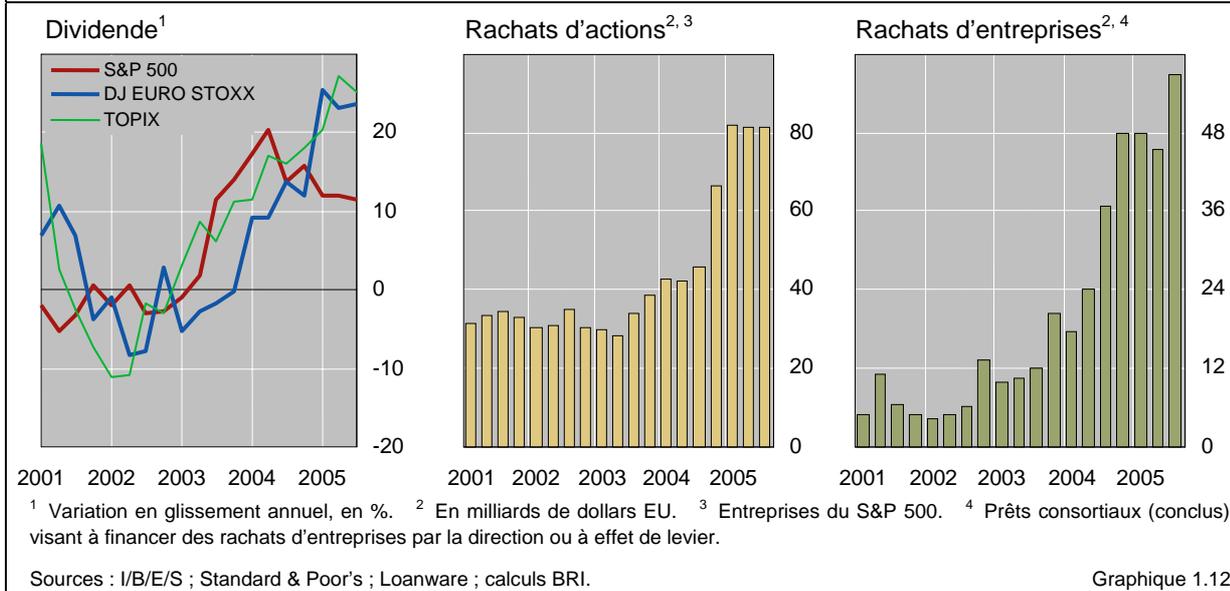
Modifications du capital en faveur des actionnaires

Le secteur automobile des États-Unis est resté une source de préoccupations pour les investisseurs, avec, en octobre, la mise en redressement judiciaire de Delphi, premier équipementier du pays et ancienne filiale de General Motors. GM a de nouveau été déclassé, à cause de ses liens étroits avec Delphi. De plus, cela a entraîné la rétrogradation d'un grand nombre de TGC : en décembre 2004, Delphi appartenait encore à la catégorie investissement et était donc référencé dans une gamme plus large de TGC qu'une signature de qualité inférieure. Malgré ces incidents en chaîne, les marchés de la dette ont eu une réaction ordonnée, favorisée par des initiatives visant à améliorer le fonctionnement des CDD, avec notamment le règlement au comptant des contrats indiciels (« Marchés dérivés »).

Le secteur automobile américain, source de préoccupations

Les marchés de la dette ont également accueilli sereinement le cyclone Katrina, catastrophe naturelle la plus coûteuse de l'histoire (encadré). Plusieurs assureurs et réassureurs ont vu leurs primes sur CDD augmenter notablement dans les semaines qui ont suivi le passage de Katrina, puis à nouveau fin septembre, avant que l'ouragan Rita ne touche la côte américaine. Pourtant, les primes s'étaient davantage élargies, dans bien des cas, lors du repli des marchés de la dette plus tôt dans l'année.

Mesures favorables aux actionnaires



Hausse graduelle
des défauts
anticipés

Malgré de telles surprises et les mesures décidées en faveur des actionnaires, les investisseurs ont semblé confiants quant à la solvabilité des entreprises. Ces derniers mois, les primes sur CDD à court terme pour les entreprises américaines ont augmenté par rapport au long terme, signe que les investisseurs ont perdu de leur optimisme (graphique 1.10). Pourtant, la pente reste aussi forte qu'en 2004, indiquant que les investisseurs ne tablent pas sur une détérioration marquée des conditions de crédit dans l'immédiat. Les analystes semblent partager ce point de vue. Ainsi, Moody's prévoit que le taux de défaut (mondial) pour la catégorie spéculative va certes s'accroître, mais de façon graduelle, passant d'un creux cyclique de 1,8 % mi-2005 à un peu plus de 3 % dans un an. En outre, le taux de défaut devrait rester bien en deçà de sa moyenne des années 90 (4,8 %).

Impact du cyclone Katrina sur la réassurance

Ingo Fender et Philip Wooldridge

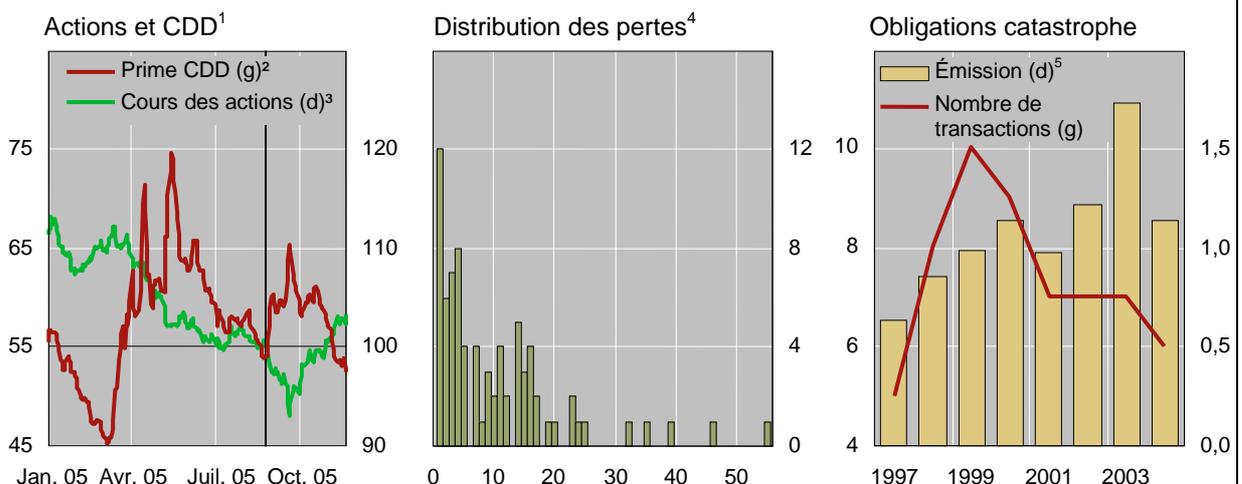
Le cyclone Katrina, qui a frappé la côte des États-Unis le long du golfe du Mexique, fin août 2005, et dévasté la Nouvelle-Orléans, pourrait être la catastrophe naturelle la plus coûteuse de tous les temps. Les sinistres sont estimés à pas moins de \$60 milliards, plus du double du précédent record dû au cyclone Andrew, en 1992. Par l'ampleur et la nature des dégâts, Katrina pèsera sans doute plus lourdement que ses prédécesseurs sur la réassurance : jusqu'à 50 % du total des sinistres. Or, les investisseurs n'ont, à aucun moment, craint que l'énormité des dommages n'engendre de graves difficultés financières. Les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) garantissant les réassureurs ont bien eu tendance à augmenter en septembre, mais moins que durant le repli de l'obligataire, début 2005 (graphique, cadre de gauche), et elles se sont resserrées en octobre. De plus, les cours des actions des entreprises de réassurance se sont rapidement redressés.

Les réassureurs participent à la stabilité du système financier. Ils absorbent les chocs susceptibles de compromettre la solvabilité des assureurs. Ils facilitent la répartition des risques entre secteurs et entre régions. Par leurs placements, ils contribuent à la liquidité, particulièrement sur les marchés de transfert de risques. Il était donc possible que des difficultés parmi les réassureurs – des défaillances, par exemple, ou des déclassements pouvant les contraindre à renoncer à certains pans non essentiels de leur activité – affectent d'autres secteurs.

La résilience dont le secteur a fait preuve s'explique, dans une large mesure, par une solide assise financière. La forte augmentation des primes d'assurance, en particulier pour les risques catastrophe, au lendemain des attentats de septembre 2001 a aidé nombre d'entreprises de réassurance à reconstituer leurs fonds propres – dont l'adéquation avait alors été remise en cause. Elle a, par ailleurs, attiré de nouveaux investisseurs en actions : les fonds spéculatifs, notamment, ont ainsi permis à de nouveaux venus (comme CIG Re ou Glacier Re, récemment) de constituer leur capital.

Selon les statistiques de la réassurance collectées par l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), les fonds propres des entreprises de réassurance représentaient \$244 milliards fin 2003. Le coût du cyclone Katrina ne risque donc pas de mettre en péril la solvabilité du secteur. Le rapport pertes/fonds propres de certains réassureurs serait, par contre, élevé ; aussi, faut-il s'attendre à des recapitalisations, voire à des déclassements (graphique, cadre du milieu). De fait, quelques réassureurs ont déjà renforcé leur capital. L'intérêt que les investisseurs portent à ces recapitalisations laisse penser qu'ils restent confiants dans la capacité des réassureurs à modéliser et à tarifier les risques naturels. Toutefois, des doutes sur l'aptitude des modèles et une fréquence accrue des sinistres pourraient se traduire, à moyen terme, par une révision des critères de notation et par des déclassements.

Impact du cyclone Katrina



¹ Le trait vertical correspond au 29 août, date à laquelle Katrina a atteint les côtes des États-Unis. ² Moyenne pondérée des primes sur CDD 5 ans de Swiss Re, Munich Re et ACE (libellés en dollars EU) assortis d'une clause de restructuration modifiée, en pb. ³ Ratio secteur de la réassurance/indice mondial ; 29 août 2005 = 100. ⁴ Estimation des pertes encourues par 78 entreprises d'assurance ou de réassurance du fait du cyclone Katrina ; en abscisse : part (en %) des fonds perdus par les actionnaires ; en ordonnée : nombre d'entreprises concernées. ⁵ En milliards de dollars EU.

Sources : Benfield Group ; Datastream ; Guy Carpenter ; Markit ; Swiss Re ; calculs BRI.

Les marchés des capitaux ne contribueront que fort peu à absorber le coût de Katrina, et ce, malgré les efforts engagés après le passage de l'ouragan Andrew pour promouvoir des instruments (obligations et options catastrophe – CAT) permettant de répartir plus largement les risques catastrophe. À mi-2005, l'encours des obligations CAT s'élevait à moins de \$5 milliards, l'exposition au risque de cyclone pour la côte des États-Unis bordant le golfe du Mexique ne représentant qu'une petite fraction de ce montant. L'un des facteurs expliquant cette évolution quelque peu décevante du marché tient au fait que l'arbitrage entre risque de base et risque subjectif relativise l'intérêt des obligations CAT par rapport à la réassurance. Cette dernière fait l'économie du risque de base grâce à des clauses contractuelles adaptées aux besoins du preneur d'assurance cherchant à transférer le risque, mais c'est précisément ce qui rend le contrat plus complexe et augmente donc les frais de suivi. Les contrats standards, en revanche, limitent au minimum le risque subjectif en subordonnant les paiements à des niveaux prédéterminés de pertes, par région ou par secteur, mais augmentent le risque de base pour le preneur.

2. Marché bancaire

Au **deuxième trimestre 2005**, les créances transfrontières des banques déclarantes ont connu un essor grâce surtout à l'activité interbancaire (à destination des États-Unis, du Royaume-Uni et des places franches), les transactions intragroupes représentant environ un tiers du total. Les prêts à la clientèle non bancaire ont continué de progresser, eux aussi, les banques achetant des titres de dette, émis essentiellement dans la zone euro.

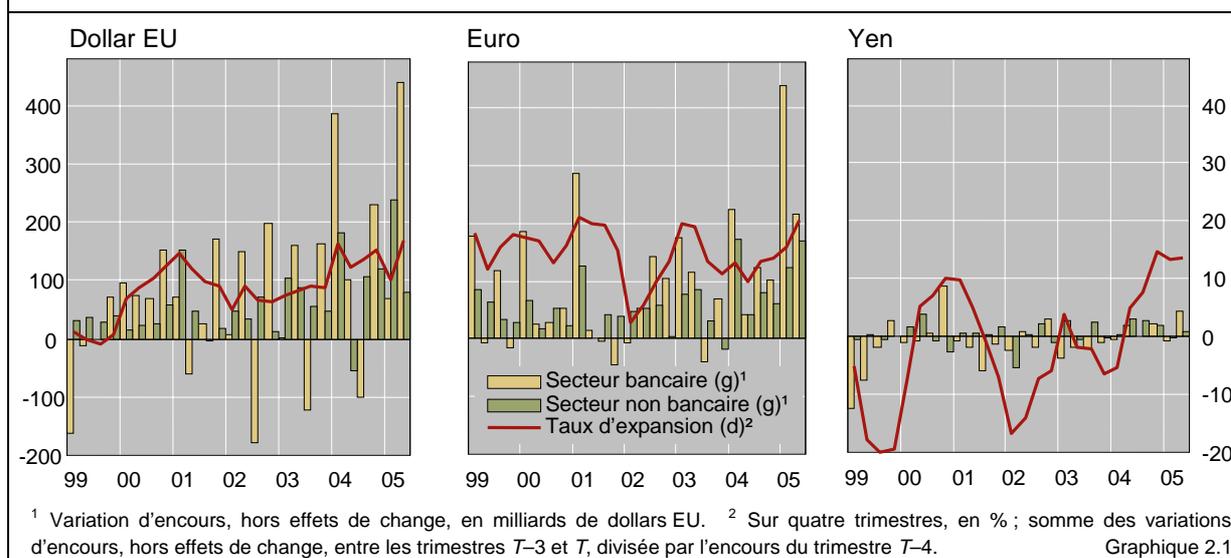
Les économies émergentes ont globalement enregistré une importante sortie nette car, grâce au récent renchérissement du pétrole, les pays exportateurs (dont l'Arabie Saoudite, la Russie et le Venezuela) ont dégagé des recettes substantielles et en ont placé une partie auprès de banques à l'étranger, ce qui explique l'accroissement des dépôts auprès des banques déclarantes.

Dans une perspective de longue durée, le flux de recyclage des pétrodollars dans le système financier international au cours du présent épisode de renchérissement du pétrole diffère à bien des égards du schéma observé précédemment. Si les pays exportateurs ont toujours placé une part importante de leurs pétrodollars auprès des banques, ils en ont récemment acheminé davantage vers d'autres emplois, ce qui a contribué à un accroissement de la proportion de pétrodollars dont ne peuvent rendre compte les données déclarées par les contreparties. Par ailleurs, si les dépôts en pétrodollars restent substantiels, leur importance relative comme ressources pour les banques déclarantes diminue avec le temps.

L'interbancaire à l'origine de l'essor des créances transfrontières

Les créances transfrontières ont poursuivi leur essor du premier trimestre, principalement grâce à l'interbancaire (graphique 2.1). Les créances des banques déclarantes ont totalisé \$23 100 milliards, soit une augmentation de \$1 100 milliards. Sur douze mois, la progression s'est établie à 16 %, la plus forte à avoir été enregistrée dans les statistiques BRI depuis le premier trimestre 1988. Ces fonds ont surtout été destinés aux banques des États-Unis, du Royaume-Uni et des places franches, les transactions intragroupes représentant environ un tiers du total.

Créances transfrontières des banques, par secteur débiteur et par monnaie



Pour le quatrième trimestre consécutif, les créances sur la clientèle non bancaire ont fortement progressé, elles aussi, les banques déclarantes achetant des titres de dette, émis surtout dans la zone euro. La hausse (+\$284 milliards) est, cette fois, attribuable pour près d'un quart aux places franches, où l'activité financière non bancaire est importante. De plus, les banques au Japon et au Royaume-Uni ont acheté pour \$136 milliards de titres de dette, émis en majorité par des signatures non bancaires de la zone euro et des États-Unis. Les créances sur la clientèle non bancaire de la zone euro se sont accrues de \$147 milliards (dont \$87 milliards de nature intrazone).

Les économies émergentes ont globalement enregistré une sortie nette de \$43 milliards (montant qui n'a été dépassé qu'à deux reprises dans les statistiques BRI), due aux dépôts des pays producteurs de pétrole. Les résidents des pays membres de l'OPEP ont confié \$26 milliards aux banques déclarantes, contre \$8 milliards le trimestre précédent et \$23 milliards au troisième trimestre 2004. Par ailleurs, les banques de Russie, fidèles à une tendance observée depuis fin 2001, ont déposé \$29 milliards à l'étranger (principalement en euros), un record qui ne représente toutefois qu'une légère augmentation par rapport au trimestre précédent.

Les exportateurs de pétrole déposent des fonds auprès des banques déclarantes

Pétrodollars et système bancaire international

La hausse des cours pétroliers amorcée en 1999 s'est traduite par un afflux de pétrodollars (dollars perçus par les pays exportateurs de pétrole), qui doivent servir à acheter des biens importés ou être placés à l'étranger sous forme d'investissements directs étrangers (IDE), d'achats de titres ou de dépôts bancaires. Or, les pays producteurs ne se sont pas comportés, cette fois, comme après le choc pétrolier de 1979. La présente section compare les deux épisodes (1978-82 et 1999-2005), à partir de plusieurs sources de données,

Créances transfrontières des banques

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU¹

	2003	2004	2004			2005		Encours à fin juin 2005
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 076,7	2 284,8	240,1	227,2	588,7	1 033,4	1 083,9	20 263,2
secteur bancaire	530,6	1 367,7	191,3	-5,5	362,2	596,6	784,6	12 934,2
secteur non bancaire	546,1	917,1	48,8	232,7	226,5	436,9	299,2	7 328,9
dont prêts :								
secteur bancaire	453,4	1 074,8	130,1	37,0	300,2	394,1	710,3	10 971,1
secteur non bancaire	277,9	548,9	-25,8	178,5	124,4	292,1	92,1	3 755,5
dont titres :								
secteur bancaire	75,6	124,8	51,0	-153,5	36,5	110,0	44,7	1 376,8
secteur non bancaire	208,5	252,2	33,5	41,9	58,4	81,8	226,0	3 111,9
Total par monnaie								
Dollar EU	580,7	967,8	61,6	9,6	277,8	270,5	498,4	8 681,6
Euro	502,7	837,7	81,0	202,4	154,2	604,6	398,6	7 835,5
Yen	-127,2	251,5	50,7	36,8	185,4	-52,0	80,1	1 237,9
Autres monnaies ²	120,5	227,9	46,8	-21,6	-28,8	210,3	106,8	2 508,2
Par résidence de l'emprunteur non bancaire								
Économies avancées	452,3	672,5	29,4	128,9	149,7	373,4	212,2	5 647,7
Zone euro	157,6	239,1	33,1	8,7	43,7	110,5	147,1	2 486,0
Japon	38,4	72,8	21,4	15,6	35,8	-31,5	10,6	235,3
États-Unis	172,5	164,4	-25,1	38,9	45,5	207,2	28,9	1 889,0
Places franches	100,0	238,8	33,8	106,0	57,4	56,3	64,4	983,8
Économies émergentes	6,1	49,9	2,3	1,2	22,0	13,2	23,6	649,2
Non attribué ³	-13,5	-39,2	-14,3	-6,2	-2,8	-6,3	-2,2	19,5
Créances locales ⁴	415,1	220,1	34,2	3,2	-5,9	233,5	-3,3	2 850,5

¹ Chiffres non corrigés des variations saisonnières. ² Y compris monnaies non attribuées. ³ Y compris créances sur les organisations internationales. ⁴ Créances en devises sur les résidents. Tableau 2.1

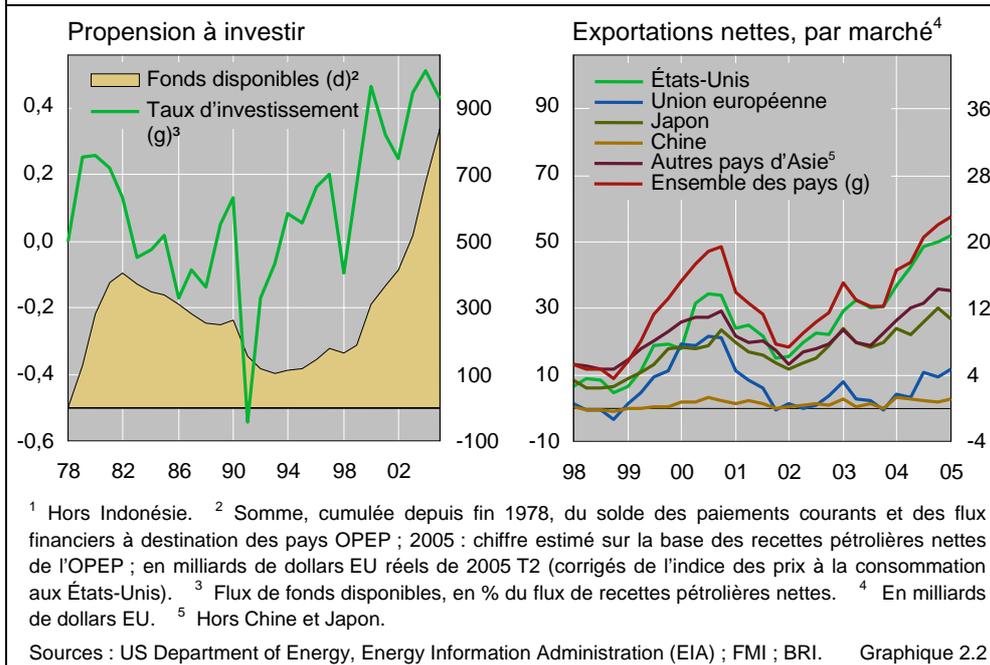
et fait ressortir l'évolution du rôle des banques. Ainsi, une plus grande diversification des placements (instruments et pays) a été observée récemment, de sorte que les pétrodollars sont moins dirigés vers le système bancaire international.

Une plus grande part de l'excédent n'est pas consommée

La forte augmentation des recettes pétrolières...

Amorcé en 1999, le cycle actuel de renchérissement du pétrole a permis aux pays exportateurs d'enregistrer des recettes substantielles. Entre le quatrième trimestre 1998 et le troisième trimestre 2000, le prix réel du baril a fait un bond de 207 %, avant de perdre près de 50 % en 2001. Il a ensuite augmenté de quelque 170 %, sans toutefois atteindre le sommet de \$105 de fin 1979. Selon les estimations, les pays de l'OPEP auraient encaissé \$1 300 milliards de

Pays OPEP¹ : exportations nettes et investissement à l'étranger



pétrodollars depuis fin 1998, et les deux autres grands exportateurs – Russie et Norvège – \$403 milliards et \$223 milliards respectivement¹. En 2005, les recettes nettes des pays exportateurs devraient se chiffrer à \$650 milliards ; toutefois, ces prévisions pourraient être dépassées, car elles remontent à mi-2005.

Les pays de l'OPEP semblent plus enclins que par le passé à investir leurs pétrodollars à l'étranger. On obtient une estimation indirecte du total de ces placements – ou « fonds disponibles » – en faisant la somme de leur excédent courant et de leurs entrées financières brutes². Comme le montre le graphique 2.2, le ratio fonds disponibles/recettes pétrolières nettes (en termes de flux) est plus élevé durant le cycle actuel que lors du précédent, ce qui dénote un accroissement des placements à l'étranger.

Les fonds disponibles des pays de l'OPEP proviennent surtout des États-Unis et de l'Asie. Selon le FMI (Direction of Trade Statistics), sur la période 1999 T1–2005 T1, les exportations nettes de l'OPEP à destination des

...amène les pays de l'OPEP à investir davantage à l'étranger

¹ Les recettes pétrolières nettes (estimations) sont tirées des séries annuelles de l'US Energy Information Administration. L'OPEP s'entend ici hors Indonésie et Équateur. Outre la Russie et la Norvège, les autres pays exportateurs de pétrole non membres de l'OPEP (entre parenthèses : leurs recettes pétrolières nettes pour 1999–2005) comprennent l'Angola (\$65 milliards), l'Égypte (\$12 milliards), le Mexique (\$105 milliards) et Oman (\$60 milliards).

² Les entrées financières brutes sont en partie estimées. Concernant certaines composantes de la balance des paiements, les données des derniers trimestres ne sont pas disponibles pour plusieurs pays et ont donc été estimées par extrapolation sur les périodes antérieures. De plus, on ne dispose pas de données sur les Émirats arabes unis, l'Irak et le Qatar, pour lesquels il a été estimé, à partir du compte courant et des réserves de change, que les entrées financières brutes représentaient 18 % de l'ensemble des fonds disponibles en 1999–2005, mais qu'elles étaient négligeables lors du précédent cycle.

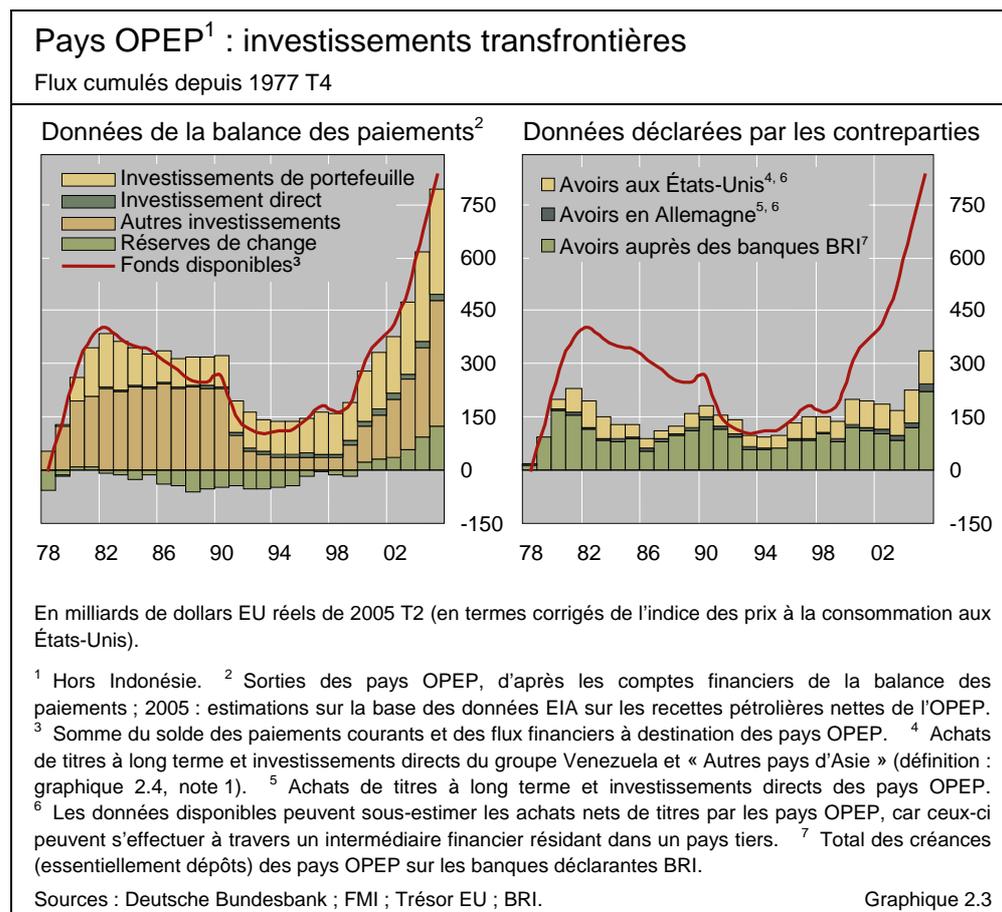
États-Unis, du Japon et du groupe Chine–autres pays d'Asie se sont chiffrées respectivement à \$277 milliards, \$186 milliards et \$245 milliards. Si les exportations vers l'Union européenne (UE) ont également progressé en termes bruts, elles restent relativement faibles (\$76 milliards) en termes nets, en raison d'une hausse parallèle des exportations de l'UE (graphique 2.2, cadre de droite)³. La participation accrue des banques de la zone euro au financement de ces transactions commerciales témoigne de l'intensification de tels échanges (encadré).

Suivi des sorties de pétrodollars

Les fonds disponibles de l'OPEP apparaissent comme créances sur le reste du monde sous forme d'achats de titres de dette étrangers, d'IDE, ou de dépôts bancaires à l'étranger. Le graphique 2.3 (cadre de gauche) décompose ces fonds entre les réserves de change et les diverses composantes du compte financier de la balance des paiements.

Ces données révèlent que les deux épisodes se distinguent nettement. Depuis 1999, 28 % des fonds disponibles sont orientés vers les placements de

Les placements
de l'OPEP à
l'étranger...



³ En 1999–2005, les pays de l'OPEP ont totalisé \$852 milliards d'exportations nettes. Leur excédent courant en 2004, soit \$140 milliards (hors Indonésie), était sensiblement le même que celui des grandes économies émergentes d'Asie–Pacifique (\$149 milliards).

Flux transfrontières des banques avec les économies émergentes

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU

	Positions ¹	2003	2004	2004			2005		Encours à fin juin 2005
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total ²	Créances	64,9	131,2	26,0	1,6	35,8	70,6	21,8	1 267,8
	Engagements	72,3	200,8	21,2	49,7	23,1	60,2	64,4	1 547,1
Afrique du Sud	Créances	-1,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	-0,2	3,2	21,9
	Engagements	9,5	6,8	1,9	0,7	0,1	0,6	1,6	41,0
Argentine	Créances	-8,5	-5,3	-1,1	-0,8	-0,7	-1,3	-0,6	16,5
	Engagements	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	25,0
Brésil	Créances	-7,2	-7,4	-4,0	-2,1	-3,1	2,9	0,8	80,1
	Engagements	14,4	-4,8	-3,6	-7,0	0,9	13,3	-9,3	55,7
Chine	Créances	13,5	24,0	9,9	-3,1	3,2	10,0	-2,7	97,3
	Engagements	-6,4	25,8	20,3	-2,6	-13,6	-3,3	6,8	120,3
Corée	Créances	-1,0	12,6	-8,6	0,8	6,0	8,9	-2,5	95,4
	Engagements	7,3	13,8	-4,9	2,9	-6,0	-4,6	-8,7	40,4
Indonésie	Créances	-4,6	0,3	-0,9	0,2	0,7	-0,6	1,9	31,0
	Engagements	0,2	-2,3	-1,3	-0,1	-0,6	0,1	0,6	10,9
Mexique	Créances	-0,7	-0,8	-0,6	-6,7	-1,0	0,5	-1,8	63,7
	Engagements	6,2	-4,7	-0,7	-6,4	-1,6	-1,5	2,3	58,1
Pologne	Créances	3,3	5,9	2,0	1,5	-0,1	5,5	2,5	51,4
	Engagements	-0,1	11,3	3,9	-0,2	4,6	1,6	1,4	33,2
République tchèque	Créances	3,7	2,7	0,8	0,4	3,1	0,7	-0,3	23,4
	Engagements	-2,4	0,8	2,5	-0,6	1,5	-0,8	2,3	12,5
Russie	Créances	12,1	8,9	-0,3	-1,8	7,6	3,3	1,7	66,8
	Engagements	16,2	23,9	7,8	5,5	5,6	28,1	28,9	136,6
Thaïlande	Créances	-1,6	0,2	-0,4	1,7	-0,1	0,5	4,3	24,0
	Engagements	5,7	2,4	1,2	1,7	1,0	2,6	1,4	24,1
Turquie	Créances	5,3	9,1	3,4	0,0	1,5	3,0	2,0	58,8
	Engagements	-0,4	6,9	0,9	1,1	2,0	-1,5	2,5	28,0
Nouveaux memb. UE ³	Créances	20,9	30,3	6,6	8,4	11,5	15,1	8,2	189,4
	Engagements	-0,4	17,4	4,8	0,0	9,4	0,7	1,9	85,7
Membres OPEP	Créances	-6,5	21,3	1,7	4,9	5,5	5,4	5,0	163,0
	Engagements	-14,9	34,5	-1,7	24,1	-4,2	8,1	26,7	319,2

¹ Positions de bilan envers l'étranger des banques déclarantes BRI. Engagements : essentiellement dépôts. Une augmentation des créances (engagements) représente des flux à destination (en provenance) des économies émergentes. ² Ensemble des économies émergentes ; les pays non cités ici sont indiqués aux tableaux 6 et 7 de l'Annexe statistique. ³ Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie. Tableau 2.2

portefeuille – ou achats nets d'actifs financiers étrangers, hors autorités monétaires – contre 38 % sur la période 1978–82. La part des « Autres investissements » (principalement dépôts bancaires à l'étranger, mais également placements non répertoriés ailleurs) a diminué, revenant de 58 % à 47 %. Quant à celle des réserves de change, négligeable au cycle précédent,

elle représente actuellement 19 % des fonds disponibles, en hausse de \$136 milliards par rapport à fin 1998⁴.

Il est difficile d'analyser en détail la destination des fonds disponibles, car les pays de l'OPEP ne produisent généralement pas de ventilation fine de leurs sorties de capitaux. Toutefois, le graphique 2.3 (cadre de droite), établi à partir de diverses données déclarées par les **contreparties**, fait la somme des achats nets de titres américains et allemands, des IDE et des dépôts bruts auprès des banques déclarantes, ce qui fournit une estimation des fonds disponibles de l'OPEP⁵.

Recoupées de la sorte, ces données présentent un aperçu assez fidèle des sorties de fonds disponibles de l'OPEP à la fin des années 80 et au début des années 90, mais elles sont nettement moins fiables en période de cherté du pétrole. Ainsi, on ignore ce qu'il est advenu de presque 70 % des fonds disponibles (\$486 milliards) durant le cycle actuel, et de 51 % (\$103 milliards) au cycle précédent.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer cette importante lacune statistique. Premièrement, les données déclarées par les contreparties font abstraction des achats à l'étranger. Par exemple, une estimation reposant sur les données TIC tend à sous-estimer les achats nets de titres américains de l'OPEP lorsque les transactions sont exécutées hors des États-Unis, à Londres notamment. Deuxièmement, les pétrodollars sont vraisemblablement beaucoup plus qu'avant investis sur les marchés boursiers et obligataires locaux. De nombreux pays du Moyen-Orient connaissent un boum économique (les indices boursiers de l'Arabie Saoudite, du Koweït et des Émirats arabes unis ont plus que quadruplé entre fin 2001 et fin juin 2005). Enfin, les pétrodollars trouvent des emplois de plus en plus diversifiés, en termes de lieu géographique et d'instrument, notamment fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement, qui ne sont pas tenus de publier d'informations sur les positions des investisseurs.

Les données déclarées par les contreparties, quoique limitées, témoignent de la diversification accrue des actifs. Ainsi, d'après une estimation grossière reposant sur les données TIC⁶, les pays de l'OPEP auraient réduit leurs achats

...ressortent
mal des données
déclarées par
les contreparties...

...en raison d'une
diversification
accrue

⁴ Dans la plupart des pays de l'OPEP, le secteur pétrolier a été nationalisé, du moins en partie. Le document *2004 OPEC Annual Statistical Bulletin* donne des précisions à ce sujet.

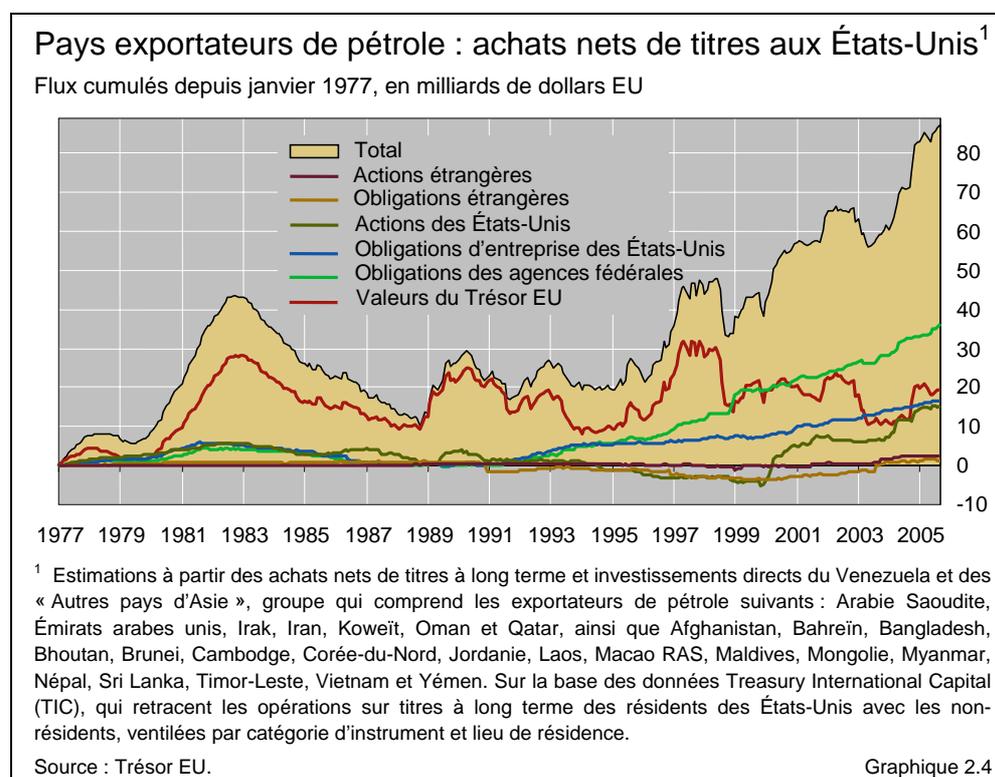
⁵ Les données pour les États-Unis sont décrites à la note 6. La France, le Japon et le Royaume-Uni fournissent également des informations sur la répartition géographique de leur position envers l'extérieur. L'encours des placements de portefeuille de l'OPEP en France a augmenté de \$25 milliards depuis 2000 (début de la publication de ces données). Dans le cas du Japon, il existe des données uniquement pour 2005. Enfin, les placements de l'OPEP au Royaume-Uni sont comparativement négligeables sur la base des chiffres disponibles (IDE en 1997–2003 et placements de portefeuille en 2001–03). Cependant, ces données sous-estiment les achats nets de titres, car ceux-ci peuvent s'effectuer à travers un intermédiaire financier dans un pays tiers.

⁶ Pour estimer les achats nets cumulés de titres américains à long terme de l'OPEP, on fait la somme des achats nets des résidents du Venezuela et de ceux des résidents des « Autres pays d'Asie », selon la classification des données TIC (flux) (graphique 2.4). Le document *Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities as of 30 June, 2004* présente des estimations de l'**encours** des titres américains détenus par l'OPEP : pour le long terme, il est

nets de titres américains à long terme durant le cycle actuel, même si les États-Unis conservent une place prééminente dans leurs placements *identifiés* en titres étrangers⁷. La part des fonds disponibles investis en Allemagne serait passée de 1 % à 2 % entre les deux épisodes. Par ailleurs, les données semblent indiquer une diversification *interne* aux titres américains. Depuis 1997, de nombreux pays producteurs de pétrole ont été vendeurs nets de valeurs du Trésor EU – actifs de prédilection au début des années 80 – tout en continuant à acheter des obligations d'entreprise et d'agence fédérale (graphique 2.4). L'épisode actuel se distingue par l'engouement, depuis 2000, pour les actions américaines, dont les achats nets totalisent \$15,2 milliards⁸.

Du fait de cette diversification, la part des fonds disponibles placée auprès des banques déclarantes a diminué, revenant de 28 % à seulement 20 % d'un épisode sur l'autre. Comme nous le verrons dans la section suivante, les pétrodollars constituent toujours une ressource importante pour le système bancaire international, mais moins qu'au cours des décennies précédentes.

Les « pétrodépôts » diminuent



passé de \$19 milliards fin 1978 à \$45 milliards fin 1984, et de \$71 milliards en mars 1994 à \$103 milliards en juin 2004. Pour le court terme, il a également augmenté, de \$4,5 milliards en juin 2002 à \$18,4 milliards deux ans plus tard.

⁷ D'après ces données, quelque 19 % des fonds disponibles de l'OPEP ont servi à acheter directement des titres américains entre 1978 et 1982, contre seulement 8 % entre 1999 et 2004.

⁸ S'agissant des titres allemands, contrairement à ce qui s'est produit pour les titres américains, les investisseurs des pays de l'OPEP ont délaissé les actions au profit des obligations d'État.

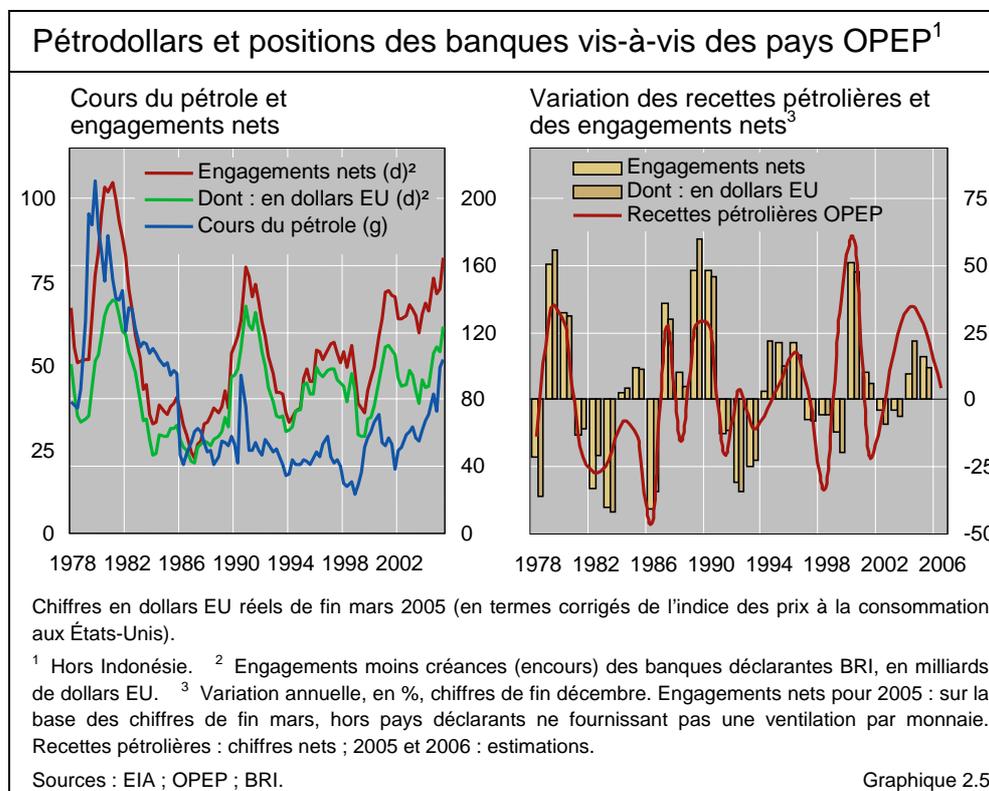
Pétrodollars : une ressource pour les banques déclarantes

En période de forte croissance, les recettes pétrolières excédentaires étaient traditionnellement placées auprès de banques à l'étranger, pour ensuite être recyclées sur le marché des titres ou d'autres actifs. L'expérience indique donc une relation imparfaite, mais perceptible, entre cours pétroliers, recettes pétrolières et volume des dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes. Le graphique 2.5 (cadre de gauche) montre que l'encours net (en termes réels) des engagements vis-à-vis des pays de l'OPEP – qui mesure l'apport net de ceux-ci au système bancaire international – tend à augmenter parallèlement aux cours réels du pétrole, parfois avec un temps de retard.

L'OPEP était une source importante de fonds pour les banques au cycle précédent...

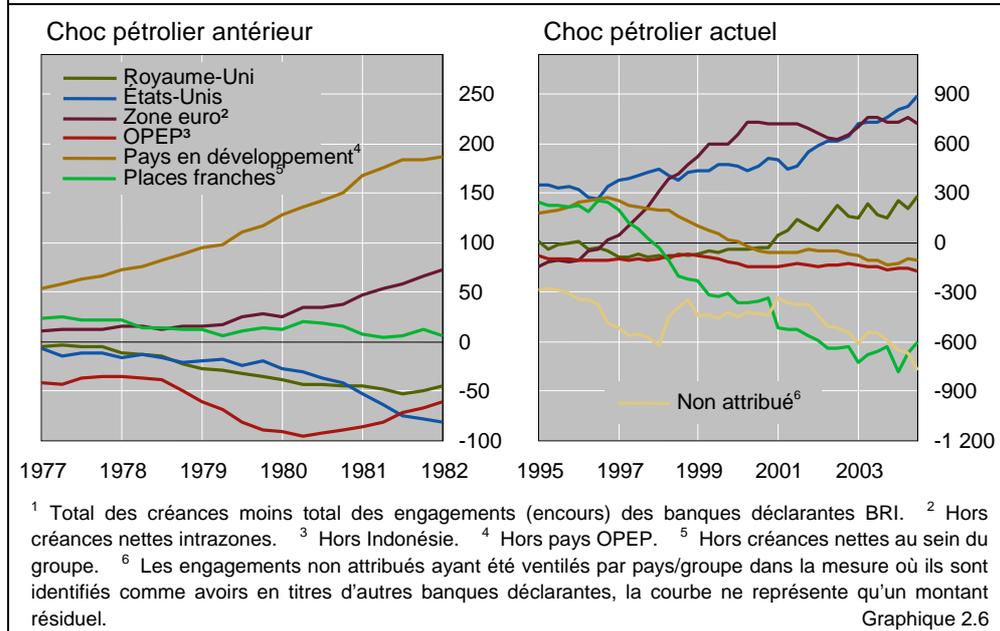
L'importance des pétrodollars ressort assez nettement durant le cycle 1978–82 (graphique 2.6, cadre de gauche). Les engagements nets des banques déclarantes ayant doublé sur cette période, l'OPEP est devenu un des premiers contributeurs nets de fonds du système bancaire international. Les pétrodollars ont entretenu la hausse des positions longues nettes des banques déclarantes – surtout vis-à-vis des économies émergentes – jusqu'à la crise de la dette des années 80.

Depuis, les flux financiers mondiaux ont beaucoup évolué, réduisant le rôle relatif des pétrodollars comme source de fonds. Ainsi, les banques déclarantes ont fortement accru leurs positions courtes nettes (engagements) à l'égard des **places franches** et des **économies émergentes hors OPEP**, de même que leurs positions longues nettes (créances) envers les États-Unis et la



Créances nettes¹ des banques, par pays/groupe débiteur

En milliards de dollars EU



zone euro (graphique 2.6)⁹. La crise asiatique de 1997 semble avoir joué un rôle à cet égard. Avant la crise, l'Asie-Pacifique était un important débiteur net. Or, depuis 1999, une partie des excédents courants cumulés (\$599 milliards) et des capitaux injectés dans les (grandes) économies émergentes d'Asie¹⁰ a été déposée auprès des banques déclarantes. Cet accroissement des dépôts, allié à la diminution des crédits transfrontières depuis 1997, a inversé la position nette des créances sur les économies émergentes, passée, pour l'Asie émergente, de +\$220 milliards au deuxième trimestre 1997 à -\$97 milliards quatre ans plus tard¹¹.

De même, les positions des banques déclarantes vis-à-vis des places franches se sont ressenties de la crise asiatique. Comme en témoigne le graphique 2.6, la position nette vis-à-vis de Hong-Kong et de Singapour est

...ce qui est moins vrai dans le cycle actuel

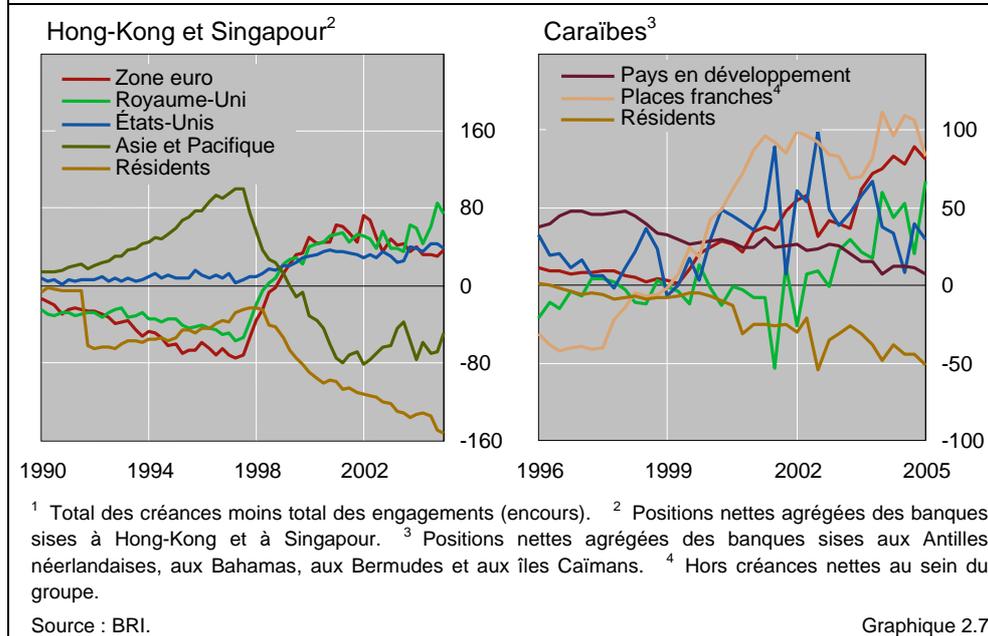
⁹ Les chiffres du cadre de droite du graphique 2.6 ont été estimés. Souvent, les banques déclarantes ne sont pas en mesure d'attribuer leurs engagements à un pays, car elles ignorent l'identité des détenteurs de leurs **titres de dette** (alors qu'elles connaissent celle de leurs **déposants**). Les engagements pour lesquels la **résidence de la contrepartie** est inconnue ont augmenté, pour atteindre \$1 960 milliards, ou 10 % du total (contre 2 % en 1983). Cela étant, les données sur les **créances interbancaires** sous forme de titres de dette permettent de répartir entre pays/groupes débiteurs une grande partie des créances non attribuées.

¹⁰ Voir « Marché bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005. Les grandes économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Corée, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Taïwan (Chine) et la Thaïlande.

¹¹ Au quatrième trimestre 2003, les créances nettes des banques déclarantes sur l'Amérique latine sont devenues négatives, elles aussi.

Places franches : créances nettes¹ des banques locales, par pays/groupe débiteur

En milliards de dollars EU



passée de longue à courte. Les banques sises dans ces territoires ont réduit l'offre de crédit aux résidents d'Asie-Pacifique et ont acheminé les flux nets de fonds de la région (Hong-Kong et Singapour compris) vers les banques au Royaume-Uni et dans la zone euro, ce qui confirme le statut de centre financier international de Hong-Kong et de Singapour. La diminution des créances nettes des banques déclarantes sur les places franches (graphique 2.6) concerne aussi les Caraïbes et s'explique en partie par l'accroissement, depuis 1999, des positions longues nettes des banques locales à l'égard de la zone euro, des États-Unis et du Royaume-Uni (graphique 2.7, cadre de droite).

Dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes

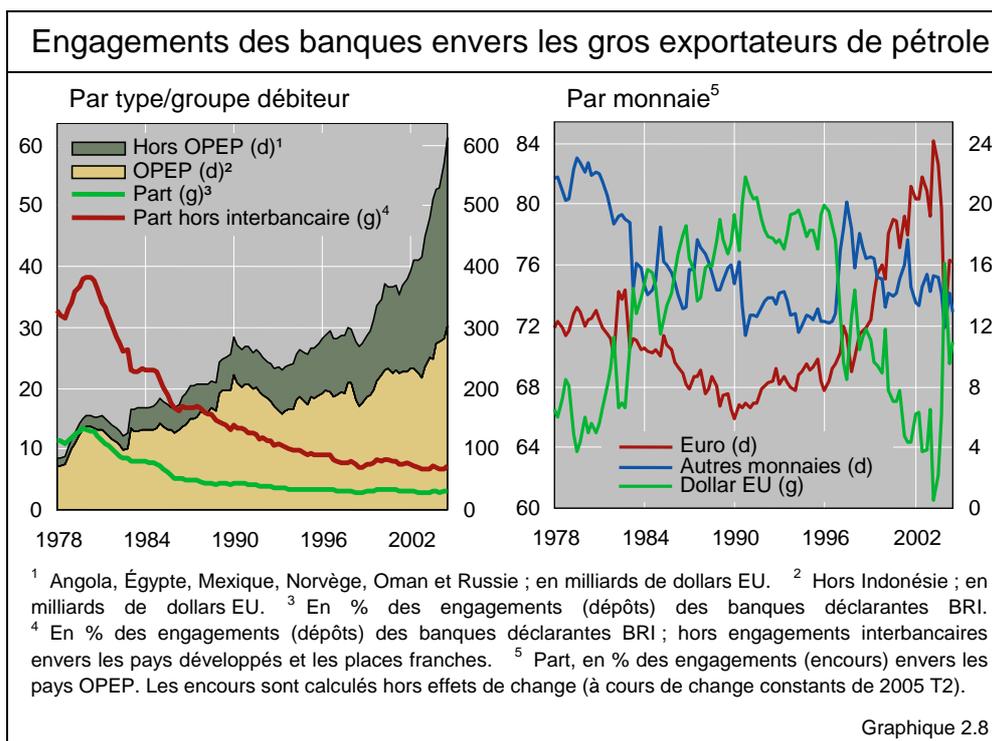
Bien que les dépôts des pays exportateurs de pétrole représentent une proportion moindre des fonds des banques déclarantes, ils ont manifestement augmenté en termes bruts par rapport à l'an dernier. Les engagements des banques déclarantes à l'égard de ces pays se sont accrus de 20 % l'an en moyenne depuis le premier trimestre 2004, pour atteindre \$611 milliards ce trimestre (graphique 2.8, cadre de gauche). Malgré cela, les pays exportateurs de pétrole ne représentent que 3 % du total des engagements des banques déclarantes (dépôts reçus), contre 13 % lors du précédent cycle de renchérissement du pétrole. Ce recul est encore plus marqué si l'on exclut les dépôts interbancaires, qui sont fortement influencés par les transferts successifs entre établissements.

Comme le montre le graphique 2.8, la part des « pétrodépôts » des pays hors OPEP a augmenté¹². Cette progression est principalement attribuable à la Russie, dont les recettes pétrolières (\$403 milliards depuis fin 1998) ne sont inférieures qu'à celles de l'Arabie Saoudite (\$597 milliards sur la même période). C'est grâce à ses recettes pétrolières que la Russie a accumulé des réserves de change et placé un important volume de fonds à l'étranger, notamment auprès des banques. Durant le cycle actuel, ses actifs étrangers se sont accrus de \$250 milliards, dont 38 % sous forme de dépôts auprès des banques déclarantes.

La part des exportateurs hors OPEP s'est accrue

La composition par monnaie des dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes a beaucoup changé depuis 1999, en réaction, semble-t-il, à l'évolution du cours euro/dollar EU et à l'écart de taux d'intérêt. Le mouvement de report sur l'euro observé entre début 1999 et début 2004 (graphique 2.8, cadre de droite) a accompagné un creusement de l'écart de taux entre la zone euro et les États-Unis les trois premières années de la période, puis un net recul du dollar face à l'euro les deux années suivantes¹³. Début 2004, la part en euros des dépôts de l'OPEP (hors effets de change) avait augmenté de 13 points de pourcentage. Peu après, la situation s'est inversée lorsque le

La composition par monnaie des dépôts de l'OPEP...

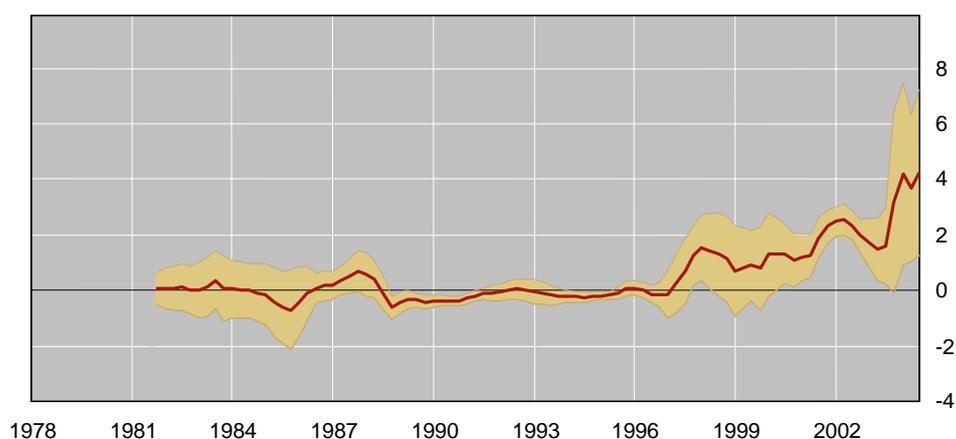


¹² Entre fin 1977 et le deuxième trimestre 2005, la part du total des engagements envers les pays hors OPEP (définis au graphique 2.8) est passée de 14 % à 50 %.

¹³ Dans cet exercice, les effets de change ont été éliminés en recalculant la part de la devise sur la base du cours de change constant de fin 2005 T2.

Composition par monnaie des dépôts de l'OPEP¹ : une explication

Incidence des rendements relatifs euro/dollar EU²



¹ Hors Indonésie. ² Régression mobile sur 16 trimestres de 1) la part relative euro/dollar EU dans les dépôts des résidents des pays OPEP auprès des banques déclarantes BRI sur 2) l'écart contemporain de taux d'intérêt euro/dollar EU et le cours de change euro/dollar EU. Part relative euro/dollar EU = encours – calculés hors effets de change (à cours de change constant de 2005 T2) – de dépôts en euros, en % de la somme des dépôts euros + dollars EU auprès des banques fournissant une ventilation par monnaie. Écart contemporain de taux d'intérêt euro/dollar EU = différence de rendement, en taux annualisé, entre titres d'État 1 an en Allemagne et aux États-Unis. Cours de change : avant 1999, mark allemand/dollar EU. La courbe représente le coefficient de la pente de l'écart de taux d'intérêt. Zone orangée : bande de confiance de 2 erreurs types. Graphique 2.9

cours euro/dollar s'est stabilisé et que les taux directeurs américains ont commencé à remonter. Entre mi-2004 et le deuxième trimestre 2005, les nouveaux dépôts en dollars EU des résidents des pays de l'OPEP ont fait baisser de 8 points de pourcentage la proportion en euros.

Cette évolution est similaire à celle du cycle 1978–82, mais en plus prononcé. Or, récemment, la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP a été plus sensible à l'évolution de l'écart de taux d'intérêt. C'est ce qui ressort d'une régression mobile (sur seize trimestres) de la part de l'euro et du dollar EU dans les dépôts de l'OPEP sur les écarts de taux et le cours de change (graphique 2.9).

La régression vise à montrer dans quelle mesure la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP réagit à l'évolution des taux, en présence d'anticipations de variations de change¹⁴. Par hypothèse, ces anticipations sont déterminées par l'écart de taux et le cours de change contemporains¹⁵. La part correspondant à chaque monnaie étant établie d'après l'encours des dépôts à

...paraît sensible à l'écart de taux d'intérêt

¹⁴ Il convient de noter que les résultats de la régression portent uniquement sur les dépôts auprès des banques déclarantes et que, par conséquent, ils ne sont pas nécessairement représentatifs de l'ensemble des placements transfrontières des résidents des pays de l'OPEP. De plus, ils ne donnent qu'une idée imparfaite du risque de marché inhérent aux dépôts de l'OPEP, car ce risque peut être couvert.

¹⁵ Le cours de change et les écarts de taux d'intérêt euro/dollar EU permettent de prédire les variations du cours euro/dollar EU entre 1978 T4 et 2005 T2.

cours de change constant, la régression prend en compte les modifications de la composition exclusivement attribuables aux nouveaux dépôts et retraits.

Les résultats de la régression montrent que la composition des dépôts de l'OPEP a réagi à l'écart de taux entre l'euro et le dollar EU uniquement durant le récent cycle. Le coefficient de l'écart est positif et statistiquement significatif pour toutes les fenêtres de régression (sauf une) à partir du premier trimestre 2001. Durant cette période, les résultats sont aussi économiquement significatifs : une hausse de 1 point de pourcentage de l'écart de taux euro/dollar fait augmenter d'environ 2 points de pourcentage la part en euros¹⁶.

La régression n'a pas fait ressortir une telle relation pour le cycle précédent. Avant 2001, la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP était insensible aux variations de l'écart de taux, tant d'un point de vue statistique qu'économique, comme l'illustre la période de grande volatilité de l'écart de taux [euro]/ EU entre 1978 et 1982.

¹⁶ Le coefficient de la pente du cours de change est statistiquement significatif dans la plupart des fenêtres de régression, mais son signe est instable. Par exemple, le coefficient est positif pour les fenêtres comprises entre 1998 T1 et 2002 T2, et négatif pour les fenêtres comprises entre 2003 T2 et 2004 T2. Le coefficient positif confirme le retour à la moyenne du cours euro/dollar EU : une dépréciation de l'euro (c'est-à-dire une hausse du change) laisse présager une appréciation et entraîne un mouvement de report sur l'euro. Le coefficient négatif indique une anticipation de persistance de la variation de change.

Évolution du marché des crédits consortiaux

Blaise Gadanez

Des conditions de financement toujours favorables au troisième trimestre 2005

Après un deuxième trimestre très vigoureux, l'activité sur le marché international des crédits consortiaux s'est ralentie. Le volume de facilités conclues au troisième trimestre s'est établi à \$522 milliards, inscrivant une baisse de 28 % (5 % seulement en données cvs) par rapport au trimestre précédent, mais une hausse de 13 % en glissement annuel.

Les conditions de financement sont restées favorables, surtout aux États-Unis, où les primes (non corrigées de la qualité du crédit) ont encore diminué tandis que l'échéance moyenne s'allongeait. Le pourcentage d'opérations assorties de clauses restrictives ou de garanties est tombé à un creux sans précédent pour les pays industrialisés ; on peut y voir un autre signe de la souplesse des conditions.

La faiblesse des primes sur les prêts aux emprunteurs des pays industrialisés s'est accompagnée d'un nombre moyen de membres du consortium à un creux historique (9). Il est possible que plusieurs banques se soient retirées du marché en raison du niveau particulièrement bas des primes.

Les prêts aux emprunteurs du monde émergent ont atteint un niveau inédit depuis fin 1997 (\$56 milliards). L'activité a été tirée par le dynamisme exceptionnel de deux régions : Moyen-Orient et Afrique, d'une part, et Asie-Pacifique (dont la Chine), d'autre part. Dans ces deux régions, le secteur de l'énergie a bénéficié de fonds substantiels et la prime moyenne a été faible, à 76 et 75 pb respectivement au-dessus du Libor – pour l'Asie, un niveau guère observé depuis 1996. L'Afrique du Sud a de nouveau été le moteur de sa région en renouvelant pour plus de \$1,5 milliard de facilités souveraines. Après une longue pause, l'Argentine est revenue sur le marché avec un montage de \$1,4 milliard obtenu par une entreprise d'ingénierie.

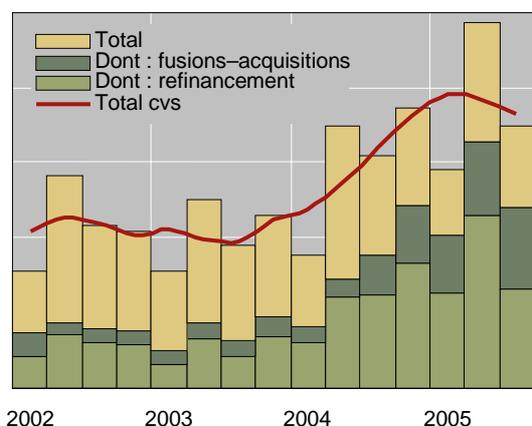
Crédits consortiaux à certains exportateurs de pétrole et au secteur pétrolier : répartition géographique

La structure des consortiums permet d'identifier l'origine des banques pourvoyeuses de crédits consortiaux à certains pays exportateurs de pétrole et au secteur pétrolier. Elle montre la place importante et croissante que tiennent les banques ouest-européennes.

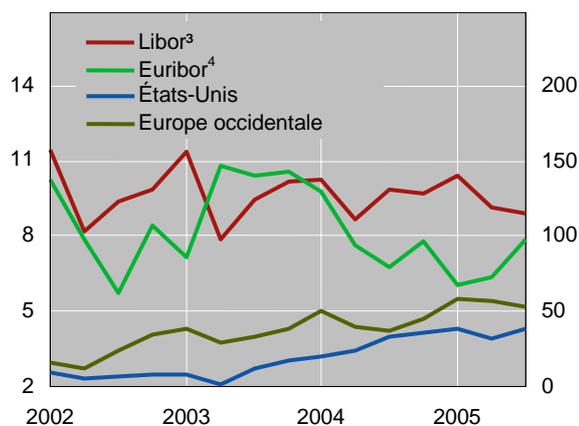
Ces dix dernières années, les prêts destinés aux pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP (quel que soit le secteur d'activité de l'emprunteur) ont été montés et financés essentiellement par des banques régionales et ouest-européennes (graphique B). Cependant, la présence croissante de

Crédits consortiaux internationaux : facilités conclues

Volume (en milliards d'USD)



États-Unis et Europe occidentale :
échéance¹ et tarification²



¹ Moyenne pondérée par la taille de l'emprunt (années, g). ² Primes + commissions ; moyenne pondérée par la taille de l'emprunt (en pb, d). ³ Facilités libellées en dollars EU, en faveur d'emprunteurs des États-Unis, référencées sur le Libor. ⁴ Facilités libellées en euros, en faveur d'emprunteurs d'Europe occidentale, référencées sur l'Euribor.

Sources : Dealogic Loanware ; BRI.

Graphique A

groupes arrangeurs étrangers, d'Europe occidentale en particulier, fait que la part des banques régionales diminue (30 % sur la période 1994–99 et 24 % seulement ces cinq dernières années). S'agissant de l'origine des fonds, la proportion de banques ouest-européennes s'est aussi accrue, pour atteindre quelque 50 % en 2004 et 2005, principalement au détriment des prêteurs régionaux. La recherche de rendements plus élevés pourrait avoir poussé les banques ouest-européennes à diversifier leur activité de prêt au-delà de leur région, où la tarification est exceptionnellement faible depuis deux années.

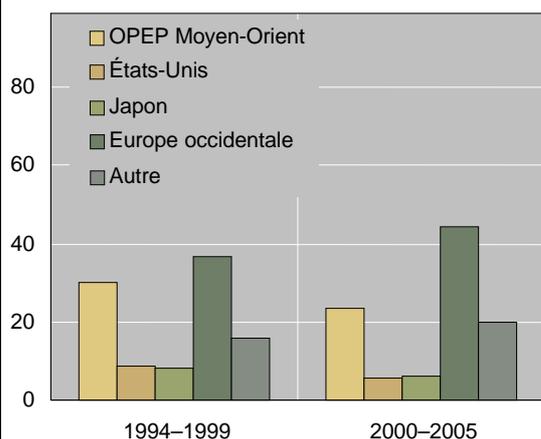
Les banques ouest-européennes ont participé en masse à des consortiums octroyant des crédits de financement du commerce international aux emprunteurs des pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP. Durant la dernière décennie, elles ont, en moyenne, monté 56 % des facilités et fourni 74 % des fonds.

Représentant plus de 70 % du marché, les banques d'Europe occidentale et des États-Unis sont les plus actives en matière de prêts au secteur pétrolier mondial. Entre 1995–99 et 2000–05, les premières ont accru de 13 et 5 points de pourcentage respectivement, au détriment des secondes, leur participation au montage et au financement de ces prêts.

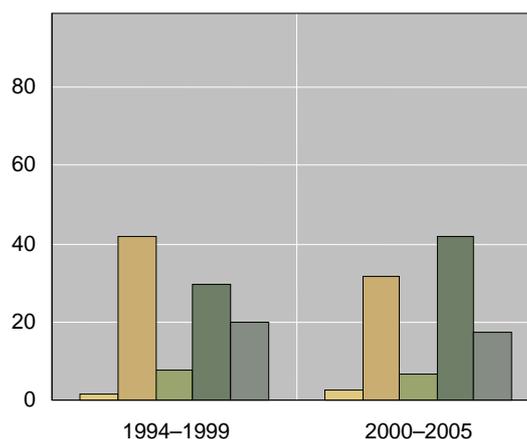
Crédits consortiaux liés au pétrole : répartition géographique¹

Origine du groupe arrangeur, en % du nombre de montages, moyenne pour 1993–2005²

Emprunteurs de l'OPEP (Moyen-Orient)
Tous secteurs

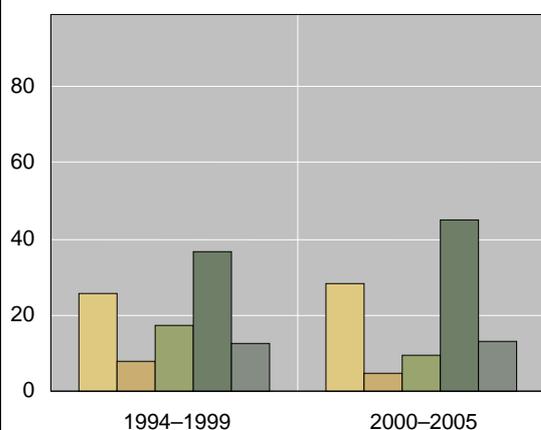


Secteur pétrolier, tous pays

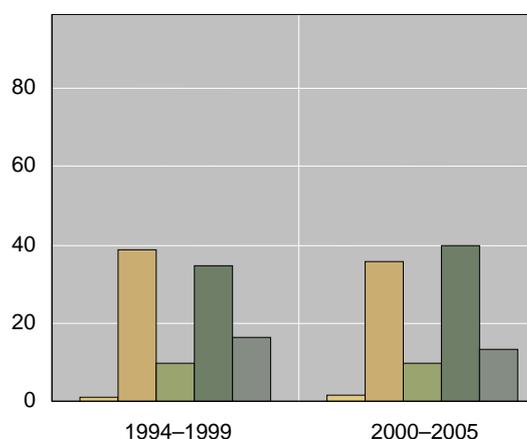


Origine des fonds, en % des montants d'emprunts fournis, moyenne pour 1993–2005²

Emprunteurs de l'OPEP (Moyen-Orient)
Tous secteurs



Secteur pétrolier, tous pays



¹ Y compris facilités domestiques. ² 2005 : jusqu'à T3.

Sources : Dealogic Loanware ; calculs de l'auteur.

3. Marché des titres de dette

Au **troisième trimestre 2005**, les émissions brutes de titres de dette se sont ralenties de 19 % par rapport aux trois mois précédents, tout en augmentant de près de 10 % en glissement annuel, la première partie de l'année ayant été exceptionnelle (tableau 3.1). Les chiffres révèlent une forte progression aux États-Unis, mais un tassement dans la zone euro. Les émetteurs à haut rendement ont de nouveau intensifié leurs emprunts, après un deuxième trimestre morose marqué par des turbulences dans le secteur automobile américain. En termes nets, les émissions ont chuté par rapport au trimestre antérieur et au troisième trimestre 2004 (tableau 3.2).

Les signatures des économies émergentes ont continué d'emprunter de gros volumes, les primes sur le marché secondaire tombant à des creux sans précédent. Leurs émissions en monnaie locale sont restées particulièrement soutenues et devraient atteindre un montant annuel record ; une fois de plus, les emprunteurs d'Amérique latine ont prédominé, le gouvernement du Brésil en tête avec une opération de \$1,5 milliard en septembre.

États-Unis : forte hausse

Après plusieurs trimestres sans relief, les émissions brutes à moyen et long terme ont fortement augmenté, passant de \$175 milliards à \$219 milliards, pour une progression de 29 % en glissement annuel. Une fois encore, les agences ont été les plus actives. Fannie Mae a émis des obligations 5 et 10 ans d'une valeur nominale de \$3 milliards chacune. Freddie Mac et Federal Home Loan Banks ont monté l'un et l'autre deux programmes de \$4 milliards et placé trois opérations de \$3 milliards en s'adressant à différents segments de la courbe : 5 et 10 ans pour les plus gros emprunts de Freddie Mac et court terme pour ceux de Federal Home Loan Banks.

Avec l'accroissement marqué de ses émissions brutes, Freddie Mac est redevenu emprunteur net, après -\$4,6 milliards au trimestre précédent (graphique 3.1). Depuis le début de l'année, ses émissions nettes locales et internationales à long terme s'inscrivent en hausse. L'augmentation du troisième trimestre a contribué à gonfler de \$20 milliards son portefeuille de titres adossés à des hypothèques. Pour Fannie Mae, à l'inverse, le total net des émissions à long terme reste négatif sur 2005 ; la baisse de \$20,3 milliards

Accélération
des émissions
américaines sous
l'impulsion des
agences

Vive progression
des emprunts nets
de Freddie Mac...

...mais repli
prononcé pour
Fannie Mae, pour
relever son ratio
de fonds propres

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2003	2004	2004		2005		
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	2 885,0	3 300,1	726,0	822,5	1 077,6	977,0	795,9
Long terme	1 610,6	1 785,9	378,1	435,1	596,6	514,4	460,6
Moyen terme	1 274,4	1 514,2	347,9	387,4	481,0	462,6	335,3
Taux variable	962,4	1 256,8	285,2	327,9	337,7	410,9	272,7
Taux fixe	1 834,5	1 985,9	430,3	483,3	723,7	559,7	517,0
Titres sur actions ¹	88,1	57,4	10,5	11,2	16,3	6,4	6,2
Dollar EU	1 171,8	1 154,1	255,5	284,1	314,1	300,0	326,7
Euro	1 287,6	1 597,5	350,2	389,8	571,9	532,5	304,4
Yen	102,7	111,4	22,4	25,9	30,5	27,0	30,6
Autres monnaies	322,9	437,1	97,9	122,6	161,1	117,5	134,2
Économies développées	2 620,7	3 009,4	655,8	752,1	954,8	885,7	704,3
États-Unis	740,3	774,2	169,7	184,4	215,5	175,1	219,4
Zone euro	1 301,9	1 469,4	306,1	362,9	532,8	510,8	286,0
Japon	48,3	62,0	12,1	9,9	13,9	13,3	18,7
Places franches	32,0	41,1	13,8	13,5	11,4	13,3	11,0
Économies émergentes	139,7	152,4	35,0	35,1	83,1	49,8	46,3
Établissements financiers	2 280,2	2 687,7	607,3	688,2	842,9	813,2	677,3
Secteur privé	1 913,4	2 282,3	506,6	592,2	697,8	681,3	602,7
Secteur public	366,8	405,4	100,6	95,9	145,1	132,0	74,6
Entreprises	270,2	270,2	61,5	75,3	58,1	56,2	46,6
Secteur privé	218,9	232,7	56,8	60,9	54,7	43,4	38,6
Secteur public	51,3	37,5	4,7	14,3	3,4	12,9	8,0
États	242,1	245,0	35,9	37,3	148,3	79,3	37,7
Organisations internationales	92,5	97,1	21,3	21,8	28,3	28,2	34,3
Émissions effectives	2 866,1	3 303,7	708,8	864,4	1 017,3	1 019,8	739,6
Remboursements	1 503,0	1 750,1	405,0	439,8	521,8	516,0	527,8

¹ Obligations convertibles ou à bon de souscription d'actions.
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.1

au troisième trimestre, en particulier, correspond à une forte diminution de son portefeuille hypothécaire, nécessaire pour relever de 30 % son ratio de fonds propres avant fin septembre, comme l'exigeait l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)¹.

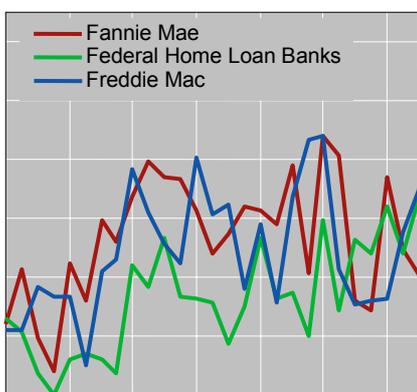
En termes nets, les émissions américaines d'obligations à moyen et long terme ont baissé de 22 % au cours du trimestre, contrairement à la tendance saisonnière spécifique aux États-Unis (voir « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005).

¹ Par la suite, l'OFHEO a confirmé que Fannie Mae respectait son exigence de fonds propres.

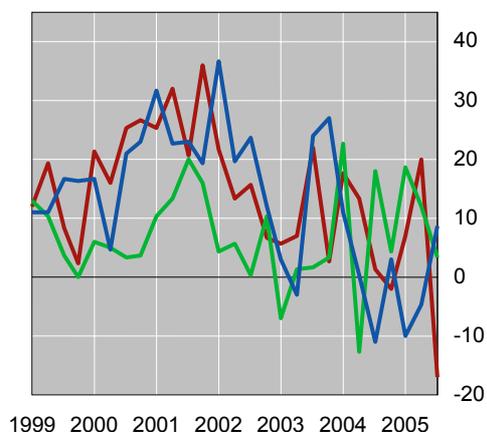
Émissions internationales des agences fédérales américaines

En milliards de dollars EU

Émissions brutes¹



Émissions nettes



¹ Annonces.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.1

Zone euro : décrochage marqué

Recul des
émissions de
la zone euro...

Les émissions brutes ont baissé pour le second trimestre d'affilée, mais cette fois beaucoup plus qu'au précédent (-44 %, à \$286 milliards). Cette chute résulte en partie de facteurs saisonniers : l'activité internationale des émetteurs de la zone euro tend à diminuer d'environ 18 % du deuxième au troisième trimestre. Les variations de change n'ont joué aucun rôle, car la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar n'a même pas atteint 0,5 %.

...dû surtout
aux signatures
allemandes,
négatives en
termes nets

En termes nets, les émissions ont fortement régressé, tombant de \$310 milliards à \$33 milliards. Très actives au premier semestre, les signatures allemandes, en l'occurrence établissements financiers et entreprises, font apparaître un total négatif de -\$13,4 milliards, alors que les emprunts de l'État ressortent en légère progression. Si les chiffres nets sont également négatifs en Italie, ceux des emprunteurs espagnols et néerlandais s'inscrivent en hausse (respectivement de \$21,4 milliards et \$15,4 milliards).

Malgré cette baisse marquée en chiffres bruts, quelques montages importants ont été réalisés. Premièrement, la Banque européenne d'investissement a ainsi effectué deux grosses opérations : une à 5 ans en dollars EU (\$3 milliards) et une à 10 ans en euros (€5 milliards, soit \$6,1 milliards), assortie d'un coupon de 3,125 % et d'une prime de 8,1 pb par rapport au *Bund* 10 ans. Il s'agit de la première obligation 10 ans émise depuis deux ans par cette institution supranationale, qui lui a permis de compléter sa courbe de référence de 1 à 30 ans.

Demande soutenue
d'échéances
courtes

Deuxièmement, plusieurs grosses émissions de titres à taux variable d'échéance courte ont été signées, ce qui semble traduire une demande soutenue pour ce type d'instruments. Eurohypo AG, banque hypothécaire notée A, a lancé, le 8 septembre, une euro-obligation 3 ans présentant une

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2003	2004	2004		2005			Encours à fin sept. 2005
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 363,1	1 553,6	303,9	424,6	495,5	503,9	211,8	13 588,2
Taux variable	383,6	636,8	129,8	193,6	100,5	242,2	32,2	3 736,6
Taux fixe	958,5	922,9	176,8	235,4	397,4	266,8	188,4	9 521,1
Titres sur actions	20,9	-6,2	-2,7	-4,4	-2,4	-5,2	-8,8	330,4
Économies développées	1 282,2	1 433,2	276,6	396,6	462,1	474,1	167,8	12 044,0
États-Unis	260,5	223,2	34,8	63,9	65,1	53,9	42,3	3 356,4
Zone euro	731,8	779,7	139,8	220,2	283,8	309,6	32,7	5 902,1
Japon	-1,7	17,4	1,9	0,4	4,9	-2,4	4,6	269,4
Places franches	16,3	21,4	8,5	9,0	2,6	8,6	7,1	168,5
Économies émergentes	42,1	76,1	13,0	21,6	28,8	15,6	15,3	831,5
Établissements financiers	1 101,9	1 305,4	277,7	364,8	395,2	445,8	195,3	10 121,3
Secteur privé	907,3	1 095,5	226,4	316,4	319,2	369,4	186,3	8 562,8
Secteur public	194,5	209,9	51,3	48,4	76,1	76,4	9,0	1 558,5
Entreprises	110,2	73,8	11,7	43,0	13,8	13,6	-4,6	1 494,1
Secteur privé	90,9	55,9	12,5	34,7	21,9	6,8	-6,2	1 260,2
Secteur public	19,3	17,9	-0,9	8,4	-8,1	6,8	1,6	233,9
États	128,5	151,4	8,8	19,4	84,5	39,0	-0,6	1 428,5
Organisations internationales	22,5	22,9	5,8	-2,7	2,0	5,4	21,7	544,3

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.2

prime de 5 pb sur Euribor 3 mois ; d'un montant de €3 milliards (\$3,64 milliards), l'opération s'inscrivait dans un programme de €20 milliards. La banque commerciale espagnole BBVA Senior Finance S.A. Unipersonal a émis pour €3 milliards (\$3,73 milliards) d'euro-obligations 2 ans, le 30 septembre, avec une prime de 2 pb sur Euribor 3 mois.

Parts des monnaies : modifications substantielles

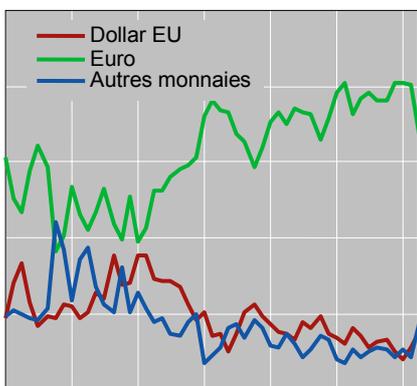
Depuis fin 2000, les montages en euros d'emprunteurs de la zone n'ont cessé d'augmenter. Au cours des deux années qui ont précédé l'Union monétaire, la part des émissions en monnaie nationale des résidents de la zone avait bondi, passant d'environ 40 % à 75 % (graphique 3.2). Après être revenue un temps à 60 % à la mi-2000, elle est remontée régulièrement, pour atteindre quelque 80 % au premier semestre 2005. En revanche, la part des émissions en euros des émetteurs hors zone n'a pas vraiment progressé. Le graphique montre que, depuis 2003, la proportion des émissions brutes en euros et en autres monnaies s'est accrue davantage que celle en dollars EU, mais qu'ensuite les modifications ont été relativement mineures.

La tendance à la progression des émissions en euros...

Émissions brutes : ventilation par monnaie

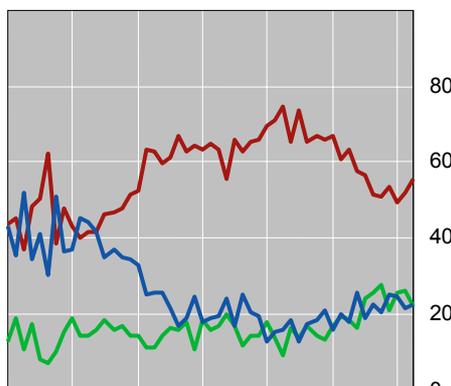
En %

Émetteurs de la zone euro



1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005

Autres émetteurs



1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005

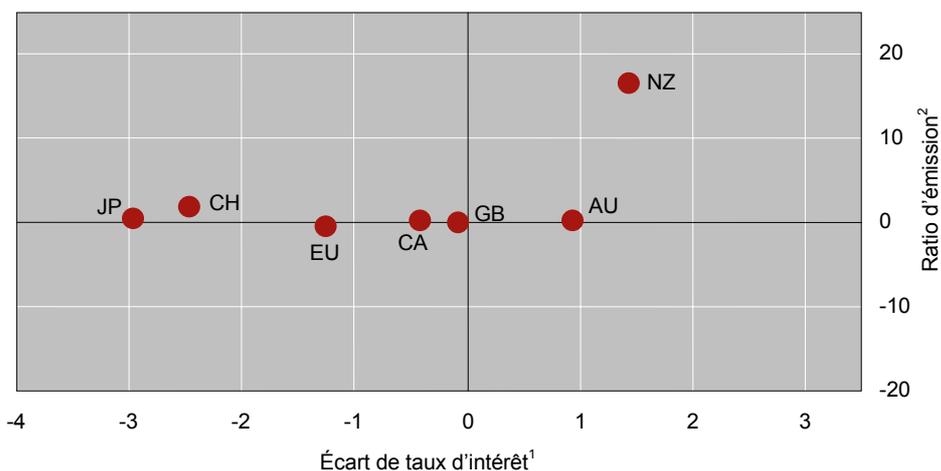
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.2

...s'inverse au troisième trimestre

Cela dit, la part des émissions en euros des signatures de la zone euro a baissé au troisième trimestre, parallèlement au recul prononcé de leurs émissions brutes globales, tout comme celle des opérations brutes et nettes en euros des emprunteurs hors zone (tableau 3.3). D'ailleurs, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2002, le montant net en euros (\$60,5 milliards) est inférieur au total en dollars EU (\$78,8 milliards).

Écart de taux d'intérêt et émission dans certaines monnaies



AU = Australie, CA = Canada, CH = Suisse, EU = zone euro, GB = Royaume-Uni, JP = Japon, NZ = Nouvelle-Zélande.

¹ Rendement de l'emprunt d'État 10 ans émis sur le marché intérieur moins rendement du Trésor EU 10 ans, 2005 T3 (en %) ; zone euro : *Bund* 10 ans. ² Numérateur = émissions brutes, épurées de la tendance, d'obligations internationales à moyen et long terme libellées dans une monnaie donnée ; dénominateur = émissions des résidents sur le marché intérieur, 2005 T3. Les tendances sont calculées sur la période 1995 T1-2005 T3.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.3

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		2003	2004	2004		2005		
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
États-Unis	Dollar EU	204,9	134,8	5,0	51,0	42,6	56,3	14,0
	Euro	41,4	48,9	14,7	7,4	13,7	-3,2	12,1
	Livre sterling	12,0	22,9	10,6	4,7	5,5	1,1	6,9
	Yen	1,2	4,8	1,5	0,3	-1,1	-0,3	3,4
	Autres monnaies	1,0	11,7	3,0	0,5	4,5	-0,1	6,0
Zone euro	Dollar EU	74,7	56,8	9,7	15,7	15,2	15,0	14,9
	Euro	627,1	655,4	115,4	195,3	238,3	279,2	3,2
	Livre sterling	13,9	32,6	8,2	5,3	12,0	6,9	9,4
	Yen	-9,5	3,1	0,6	-3,0	5,0	0,4	-0,4
	Autres monnaies	25,6	31,8	5,8	6,9	13,3	8,0	5,6
Autres régions	Dollar EU	139,9	182,5	39,2	46,3	37,9	28,2	49,9
	Euro	115,0	218,5	62,6	47,8	61,1	56,0	45,2
	Livre sterling	58,9	78,7	8,2	29,1	31,4	25,7	27,5
	Yen	12,0	19,2	5,2	0,9	0,1	-6,5	-3,0
	Autres monnaies	45,0	51,8	14,0	16,5	16,2	37,1	17,1
Total	Dollar EU	419,4	374,0	53,9	113,0	95,6	99,5	78,8
	Euro	783,5	922,9	192,8	250,5	313,0	332,0	60,5
	Livre sterling	84,8	134,2	27,0	39,0	48,9	33,7	43,8
	Yen	3,7	27,2	7,3	-1,8	4,0	-6,4	0,0
	Autres monnaies	71,7	95,3	22,9	23,9	34,0	45,0	28,6

¹ Selon le pays d'origine de l'émetteur.
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.3

Si le dollar EU a regagné du terrain durant le trimestre, d'autres monnaies ont aussi nettement progressé ; ainsi, les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme en dollars australiens et néo-zélandais ont augmenté de respectivement 39 % et 88 %. Des analyses antérieures ont montré que la part des émissions brutes dans une monnaie donnée tend à croître en fonction du volume d'émission dans le pays et de l'écart de taux longs entre les titres dans cette monnaie et les valeurs du Trésor EU². Ce constat est confirmé par le fait que les taux australiens et néo-zélandais ont été bien plus élevés que ceux du dollar EU ces derniers trimestres (graphique 3.3). Un examen plus approfondi indique cependant que la relation entre volume d'émission et écarts de taux n'a pas été toujours déterminante au troisième trimestre : les montages en dollars canadiens et en francs suisses, par exemple, ont été, eux aussi, importants par

Bond des
émissions en
dollars australiens
et néo-zélandais

² B. Cohen, « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005, pp. 53-66. La part des émissions dans une monnaie augmente aussi généralement en fonction de sa vigueur vis-à-vis du dollar EU. Les cours contre dollar EU des monnaies figurant dans le graphique 3.3 étaient tous relativement élevés au troisième trimestre par rapport à leur niveau moyen depuis 1995.

rapport à leurs niveaux historiques, alors que les taux longs au Canada et en Suisse étaient plus bas qu'aux États-Unis.

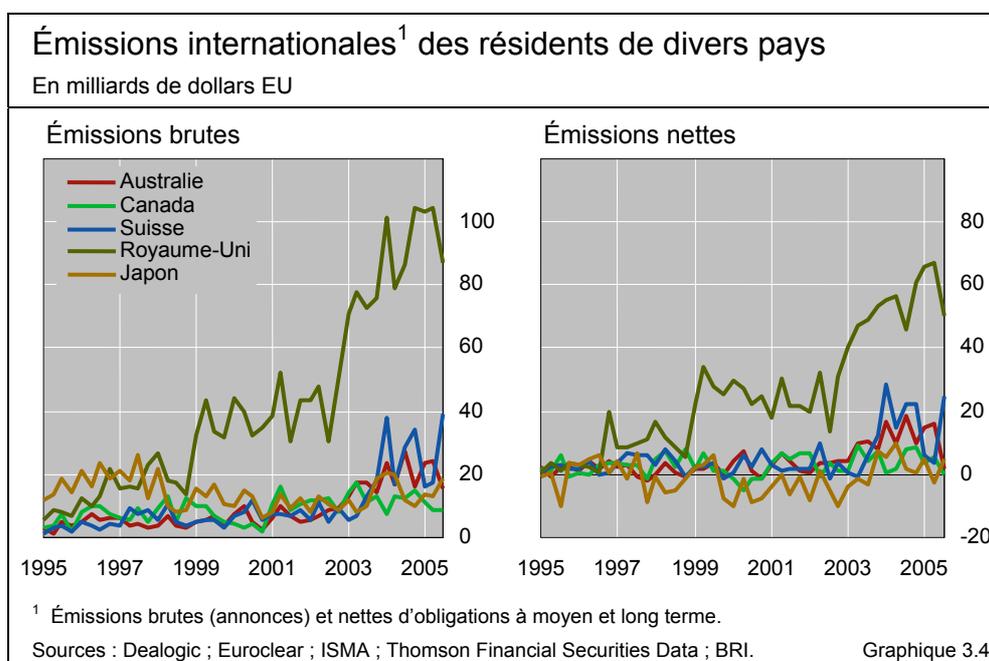
Autres économies développées : confirmation du dynamisme

Les émissions des autres économies développées suivent le rythme...

Dans plusieurs autres économies développées, les émissions brutes ont augmenté (graphique 3.4) : de 128 % en Suisse, 40 % au Japon et 6 % au Canada, avec un impact assez limité, cependant, car ces pays représentent une part relativement modeste du marché international. Les encours des signatures britanniques, canadiennes et japonaises, par exemple, s'inscrivaient respectivement à \$1 400 milliards, \$300 milliards et \$269 milliards en septembre 2005, contre \$5 900 milliards pour les signatures de la zone euro et \$3 400 milliards pour celles des États-Unis.

...notamment avec une grosse opération au Canada

L'une des plus grosses opérations a été montée par Canada Housing Trust N° 1, structure *ad hoc* qui a émis une obligation à taux fixe pour un montant de CAD 4,35 milliards (\$3,7 milliards) garantie par Canada Mortgage and Housing Corporation ; elle présente une échéance de 5 ans et une prime de 8 pb par rapport à l'emprunt d'État janvier 2010. Comme le gouvernement canadien est moins présent sur le marché, de tels titres d'entreprises paragouvernementales bien notées sont recherchés. Autre annonce importante : celle de Royal Bank of Scotland, qui a offert une obligation 3 ans en dollars EU d'un montant de \$3 milliards ; cet établissement est devenu l'un des principaux acteurs du marché international ces dernières années, avec un volume brut moyen de \$21 milliards par an depuis 2003.



Rebond des émissions à haut rendement après les turbulences du printemps

Les émissions brutes des signatures à haut rendement des économies développées ont progressé de plus de 50 % d'un trimestre sur l'autre, à \$9,5 milliards (graphique 3.5), ce qui compense largement, en pourcentage, la forte baisse du trimestre précédent, liée au déclassement de General Motors et Ford en catégorie spéculative et à l'augmentation notable des primes sur le marché secondaire. Début juillet, cependant, les primes sur l'indice Merrill Lynch étaient redescendues à leurs niveaux de fin mars, pour tomber à un creux de 325 pb le 29 juillet. Globalement, les investisseurs sont revenus vers les titres à risque plus élevé et à rendement supérieur, de sorte que les émetteurs moins bien notés ont profité de conditions de financement plus avantageuses ; néanmoins, les volumes sont restés en retrait par rapport à 2004.

Rebond des émissions à haut rendement...

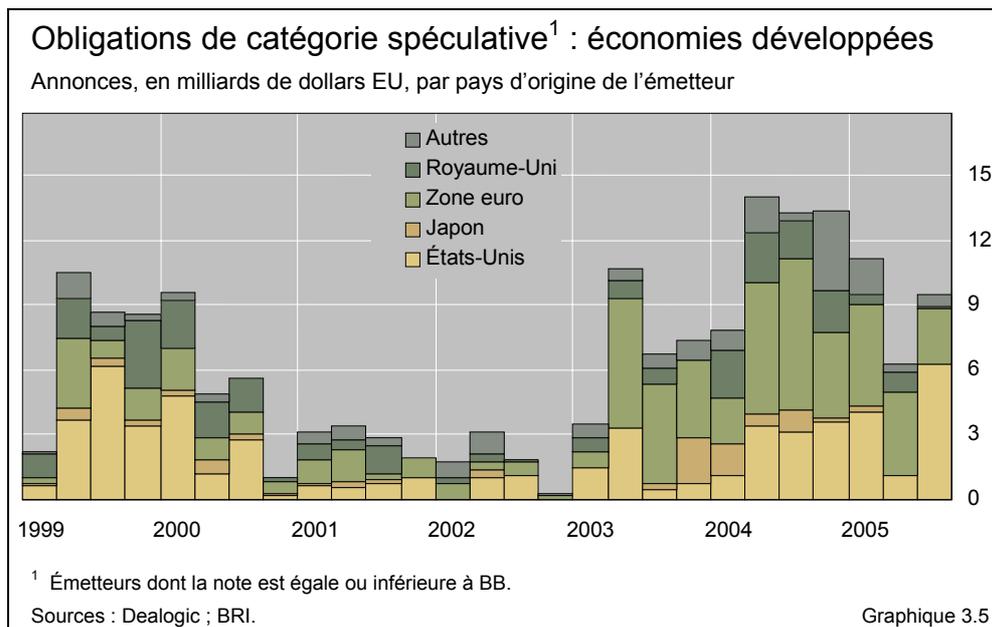
La forte augmentation des émissions à haut rendement a été due notamment à la progression des rachats d'entreprises financés par l'emprunt. Sungard Data Systems Inc., en particulier, a lancé un programme de deux obligations (notées B- par Standard & Poor's) dans le cadre d'un montage de \$11,3 milliards réalisé par des spécialistes de capital-investissement. À sa signature, il s'agissait de la plus grosse transaction de ce type depuis RJR Nabisco en 1989 ; elle a été financée par \$5 milliards d'emprunts bancaires, \$3 milliards d'obligations et par des liquidités pour le solde.

...dû notamment à l'augmentation des rachats d'entreprises

Emprunts des économies émergentes : record annuel en vue

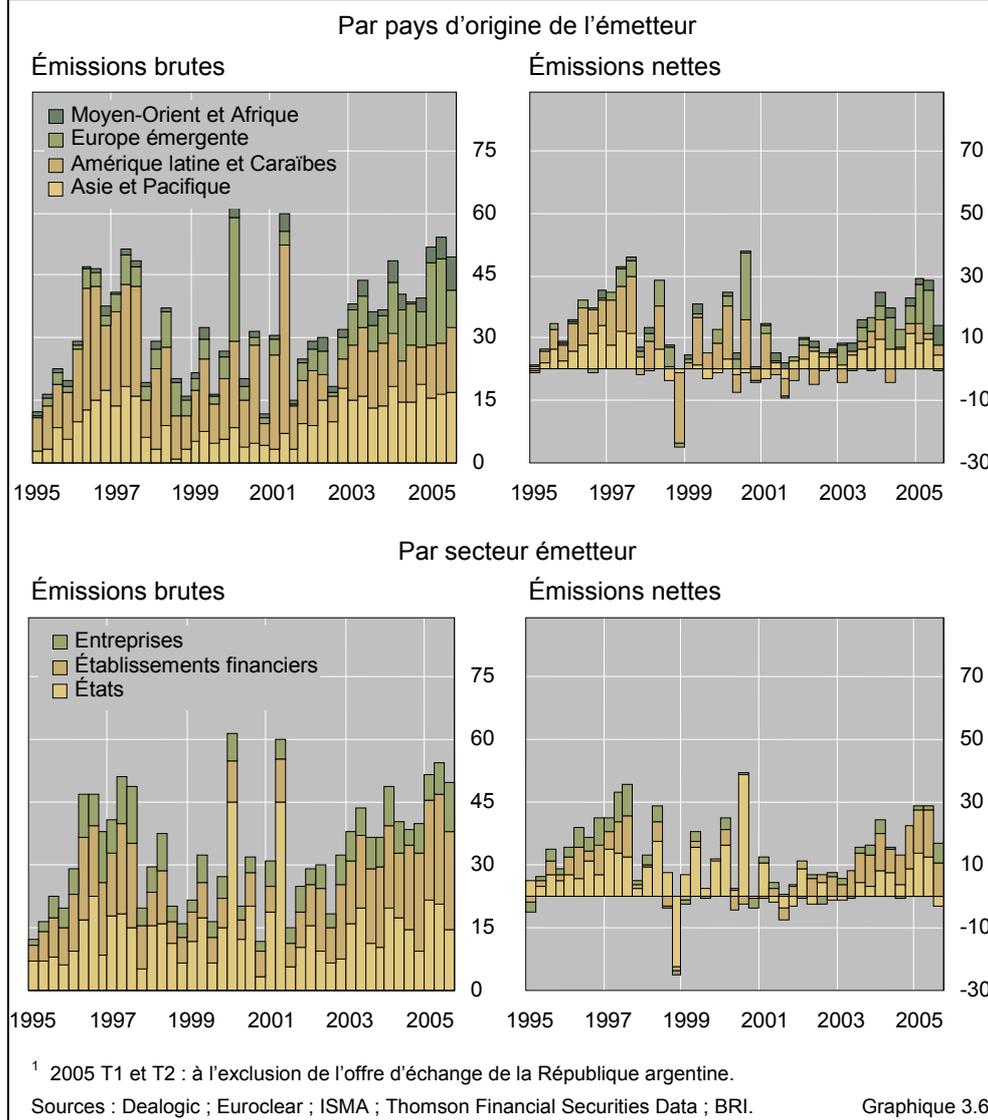
Les emprunteurs des économies émergentes se sont de nouveau montrés très actifs. Malgré un léger recul des émissions brutes par rapport aux deux premiers trimestres, le volume a déjà dépassé celui des dernières années, y

Les émissions des économies émergentes demeurent substantielles...



Titres de dette : économies émergentes¹

Émissions, en milliards de dollars EU



compris celui de 2004, pourtant exceptionnel (graphique 3.6)³. L'activité des signatures de ces régions revêt un caractère nettement saisonnier avec, au troisième trimestre, des montants généralement inférieurs de 14 % à leur moyenne annuelle. Cette fois, les émissions brutes ont progressé de 32 % par rapport à la même période de 2004.

Comme les turbulences du printemps sur les marchés américains de la dette n'ont guère eu de répercussions sur les économies émergentes, un rebond semblable à celui des émissions à haut rendement aux États-Unis n'était pas à attendre. Certes, les conditions ont été très favorables et les primes sur le marché secondaire n'ont cessé de diminuer. Le 3 octobre, les primes sur l'indice EMBI+ (hors Argentine) de JPMorgan Chase étaient

³ Abstraction faite des emprunts restructurés de la République argentine (\$35,6 milliards depuis le premier trimestre 2005). Pour de plus amples détails sur l'échange de dette de ce pays, voir « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005.

...grâce à la persistance de conditions de financement attractives

revenues à un creux historique de 235 pb, soit 69 pb de moins qu'au début du trimestre. Toutefois, comme de nombreux émetteurs avaient déjà assuré au premier semestre l'essentiel de leurs financements pour l'année, l'offre de titres a été moindre. Il apparaît même que les emprunts des économies émergentes ont sérieusement chuté au début du quatrième trimestre (« Vue d'ensemble »).

L'examen par région et par secteur révèle deux caractéristiques essentielles. Premièrement, les émissions brutes ont augmenté en Asie-Pacifique, en Amérique latine, au Moyen-Orient et en Afrique, mais elles ont notablement baissé en Europe émergente (-55 %, à \$8,9 milliards) ; en termes nets, pour l'ensemble des régions émergentes, le volume n'a régressé que de 1,9 %, à \$15,3 milliards, alors qu'il est voisin de zéro pour l'Europe émergente, contre \$14,9 milliards au trimestre précédent. Deuxièmement, les gouvernements et établissements financiers, qui occupent habituellement une position prépondérante, ont été en retrait, les signatures souveraines ayant réduit leurs émissions nettes de \$2,9 milliards. Les entreprises, en revanche, ont été davantage présentes, avec respectivement \$11,6 milliards et \$6,1 milliards d'émissions brutes et nettes.

Les entreprises empruntent le plus

En Amérique latine, la République fédérative du Brésil a été particulièrement active. Fin juillet, tout d'abord, le gouvernement a annoncé l'échange de toutes les obligations Brady en circulation contre des euro-obligations en dollars EU. La valeur nominale des nouveaux titres, remboursables dans environ 12 ans, représente au total \$4,5 milliards. Puis, début septembre, a été lancée une autre obligation en dollars EU (\$1 milliard), qui arrivera à échéance dans près de 20 ans. Peu après, les autorités ont procédé à une grosse émission d'obligations planétaires en reals (infra).

Grand dynamisme de l'État brésilien...

Plusieurs emprunteurs mexicains ont également animé le marché, pour des montants bruts (\$1,6 milliard) certes bien inférieurs à ceux du Brésil, mais néanmoins élevés en termes nets (environ \$1 milliard). Southern Peru Copper Corp., société mexicaine opérant aux États-Unis, a réalisé deux montages en dollars EU (\$200 millions à 10 ans et \$600 millions à 30 ans). La durée particulièrement longue de la seconde s'inscrit dans une tendance générale pour les signatures d'Amérique latine durant ce trimestre : l'échéance moyenne des titres à taux fixe émis par les entreprises de ces régions est ainsi passée de 10,5 à 13,2 ans. La deuxième plus grosse transaction mexicaine a concerné une euro-obligation 10¼ ans en monnaie locale de la compagnie pétrolière América Móvil S.A. de C.V., pour une valeur nominale de 5 milliards de pesos (\$466 millions).

...et de plusieurs signatures mexicaines

En Asie-Pacifique, la Chine et la Corée arrivent en tête des volumes d'émissions. Leurs signatures souveraines ont vu remonter leur notation Standard & Poor's (respectivement de BBB+ à A- et de A- à A, les 20 et 27 juillet) ; le 19 septembre, Fitch a mis à l'étude le relèvement de la note coréenne. Pourtant, les plus grosses opérations n'ont pas été le fait des administrations centrales mais, entre autres, de l'Export-Import Bank of China et de la China Development Bank : \$1 milliard à 10 ans en dollars EU chacune, plus \$500 millions pour la seconde. En Corée, c'est la Korea Development

Les établissements financiers chinois et coréens empruntent de gros montants

Bank qui a obtenu le montant le plus important (\$750 millions en dollars EU, échéance 5 ans).

Le gouvernement des Philippines revient sur les marchés mondiaux...

Mi-septembre, la République des Philippines a lancé une obligation en dollars EU 10½ ans pour une valeur de \$1 milliard, achevant ainsi son programme de financement pour 2005. Malgré des problèmes politiques et budgétaires et plusieurs incidents de notation, cet émetteur souverain a eu facilement accès aux marchés mondiaux cette année, car ses primes sur le marché secondaire ont diminué. Ce montage était assorti d'une prime de 430 pb par rapport au Trésor EU 10 ans, niveau voisin de celui auquel s'échangeait la dette philippine juste avant la transaction, selon l'indice EMBI+ de JPMorgan.

...tandis que la République de Pologne réduit ses émissions

Pour l'Europe émergente, le recul des émissions est largement imputable à la Pologne et à la Turquie. Très active au cours des derniers trimestres, la République de Pologne n'a signé qu'un emprunt à moyen terme en euros d'une valeur nominale de €750 millions. Des entreprises russes ont réalisé trois des cinq plus grosses opérations, dont deux obligations en dollars EU proposées par Gazprom à travers Gazstream S.A.

Au Moyen-Orient et en Afrique, les émissions brutes ont totalisé \$7,1 milliards, contre \$4,9 milliards au deuxième trimestre. En septembre, les émissions nettes dépassaient déjà de \$1,3 milliard leur total de 2004. En termes bruts, l'Égypte et le Qatar ont émis chacun environ un tiers du volume de la région. Pour ce dernier pays, l'activité s'est limitée à deux obligations en dollars EU proposées par Ras Laffan Liquefied Natural Gas Co Ltd.

Poursuite de la progression des émissions en monnaie locale

Augmentation des émissions en monnaie locale des économies émergentes...

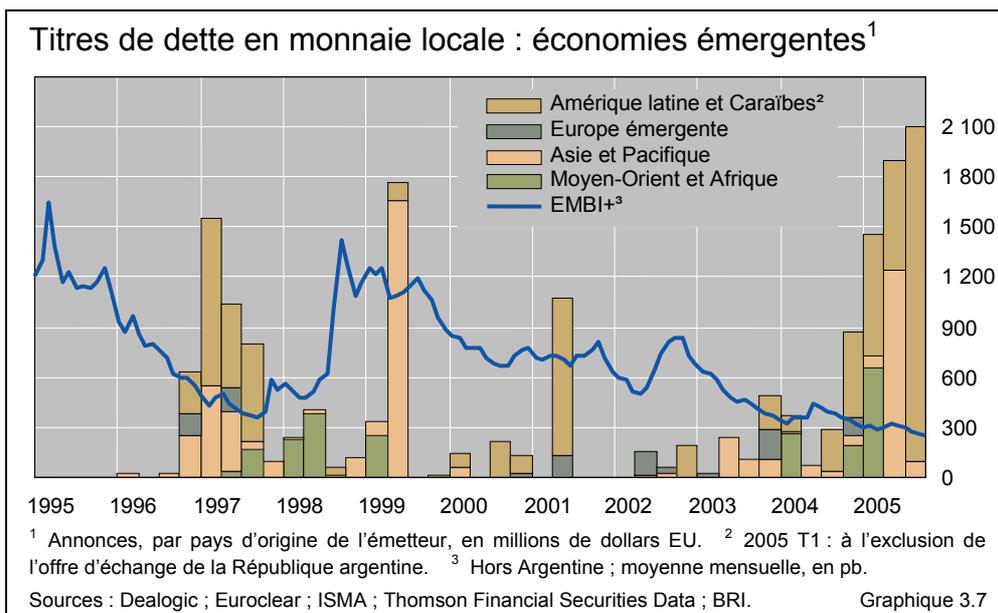
De nouveau en progression, cette fois de 10 %, les émissions en monnaie locale des économies émergentes ont atteint \$2,1 milliards (graphique 3.7), portant leur total à \$5,5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2005, qui est donc en passe de devenir – et très largement – une année record pour ce segment⁴.

Ces dernières années, les signatures latino-américaines sont celles qui ont émis le plus de titres en monnaie locale⁵. Les chiffres les plus récents montrent que cette tendance s'est confirmée (\$2 milliards), grâce surtout à une émission, fin septembre, du gouvernement brésilien, pour une valeur nominale de BRL 3,4 milliards (\$1,48 milliard)⁶.

⁴ Hors emprunts restructurés de la République argentine (\$15,7 milliards depuis le premier trimestre 2005).

⁵ Pour une analyse approfondie des titres de dette internationaux en monnaie locale en Amérique latine, voir ci-après l'étude « Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine ».

⁶ Trois autres signatures d'Amérique latine ont emprunté en monnaie locale : deux banques brésiliennes et une compagnie pétrolière mexicaine.



Cette opération paraît marquer une étape décisive pour les émissions en monnaie locale, en général, et celles de l'État brésilien, en particulier. D'un montant substantiel, elle offre des obligations à taux fixe (coupon de 12,5 %) et échéance longue (5 janvier 2016) notées B1 par Moody's et BB- par Fitch à son lancement. Les titres ont été souscrits, pour les deux tiers environ, par des investisseurs nord-américains et, pour le reste, principalement par des européens. Les précédents titres en reals étaient de montant nettement moins important ou de nature plus complexe. Comme il s'agissait cette fois d'un montage assez original, on manquait de références tarifaires claires. L'échéance la plus longue pour une obligation domestique à taux fixe du gouvernement brésilien était d'environ sept ans ; quant aux marchés des contrats à terme, ils ne sont guère développés dans le segment long. Les taux d'intérêt brésiliens avaient baissé juste avant l'opération, la banque centrale ayant réduit ses taux le 14 septembre, six jours avant l'annonce du lancement. Finalement, l'emprunt a été sursouscrit plusieurs fois et émis à un rendement de 13,1 %. Lors du placement, les écarts cours acheteur-vendeur étaient apparemment très faibles par rapport à d'autres montages en reals (instruments structurés ou émissions moins importantes) négociés sur le marché mondial.

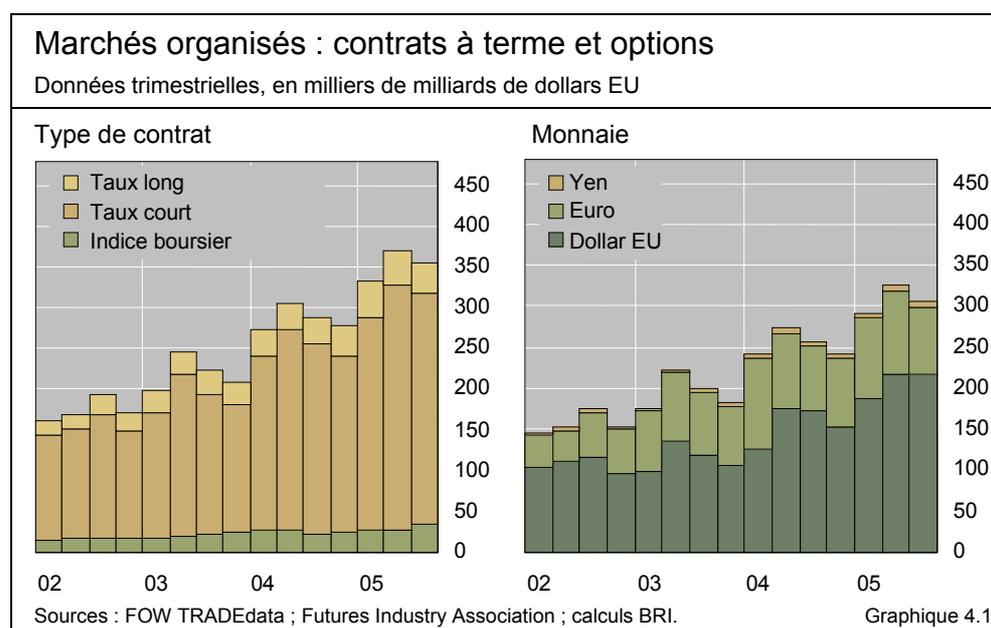
...due surtout à une grosse opération en reals de la République fédérative du Brésil

4. Marchés dérivés

Au **troisième trimestre 2005**, les marchés organisés se sont repliés. À \$357 000 milliards, le volume total des contrats – sur taux, indice boursier et devise – a perdu 4 % (graphique 4.1), sous l'effet, il est vrai, des facteurs saisonniers qui affectent le compartiment des taux au troisième trimestre. En revanche, le rythme de progression annuelle a légèrement augmenté, à 23 %, contre 21 % au trimestre précédent.

Après un premier semestre atone, les contrats à terme et options sur indice boursier se sont fortement développés (+22 %, à \$34 000 milliards). Dans ce segment, la Corée a, pour la première fois, dépassé les États-Unis. S'agissant des dérivés sur devise, l'expansion du marché obligataire intérieur au Mexique a favorisé l'essor d'un gré à gré de plus en plus sophistiqué pour instruments en pesos.

Sur le premier semestre 2005, les contrats dérivés sur défaut ont bien résisté aux dégagements du printemps sur les marchés de la dette, consécutifs aux déclassements dans le secteur automobile des États-Unis : l'encours notionnel a augmenté de 60 % (à \$10 000 milliards), soit nettement plus que pour les instruments sous-jacents, ce qui a accru le risque d'illiquidité, puisque la plupart des contrats prévoient la livraison physique du support en cas

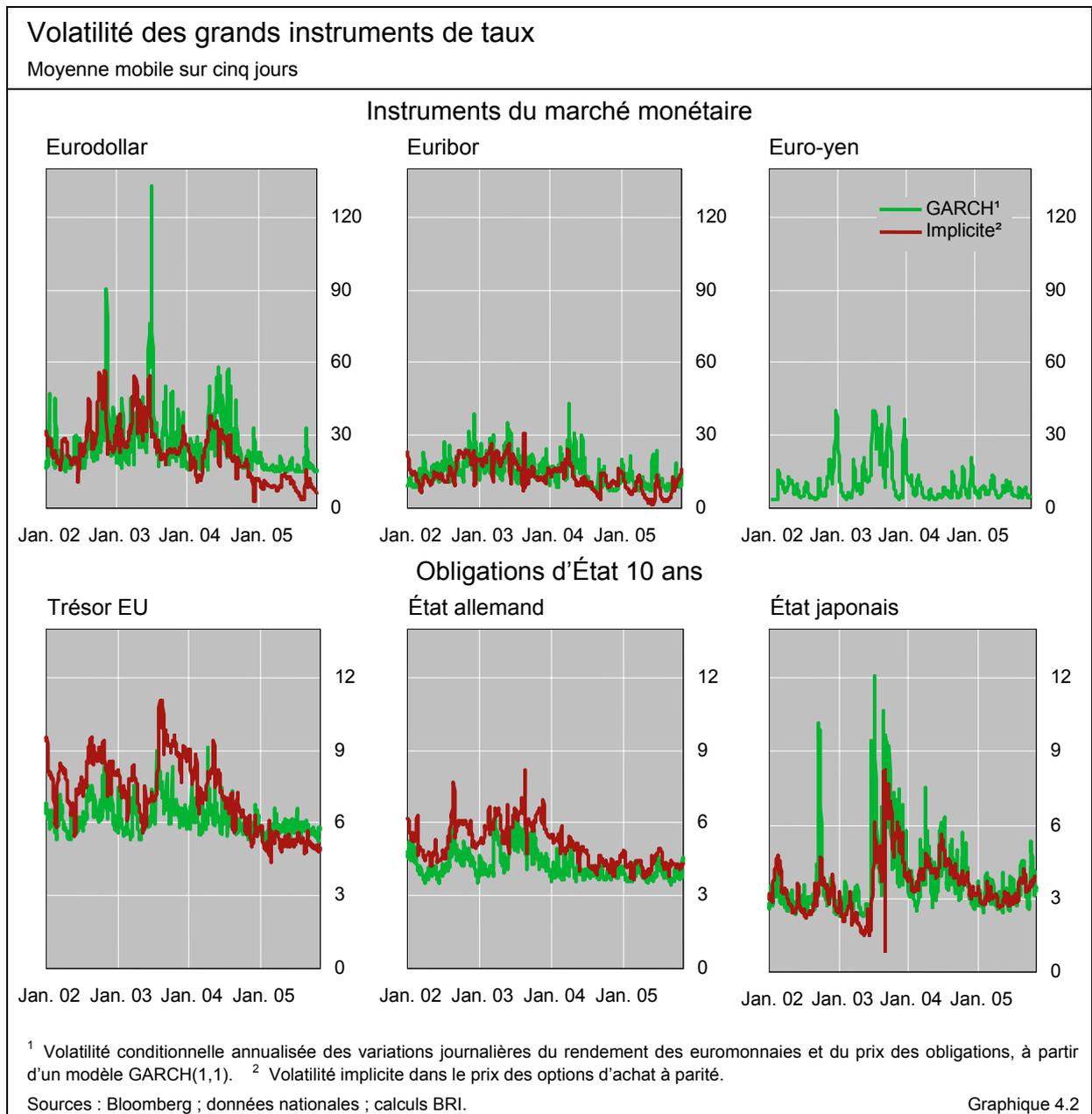


d'incident de crédit. En outre, des transferts de risque sans notification des contreparties ont entraîné un retard dans les confirmations d'opérations. Les intervenants se sont engagés à régler ce problème, mais il est trop tôt pour juger si des progrès ont été réalisés.

L'ouragan soutient le négoce sur taux

Confirmant les observations du premier semestre, le négoce sur taux a fait preuve de grande résistance, malgré la faible volatilité générale sur les marchés obligataire et monétaire (graphique 4.2). Le repli sur les marchés organisés est entièrement imputable à des facteurs saisonniers ; le volume de la période n'a été dépassé qu'une seule fois auparavant, y compris en valeur non corrigée des variations saisonnières, ce qui témoigne bien d'une tendance

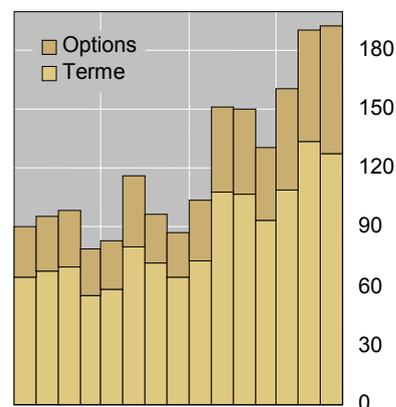
Résistance du volume de négoce malgré la faible volatilité



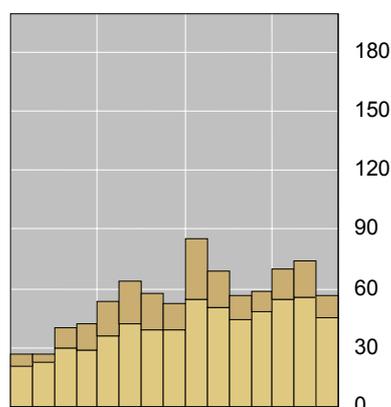
Contrats sur taux à court terme

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

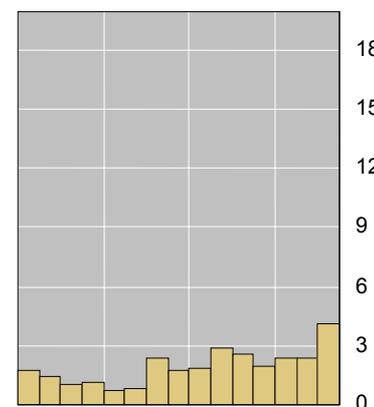
Dollar EU



Euro



Yen



Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Graphique 4.3

à la croissance. Relativement faible pendant les deux premiers mois du trimestre, l'activité a rebondi après le passage de l'ouragan Katrina, fin août (voir également, ci-après, l'analyse des dérivés sur marchandise).

Les contrats du marché monétaire sont stimulés par l'ouragan Katrina...

L'ouragan Katrina a eu un impact particulièrement fort sur le négoce des dérivés aux États-Unis, où les graves dommages causés aux infrastructures pétrolières ont propulsé les prix de l'énergie à des niveaux records, menaçant de freiner l'activité économique. La volatilité implicite des options sur eurodollar 3 mois a ainsi quadruplé début septembre, restant toutefois bien inférieure à sa moyenne de l'an dernier. L'incertitude sur l'orientation future de la politique monétaire des États-Unis s'est progressivement dissipée les semaines suivantes, avec le repli des cours pétroliers et la solidité manifeste de l'activité économique. Le volume des contrats sur taux courts américains est monté à \$83 000 milliards en septembre (graphique 4.3), dépassant le sommet précédent (\$71 000 milliards), atteint en avril (*Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005). Les positions de place sur contrats du marché monétaire sont passées de \$34 000 milliards, fin juillet, à \$37 000 milliards, fin août, quelques jours après le passage de Katrina. Selon les statistiques hebdomadaires de la Commodities and Futures Trading Commission, elles sont restées fortes jusqu'à mi-septembre, puis ont régressé d'un cinquième environ.

...ainsi que par la perspective d'un relèvement des taux dans la zone euro...

L'impact de l'ouragan ne s'est pas limité aux États-Unis. Les prix énergétiques élevés ont fait renaître des préoccupations du côté de l'inflation dans la zone euro. Les intervenants, qui avaient intégré une faible probabilité d'abaissement des taux en juin, devenaient de plus en plus convaincus que la BCE penchait pour un resserrement de sa politique monétaire. Même si la volatilité implicite de l'Euribor 3 mois n'a que peu augmenté après l'ouragan, elle a continué de progresser, parallèlement à la légère montée de l'inflation, fin septembre. Le volume de dérivés sur taux courts de l'euro a crû de plus d'un tiers entre août et septembre, mais est demeuré, à \$22 000 milliards, très en deçà de son niveau de juin (\$32 000 milliards).

Options de gré à gré : allongement des échéances

Pendant le premier semestre 2005, les échéances se sont allongées pour les options de gré à gré. Dans le segment des taux, les positions de place pour les échéances supérieures à 5 ans ont augmenté de 20 %, à \$7 800 milliards, tout en diminuant de 16 % pour les échéances inférieures ou égales à 1 an (graphique). Dans celui des devises, la progression du compartiment à plus de 1 an a dépassé celle des contrats à plus court terme, qui constituent l'essentiel du négoce. D'après les intervenants, la liquidité est assurée jusqu'à l'échéance 5 ans pour les options sur devise et jusqu'à 20 ans pour celles sur taux (options sur swap de taux fixe). Cela est confirmé par les chiffres du négoce : les contrats d'échéance supérieure à 5 ans ne représentent que 1 % des options sur devise, mais 29 % des options sur taux.

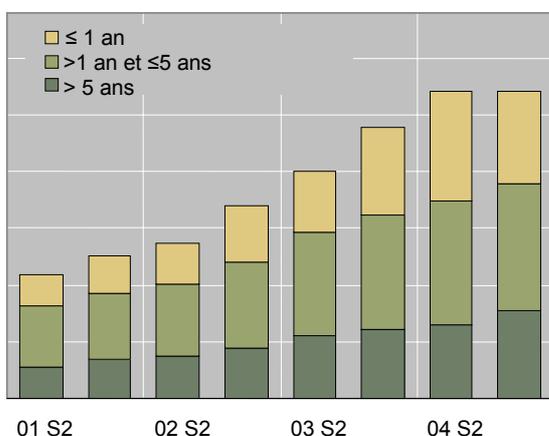
Cet allongement des échéances semble avoir été largement dû à d'importantes émissions d'instruments structurés, qui associent un titre de dette à des dérivés et permettent aux institutions financières de petite taille et aux investisseurs non financiers de participer au marché des options. Les courtiers ont tendance à conclure des contrats dérivés entre eux pour couvrir leurs positions sur de tels instruments^①.

Cet allongement s'explique également par un recours à des échéances plus longues sur le marché de la volatilité. Celle-ci restant peu élevée, les intervenants ont eu de plus en plus recours à des stratégies de négoce exploitant les variations de la pente et la courbure de la structure par échéance de la volatilité. Ainsi, la volatilité implicite d'une option sur swap 5x10 ans (option permettant de conclure dans 5 ans un swap de taux 10 ans) peut revenir « moins cher » (et donc être plus attrayante) que celle d'un panier d'options sur swap 1x10 et 10x10. D'autres stratégies consistent à tirer parti de la corrélation imparfaite des volatilités implicites à différentes échéances.

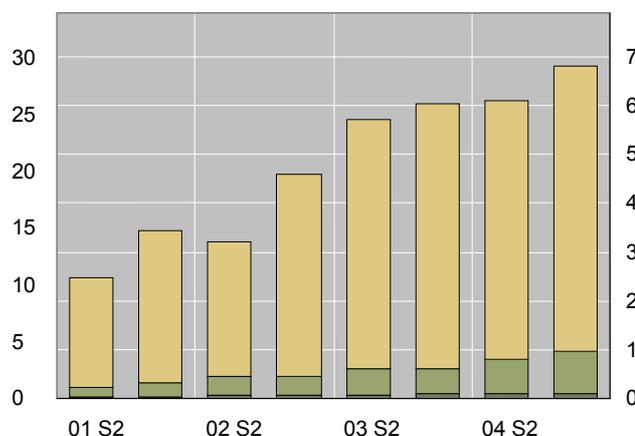
Options de gré à gré, par échéance

En milliers de milliards de dollars EU

Sur taux



Sur devise



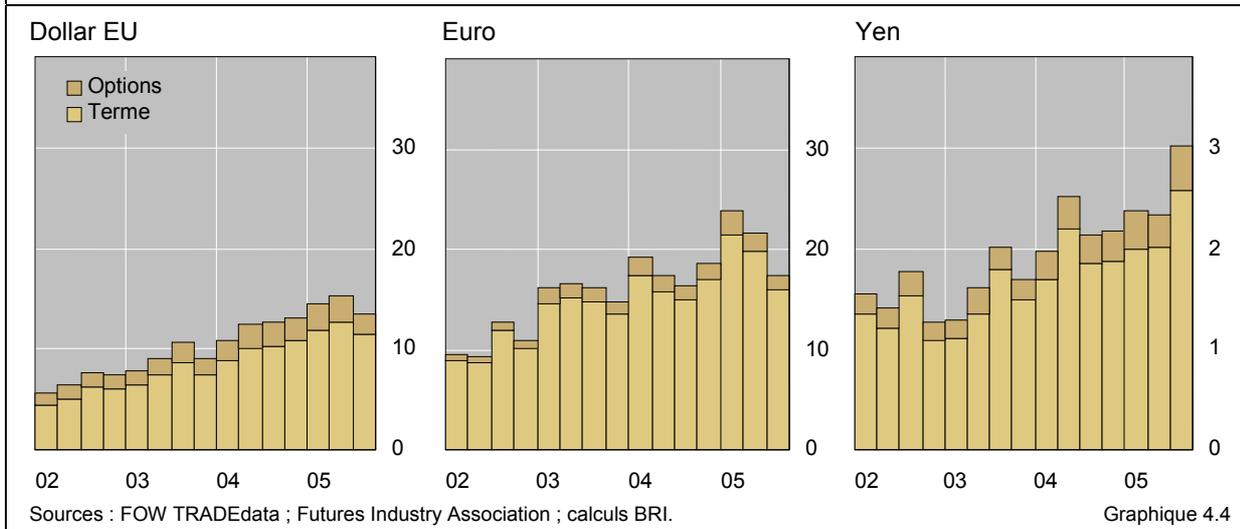
Source : BRI.

^① Les données sur les émissions d'instruments structurés proviennent de mtn-i. Les statistiques BRI sur les dérivés de gré à gré retracent les composantes « option » des instruments structurés émis par les courtiers déclarants, classées par nature du risque et type de contrepartie.

Les conséquences de Katrina ont été moins marquantes dans le segment des taux longs (graphique 4.4). Le négoce de contrats à terme et options sur obligations d'État a diminué au troisième trimestre 2005, même en données cvs. On n'a d'ailleurs observé, après l'ouragan, qu'une très légère augmentation de la volatilité implicite des rendements à 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro.

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



...et d'un retour de la hausse des prix au Japon

Les contrats de taux sur yen ont essentiellement reflété l'amélioration des conditions économiques au Japon. L'éventualité d'un retour à la hausse des prix et le sentiment que la politique de taux zéro pourrait prendre fin ont stimulé le négoce sur taux courts, qui a fait un bond de 78 %. La position de place a progressé de 36 %, à \$1 600 milliards (approchant le niveau atteint un an auparavant), avant que la publication de statistiques décevantes ne tempère les anticipations d'un retour à des conditions économiques « normales ».

Forte hausse des dérivés sur actions est-asiatiques

La Corée ravit la première place aux États-Unis

La hausse des cours des actions pratiquement partout dans le monde a stimulé les dérivés sur indice boursier, dont le volume a augmenté de plus d'un cinquième, à \$34 000 milliards. La progression a été particulièrement forte sur les marchés organisés d'Asie, et surtout en Corée (+71 %, à \$12 000 milliards), qui devance maintenant les États-Unis. Les chiffres restent impressionnants en nombre de contrats échangés (+50 %), autrement dit, sans l'effet de valorisation dû à la vive hausse de l'indice KOSPI 200. Une solide croissance a également été enregistrée au Japon, où le volume a crû d'un tiers (20 % en nombre de contrats). Dans la zone euro, le nombre de contrats est resté stable, même si les cours des actions et les fluctuations de change ont fait monter de 10 % le volume mesuré en dollars. Aux États-Unis, les instruments sur indice ont légèrement diminué en montant notionnel et en nombre de contrats.

Prédominance des investisseurs individuels...

Le marché coréen des dérivés sur indice boursier diffère à plusieurs égards de marchés plus matures. Premièrement, les options y sont prépondérantes (93 % du négoce au troisième trimestre, contre à peine 50 % aux États-Unis et moins encore sur d'autres marchés). Deuxièmement, les positions de place ne sont pas proportionnelles à ce fort volume. Fin septembre, elles s'établissaient à \$64 milliards seulement, tandis que celles sur indices américains étaient plus de 50 fois supérieures, à \$3 300 milliards

(pour un volume de négoce inférieur). La prédominance des options de même que le faible niveau des positions de place sont liés à une troisième caractéristique du marché coréen : environ deux tiers des investisseurs en options et la moitié des souscripteurs de contrats à terme sur KOSPI 200 sont des individuels, bien plus que sur les autres marchés¹. Les individuels tendent à privilégier les contrats demandant une mise de fonds moindre – d'où la prépondérance des options – et ne détiennent généralement pas de portefeuilles importants et diversifiés qu'il leur faudrait couvrir – d'où le faible niveau des positions de place.

Le marché coréen des dérivés se caractérise également par une moindre participation des investisseurs institutionnels. En 2004, les investisseurs étrangers, majoritairement des institutionnels, détenaient 40 % des actions cotées au Korean Stock Exchange, mais ne représentaient pas même un cinquième du négoce des dérivés. Cette particularité tient peut-être au cadre réglementaire, qui limite l'accès des étrangers aux dérivés comportant un négoce des titres sous-jacents. La part des investisseurs institutionnels nationaux (hors sociétés d'investissement) était encore plus faible (6 %). Jusqu'au début 2004, les fonds de pension coréens n'avaient pas le droit de détenir des actions, et encore moins des dérivés sur actions ; cette interdiction a alors été remplacée par un système de limites. D'après les données disponibles, il semblerait que les portefeuilles d'instruments sur actions restent inférieurs aux plafonds, mais les choses pourraient évoluer. La cession de fonds de pension par plusieurs conglomérats à des établissements financiers indépendants pourrait également attirer des investisseurs plus sophistiqués vers les dérivés.

...par rapport aux institutionnels

Obligations domestiques et dérivés dans les économies émergentes

De nombreux pays d'Amérique latine et d'Asie ont réagi aux crises financières des années 90 en développant un marché obligataire en monnaie locale². Les investisseurs étrangers y occupent parfois une place importante. Leur présence a entraîné une expansion du négoce des dérivés, destinés à couvrir les risques de change et de taux inhérents à ces obligations.

Le négoce des obligations en monnaie locale...

L'effet du négoce de dette en monnaie locale sur le marché des dérivés a été particulièrement notable au Mexique : dans ce pays, l'augmentation des émissions de titres domestiques à long terme s'est accompagnée du lancement d'emprunts internationaux en pesos par des établissements

...stimule les dérivés de gré à gré sur le peso mexicain...

¹ Au Japon, les investisseurs individuels représentent 12 % des opérations de clientèle (c'est-à-dire hors transactions entre courtiers) sur contrat à terme Nikkei 225 et 8 % de celles sur options ; ils ne prennent pratiquement aucune part aux contrats sur TOPIX, pourtant plus négociés. Il n'existe pas de données comparables pour les États-Unis et l'Europe, mais tout laisse penser que les individuels n'y représentent qu'une faible proportion du négoce des dérivés.

² Pour plus de détails, se reporter, ci-après, à l'étude de S. Jeanneau et C. Pérez Verdia sur le Mexique et à celle de C. E. Tovar sur l'Amérique latine. Voir aussi G. Jiang et R. McCauley, « Asie : marchés des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2004.

financiers étrangers profitant de la demande de titres bien notés dans ce compartiment. Les émetteurs, qui ont tendance à échanger le produit de ces opérations en d'autres monnaies, constituent une contrepartie naturelle pour les investisseurs étrangers souhaitant couvrir leurs obligations en pesos. C'est ainsi que le peso est devenu l'une des rares monnaies du monde émergent à susciter une importante activité de gré à gré. Fin juin 2005, l'encours notionnel de tous les dérivés déclarés par les courtiers (figurant dans l'enquête semestrielle) s'établissait à \$535 milliards, soit près de deux fois plus que l'année précédente³. Ce gré à gré est fortement axé sur le risque de change (86 %, contre 12 % seulement en moyenne mondiale). La sophistication croissante du marché se traduit par un déplacement du volume des instruments relativement simples, tels les contrats à terme, vers des contrats plus complexes, comme les options et les swaps. La part des options (en montant notionnel), tous instruments sur peso confondus, est passée de 12 % en juin 2002 à plus de 50 % trois ans plus tard. Les swaps contre peso n'existaient pratiquement pas il y a trois ans ; ils sont, maintenant, le compartiment en plus forte croissance : au premier semestre 2005, leur montant notionnel a plus que triplé, à \$53 milliards.

...mais pas sur le real brésilien

Il est intéressant d'établir une comparaison avec les contrats de change sur real brésilien, négociés essentiellement sur un marché organisé. À la Bolsa de Mercadorias & Futuros, ces contrats représentent 14 % (en volume comme en position de place) des dérivés financiers, proportion bien plus élevée que la moyenne mondiale (0,9 % en volume et 0,3 % en position de place). Comparativement, le gré à gré semble encore peu développé : ni l'enquête semestrielle ni l'enquête triennale, plus complète, ne font état d'une activité importante de cette nature.

Les ouragans entraînent une reprise des dérivés sur énergie

Les ouragans font monter le cours du pétrole et stimulent le négoce aux États-Unis...

La destruction de plateformes pétrolières dans le golfe du Mexique par les ouragans Katrina et Rita ainsi que l'interruption du raffinage et du transport de pétrole n'ont pas été sans conséquences pour les dérivés sur énergie. Le cours du brut West Texas Intermediate a augmenté pendant tout le mois d'août, atteignant un record absolu d'environ \$70 début septembre, quelques jours après l'arrivée de Katrina. Le nombre de contrats sur le brut « doux léger » a progressé de plus d'un tiers au New York Mercantile Exchange (NYMEX), passant de 5,7 millions en juillet à 7,6 millions en août, du fait d'une hausse du négoce (liée aux fluctuations de prix à court terme) et de la position de place. Le cours du pétrole est redescendu pendant la première moitié de septembre, avant que l'ouragan Rita ne l'entraîne vers un nouveau sommet, un peu moins élevé cependant. Le nombre de contrats NYMEX est revenu à 6,6 millions en septembre. Des données de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) montrent que, même si la position de place n'a que peu

³ Le dollar de Hong-Kong est la seule monnaie d'économie émergente sur laquelle des positions plus importantes ont été enregistrées (\$1 053 milliards).

Contrats à terme sur pétrole brut : baisse de la prime de risque

Marian Micu

Certains analystes du marché de l'énergie ont attribué la hausse du prix des contrats à terme sur pétrole, ces dernières années, à l'existence d'une importante prime de risque. Le présent encadré examine le sujet, en postulant cette prime égale à la différence entre le prix des contrats à terme sur pétrole brut négociés sur le NYMEX et la prévision moyenne de cours par baril du WTI avec le même horizon temporel^①.^② Rappelons que, entre 2003 et août 2005, la prime de risque sur les contrats à 3 et 12 mois a suivi la hausse du cours du pétrole, montant jusqu'à \$11 et \$14 respectivement (graphique, cadre de gauche). Les deux mois suivants, cependant, alors que les cours du pétrole baissaient légèrement, la prime de risque a chuté, revenant à environ \$0,5 et \$5. D'où proviennent ces fortes variations ?

Selon une étude^③, ces variations sont dues à quatre déterminants : spéculation, demande mondiale de pétrole, capacités de raffinage et taux d'intérêt. Nous avons effectué des régressions à plusieurs variables sur données mensuelles (juillet 1995–octobre 2005). Pour la spéculation, nous avons utilisé la position nette (différence entre achats de positions longues et achats de positions courtes) sur contrats à terme souscrits par les opérateurs n'intervenant pas à des fins de couverture ; une position nette positive devrait indiquer une pression à l'achat et donc être associée à une prime de risque plus élevée. De même, une forte demande de pétrole ou de faibles capacités de raffinage disponibles devraient accroître le risque de goulets d'étranglement susceptibles d'entraîner d'importantes variations de cours ; elles devraient donc être associées, elles aussi, à une prime de risque plus élevée. Les taux d'intérêt (mesurés par le Libor 3 mois) peuvent influencer les primes de risque de plusieurs façons : par exemple, des taux bas stimulent l'activité économique et la demande de pétrole, ce qui accroît la prime ; ils peuvent également pousser les investisseurs, désireux d'obtenir de meilleurs rendements, à prendre de plus grands risques sur les marchés de dérivés sur marchandises, ce qui exerce une pression à la hausse sur la prime.

Les régressions indiquent que toutes les variables examinées sont affectées du signe escompté et sont, à une exception près, statistiquement significatives. La prime de risque se révèle très étroitement liée à la position spéculative nette, qui a chuté de plus de 10 % du total des positions spéculatives en août à pratiquement 0 % en septembre (tableau ; graphique, cadre de droite). De même, la demande mondiale de pétrole a diminué et les taux courts ont augmenté, ce

Contrats à terme sur pétrole brut : déterminants de la prime de risque

	Variation de la prime de risque à 3 mois	Variation de la prime de risque à 12 mois
Position spéculative nette sur contrats à terme ¹	1,14 (3,82)***	0,63 (2,49)***
Demande mondiale de pétrole ²	0,19 (2,03)**	0,15 (2,15)**
Capacités de raffinage disponibles aux États-Unis	-0,10 (-1,23)	-0,11 (-1,70)*
Libor 3 mois	-0,12 (-2,01)**	-0,13 (-2,56)***

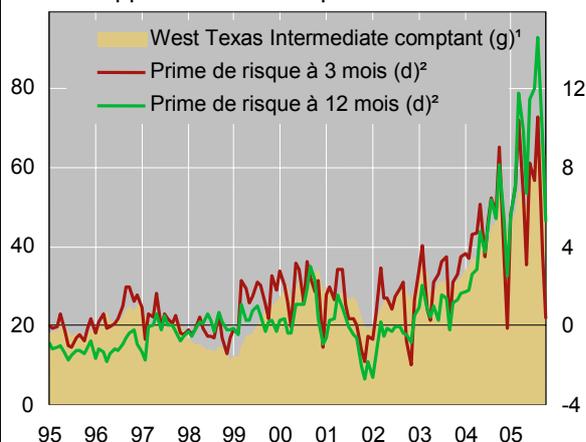
¹ En % du total des positions spéculatives. ² Épurée de la tendance en utilisant un filtre Hodrick-Prescott. Les régressions ont été effectuées à partir des données mensuelles sur la période juillet 1995–octobre 2005. L'hétéroscédasticité des erreurs types a été corrigée par la méthode Newey–West. Entre parenthèses : valeur t asymptotique. *, ** et *** : coefficient différent de zéro et significatif aux niveaux de confiance de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

Sources : Bloomberg ; Commodity Futures Trading Commission ; calculs BRI.

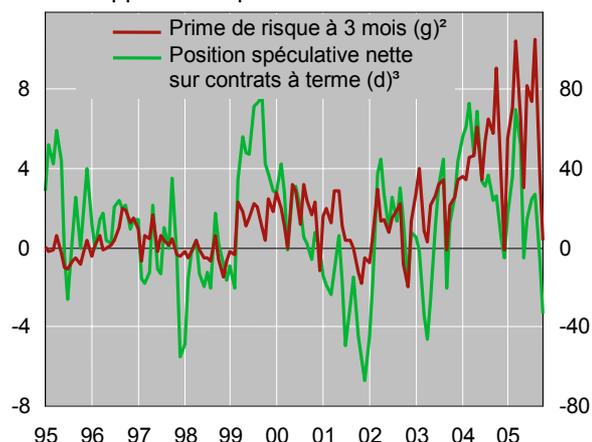
① La prime de risque peut être positive ou négative, selon la perception de l'investisseur marginal. Elle se distingue de la base du contrat à terme (différence entre prix du contrat à terme et cours contemporain du pétrole au comptant). Pour une comparaison des deux concepts, voir E. F. Fama et K. R. French, « Commodity futures prices : some evidence on forecast power, premiums, and the theory of storage », *Journal of Business*, vol. 60, n° 1, 1987, pp. 55–73. ② Nous croisons les enquêtes de Consensus Economics (prévisions de cours au comptant du WTI à horizon de 3 et 12 mois) avec les prix des contrats à terme le jour de l'enquête. Entre 60 et 130 analystes participent aux enquêtes ; notre étude utilise la moyenne arithmétique des différentes prévisions. Les tests statistiques sur la période juillet 1995–octobre 2005 laissent penser que ces prévisions ne sont pas biaisées, mais qu'elles ne tiennent pas compte de toutes les informations disponibles. ③ A. Merino et A. Ortiz, « Explaining the so-called "price premium" in oil markets », *OPEC Review*, vol. 29, n° 2, 2005, pp. 133–152.

Contrats à terme sur pétrole : prime de risque

Par rapport au cours du pétrole



Par rapport à la spéculation



¹ En dollars EU par baril. ² En dollars EU. ³ En milliers de contrats (de 1 000 barils).

Sources : Bloomberg ; Consensus Economics ; calculs BRI.

qui a accru la pression à la baisse sur la prime ; ensemble, ces deux variables expliquent les deux tiers de la baisse (\$7) de la prime à 3 mois et la moitié de celle (\$5) de la prime à 12 mois en septembre 2005. Selon le modèle, les variations du taux d'utilisation des capacités de raffinage ne semblent avoir qu'un effet limité sur la prime à 12 mois et aucun sur celle à 3 mois ; cela s'explique peut-être par la longueur des délais de réaction des prix du pétrole brut aux goulets d'étranglement du raffinage.

Malgré ses bons résultats sur la période récente, le modèle n'explique que 10 % de la variation de la prime de risque (3 et 12 mois) sur la période échantillon de 10 ans. Cela laisse penser que des éléments tels que les tensions politiques et sociales, les attentats terroristes et les conflits armés pourraient avoir davantage d'impact sur la prime que les déterminants cités par les analystes.

diminué au cours du mois, les conditions de liquidité du marché se sont profondément modifiées. Les preneurs de risque, ou « spéculateurs »⁴, détenaient des positions courtes nettes équivalant à plus de 4 % de la position de place en juillet et août, ce qui laisse penser qu'ils misaient sur une baisse des cours du pétrole. Fin septembre, cette proportion était revenue à 2 %, contribuant à la chute des primes de risque sur les contrats à terme (voir encadré). Un recul analogue des positions nettes ouvertes des preneurs de risque avait été observé en avril et mai 2005, lorsque le cours du pétrole avait perdu près de \$10.

Ailleurs, les contrats sur énergie ont été moins affectés par les ouragans, même si la cherté du pétrole a été un phénomène mondial. En août, le volume de contrats à terme sur brut a augmenté de 20 % sur l'International Petroleum Exchange de Londres, bien moins donc qu'à New York (32 %). Au Shanghai Futures Exchange, le négoce sur fioul (il n'existe pas de contrat sur brut) a

...mais leurs répercussions sont moindres ailleurs

⁴ La CFTC fait une distinction entre deux types de souscripteurs : ceux, arbitragistes en couverture de risque, qui poursuivent une activité commerciale et qui utilisent les dérivés (contrats à terme et options) à des fins de couverture, et les preneurs de risque, souvent appelés « spéculateurs ». Cependant, rien n'empêche les premiers de prendre des positions purement spéculatives.

même baissé. Au Japon, les instruments sur pétrole ont progressé, sans dépasser toutefois les niveaux des trimestres précédents.

L'effet des ouragans ne s'est pas limité aux dérivés sur énergie. La Nouvelle-Orléans était un centre majeur non seulement pour l'industrie pétrolière, mais aussi pour le transport de céréales. En outre, la ville abritait d'importants stocks de marchandises, allant du café au zinc en passant par le sucre. On ne sait pas bien, toutefois, dans quelle mesure cela a eu une influence sur les dérivés correspondants. Si le négoce des principaux contrats américains sur sucre, blé et café a augmenté de plus de 50 % en août – davantage que celui sur des produits moins directement touchés par les ouragans –, il est demeuré inférieur au maximum historique de juin.

La hausse des contrats sur défaut d'emprunteur révèle les faiblesses de l'infrastructure de marché

Au premier semestre 2005, les contrats sur défaut d'emprunteur (CDE) se sont fortement développés, compte tenu des dégagements sur les marchés du risque de crédit déclenchés par des déclassements dans l'industrie automobile américaine en mars⁵. L'encours notionnel⁶ a augmenté de 60 %, à \$10 200 milliards. La hausse a été particulièrement vive pour les contrats indiciaires, dont l'encours notionnel a plus que doublé, à \$2 900 milliards. Les CDE sur signature unique ont progressé de 43 %, à \$7 300 milliards.

La forte hausse des contrats sur défaut d'emprunteur...

La hausse des CDE a été bien plus forte que celle des prêts et obligations sous-jacents. Pour de nombreuses entreprises, l'encours des CDE dépasse désormais nettement l'offre de supports livrables. Comme la grande majorité des CDE prévoient un règlement sous forme de livraison physique⁷, le risque de pénurie de supports s'est accru, mettant fin à la relation normale entre la tarification des dérivés de crédit et celle des contrats sous-jacents. Cela pourrait conduire à un retrait des opérateurs du marché, et donc à un tarissement de la liquidité.

...accentue le risque de pénurie de sous-jacents...

Depuis la faillite de l'équipementier automobile Collins & Aikman en juin 2005, les courtiers en CDE ont utilisé à plusieurs reprises une procédure de règlement en numéraire plutôt qu'en physique en cas d'incident de crédit. Cette procédure a été appliquée pour les CDE sur Delta Airlines, Northwest Airlines et, cas le plus célèbre, Delphi. La dette de Delphi faisait partie de divers contrats sur défaut indiciaires et servait de référence à un grand nombre de contrats sur signature unique. Après la faillite de l'entreprise, le 8 octobre, les courtiers ont, dans un premier temps, compensé les contrats dans la mesure du possible. Une telle compensation multilatérale est courante sur les marchés

⁵ « Vue d'ensemble : réévaluation du risque sur les marchés », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005.

⁶ L'encours notionnel est calculé comme la somme des contrats achetés et vendus moins la moitié (pour tenir compte de la double déclaration) de la somme des contrats achetés et vendus entre courtiers déclarants.

⁷ Selon la British Bankers' Association, 86 % des transactions ont été réglées par livraison physique en 2003.

...et met à l'épreuve
l'infrastructure de
marché

organisés, mais pas sur le gré à gré. La procédure a permis d'éliminer environ 70 % des positions brutes ouvertes sur CDE à signature unique. Dans un second temps, le 4 novembre, le cours final de l'obligation de référence Delphi a été fixé, par adjudication, à 63,375 %. Ce niveau est conforme aux pertes en cas de défaut estimées à partir de données historiques, même si, du fait de la grande dispersion des estimations, il est difficile de savoir s'il n'a pas été influencé par le négoce des CDE. Il est cependant très inférieur au niveau auquel la dette de Delphi se négociait pendant la pénurie qui a précédé le passage au règlement en numéraire. De l'avis général, toutefois, ce dernier prix ne correspondait pas à la situation de la société.

Même avant que Delphi ne demande à bénéficier de la protection de la loi sur les faillites, il était apparu que l'infrastructure du marché des CDE n'avait pas suivi l'expansion du volume. Ainsi, intervenants et autorités réglementaires avaient exprimé la crainte que l'insuffisance de la documentation et l'important arriéré de traitement des opérations puissent menacer le bon fonctionnement de ce marché. L'arriéré tient au fait que le traitement de ces dérivés, qui est surtout manuel, est très lourd⁸. L'insuffisance de la documentation concerne principalement le transfert du risque à des tiers. Selon le rapport du deuxième Groupe de travail sur la gestion du risque de contrepartie (ou « Rapport Corrigan »), ces transferts peuvent concerner jusqu'à 40 % du volume du négoce et jouent un grand rôle dans la liquidité du marché. Si, dans la plupart des accords-cadres actuellement en vigueur, de tels transferts nécessitent le consentement écrit de toutes les parties, il ne semble pas que cette règle ait été appliquée dans le passé, d'où une incertitude sur l'identité des contreparties.

En réponse à une initiative de la Banque de Réserve fédérale de New York en septembre, les principaux intervenants sur CDE se sont engagés à améliorer leurs procédures de postmarché (et notamment à réduire le nombre de transactions non confirmées), clarifier leurs procédures de transfert de risque et automatiser le traitement des transactions. En outre, ils ont accepté de fournir des chiffres permettant d'évaluer les progrès accomplis dans ces domaines. Si elles sont mises en œuvre, ces mesures renforceront notablement l'infrastructure de marché, contribuant ainsi à lui assurer un fonctionnement normal, même en période de tensions. Il reste cependant à voir jusqu'où les nouveaux protocoles de transfert (« novation ») seront appliqués en pratique. Certains fonds spéculatifs, en particulier, semblent réticents. Il n'est pas assuré non plus qu'une automatisation plus poussée des postmarchés soit faisable. La confirmation électronique ne devrait pas poser de problème pour les contrats simples, mais elle pourrait être plus difficile dans le cas de produits plus complexes. L'automatisation pourrait également être ralentie par le fait que les intervenants sont souvent peu actifs, et ne sont donc pas très tentés d'investir dans des systèmes coûteux.

⁸ Selon l'enquête de juin 2005 de l'International Swaps and Derivatives Association, seulement 40 % des transactions environ sont traitées électroniquement.

Marché des CDD : aversion pour le risque et contrepartie du risque¹

Les primes des contrats dérivés sur défaut (CDD) indemnisent les investisseurs pour les pertes attendues, mais elles comportent aussi une contrepartie du risque de défaut. Selon nos estimations, ce dernier élément ainsi que l'aversion pour le risque ont fortement fluctué entre 2002 et 2005. Leur évaluation paraît liée à des facteurs macroéconomiques fondamentaux, telle l'orientation de la politique monétaire, et techniques, comme les émissions de titres garantis par des créances (TGC).

JEL : G120, G130, G140.

L'une des principales difficultés de l'analyse des marchés financiers consiste à déterminer dans quelle mesure l'évolution des prix des actifs résulte soit de modifications des facteurs économiques influant sur les rendements, soit de celles de la contrepartie du risque. Les marchés du risque de crédit ne font pas exception à cet égard. La forte augmentation des primes pendant l'été 2002 a-t-elle été provoquée par la dégradation rapide des perspectives ou par une soudaine accentuation de l'aversion pour le risque ? Le resserrement des primes sur la dette des entreprises, revenues depuis à des planchers historiques, s'explique-t-il surtout par l'amélioration des bilans ou par un goût de plus en plus marqué pour le risque ? Et comment interpréter l'envolée des primes au printemps dernier, après les déclassements intervenus dans le secteur automobile américain ? Les réponses à ces questions sont importantes pour déchiffrer les signaux que les marchés envoient aux autorités, tant en situation normale qu'en période de crise. Elles ne peuvent manquer d'intéresser aussi les spécialistes, par les indications qu'elles fournissent sur les modèles de tarification des actifs, ainsi que les divers intervenants, en quête d'arbitrages de valeur relative entre instruments et catégories d'actifs.

Dans la présente étude, nous mesurons la contrepartie du risque et l'aversion pour le risque en utilisant les statistiques relatives au marché, en rapide expansion, des contrats dérivés sur défaut (CDD) pendant la période 2002–05. Les primes reflètent en principe les pertes attendues en cas de

¹ L'auteur exprime ses remerciements à JPMorgan Chase pour les données sur les émissions de TGC synthétiques, à Claudio Borio, Frank Packer et Philip Wooldridge pour leurs précieux commentaires ainsi qu'à Jhuvesh Sobrun pour son assistance technique. Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

défaut et la contrepartie du risque supporté par les investisseurs. Nous constatons ainsi que cette contrepartie est extrêmement volatile ; cela confirme l'avis de nombreux opérateurs de marché, qui voient dans les changements d'attitude envers le risque une cause essentielle des mouvements des prix des actifs. En cherchant également à identifier les principaux déterminants de la contrepartie du risque, nous estimons que cette contrepartie ainsi que l'aversion pour le risque sont étroitement liées à des facteurs fondamentaux, tels les indicateurs de l'activité économique et l'orientation de la politique monétaire, et techniques, comme les émissions de titres garantis par des créances (TGC).

En préambule, nous présentons les marchés des CDD (contrats sur défaut d'un seul emprunteur, CDE, et sur défaut indiciel, CDI), sur lesquels sont centrées nos recherches empiriques. Nous examinons ensuite brièvement les études sur le sujet et les données que nous avons utilisées, avant de passer à l'élaboration des mesures de la contrepartie du risque et de l'aversion à l'égard du risque. Après avoir analysé ce qui les détermine, nous concluons par une synthèse et des propositions de travaux ultérieurs.

Le marché des CDD

Notre analyse est axée sur le segment des CDD, qui enregistre, ces dernières années, l'une des plus rapides expansions à l'échelle mondiale. Un CDD est un contrat d'assurance qui couvre l'acheteur contre les pertes liées au risque de défaut d'une signature de référence. En échange, celui-ci verse une prime régulière, sur la durée du contrat, au vendeur (« investisseur ») de cette protection². Initialement, ce marché s'est surtout développé sous forme de CDE. Depuis fin 2003, cependant, les CDI, qui retiennent essentiellement notre attention, sont de plus en plus négociés. En juin 2005, l'encours notionnel cumulé de ces deux types d'instruments s'élevait à \$10 200 milliards selon les statistiques BRI³.

Plusieurs raisons incitent à choisir les CDD plutôt que le marché au comptant. Tout d'abord, ils tiennent aujourd'hui une place centrale sur les marchés du risque de crédit : ils permettent à diverses catégories d'investisseurs de faire valoir leurs points de vue sur la qualité d'une signature ; ils servent aux banques dans leurs opérations de couverture ; ils constituent une composante essentielle des montages synthétiques de crédits structurés. Ensuite, étant donné le degré de liquidité relativement élevé de ces instruments, leurs primes passent pour un indicateur plus fidèle du risque de

Le segment des CDD en rapide expansion...

...se prête à l'analyse des primes

² Pour une description des CDD et de leurs caractéristiques, voir notamment O'Kane, Naldi *et al.* (2003). La plupart des contrats couvrent quatre incidents de crédit : faillite, défaut de paiement, répudiation et restructuration importante de la dette (y compris accélération des remboursements). Le terme « défaut » désigne ci-après un incident de crédit.

³ Même si la valeur nette des expositions est bien moindre (\$267 milliards en juin 2005), on estime que les volumes échangés sont largement supérieurs à ceux des marchés obligataires sous-jacents.

défaut et de recouvrement que celles de la plupart des obligations d'entreprise, ce qui facilite l'évaluation de la contrepartie du risque⁴.

Les CDI servent aujourd'hui de sous-jacents à d'autres dérivés de crédit importants

Il est également intéressant de se concentrer sur les CDI. En effet, ces instruments font l'objet de contrats d'échange et titres négociables, ce qui n'est pas le cas de la dette des entreprises. Nos observations permettent donc une analyse directe des primes et peuvent s'avérer utiles aux travaux menés sur les dérivés référencés sur les indices (tranches et options sur swap notamment). Les tranches, qui offrent aux investisseurs la possibilité de prendre des expositions sur des segments précis de la distribution des pertes sur CDI, sont tarifées et couvertes en partie sur la base des primes⁵. Celles-ci influent également sur la valorisation des options.

Travaux de référence

Peu d'études consacrées à la contrepartie du risque sur CDD

Nos résultats complètent les études – rares mais en nombre croissant – consacrées aux propriétés empiriques des primes CDD et à l'aversion pour le risque. L'analyse la plus proche est celle de Berndt *et al.* (2005), qui évalue la contrepartie du risque à partir des statistiques CDD relatives à 67 entreprises américaines opérant dans trois secteurs différents et des probabilités de défaut exprimées par les indicateurs de fréquences de défaut attendues (Expected Default Frequencies – EDFTM) de Moody's KMV. Ses auteurs élaborent à cet effet, pour chaque entreprise, des modèles dynamiques du risque de crédit dont chaque variable est paramétrée. Notre approche de mesure est plus simple, mais notre échantillon est plus large (titres composant le principal indice de défaut américain de qualité investissement), et nous considérons les relations des valeurs obtenues avec des variables représentatives de l'activité macroéconomique ou des marchés du risque de crédit.

Selon les estimations antérieures, la contrepartie du risque apparaît substantielle

Le marché des CDD étant relativement récent, la plupart des travaux sur les primes se sont appuyés sur l'obligataire. Elton *et al.* (2001) déterminent dans quelle mesure la variation des primes dans le temps (hors pertes attendues et fiscalité) peut s'expliquer par les facteurs de Fama–French et calculent ensuite une contrepartie du risque sur cette base. Driessen (2005) étudie un modèle dynamique de la structure d'échéances en scindant les primes en plusieurs composantes. Il conclut à une contrepartie du risque élevée et variable dans la durée ainsi qu'à l'existence d'une prime de liquidité. Amato et Luisi (2005) évaluent cette contrepartie à l'aide d'un modèle incluant des variables macroéconomiques comme déterminants de la structure d'échéances des primes sur obligations d'entreprise.

⁴ Les CDD peuvent être plus liquides que les obligations pour plusieurs raisons. Ainsi, la plupart de ces contrats sont standardisés : les incidents qui déclenchent l'indemnisation de l'acheteur de protection sont précisés dans les définitions de l'ISDA sur les dérivés de crédit (ISDA (2003)). Par ailleurs, les intervenants peuvent prendre des positions courtes plus facilement et à moindre coût. Voir Longstaff *et al.* (2005) pour une analyse approfondie.

⁵ Voir Amato et Gyntelberg (2005) pour une étude générale des CDI et des tranches ainsi que de certains aspects de la tarification de ces instruments.

Les données

Notre approche (section suivante) nécessite des données concernant les primes CDI et les probabilités de défaut des sociétés de l'indice. Nous élaborons une série chronologique, synthétique et historique, des primes à partir des données de Markit sur un ensemble défini d'entreprises. Cette démarche répond à un double objectif : assurer une cohérence dans le temps, étant donné que la composition des grands indices évolue puisqu'ils ont fait l'objet d'une fusion et qu'ils sont révisés tous les six mois⁶ ; effectuer une analyse sur la période la plus longue possible. Des séries chronologiques de données journalières peuvent être établies à compter de mai 2002 pour la plupart des sociétés de notre échantillon. Le négoce des CDI ayant commencé à la mi-2003, nous pourrions théoriquement utiliser les cotations, mais, en raison des changements dans l'indice le plus récent, l'échantillon qui en résulterait serait restreint et manquerait d'homogénéité.

Utilisation
d'un indice
synthétique...

Notre échantillon se compose des titres de l'indice DJ CDX Amérique du Nord, qualité investissement, série 4 (CDX.NA.IG.4)⁷. Les derniers contrats correspondants allaient du 21 mars au 20 septembre 2005. Cet indice inclut 125 entreprises notées pour la plupart entre A+/A1 et BBB-/Baa3. C'est principalement l'indice agrégé qui nous intéresse, mais nous analysons aussi cinq composantes sectorielles (biens de consommation, énergie, finance, industrie et TMT) pour déterminer dans quelle mesure leur évolution correspond à la tendance générale. Les séries synthétiques des primes pour l'indice et ses composantes sectorielles représentent des moyennes, à pondération égale, des primes des contrats sur emprunteur individuel.

...établi sur la base
du DJ CDX, série 4

Notre série synthétique peut différer des valeurs de marché pour au moins deux raisons⁸. Premièrement, alors qu'en théorie la prime de marché devrait être égale à la moyenne des primes des 125 entreprises de référence, il existe en fait des écarts (« base » non égale à zéro). C'est probablement dû en partie aux avantages offerts par les CDI pour la couverture du risque macroéconomique. Il convient donc de faire preuve de prudence en interprétant nos résultats par rapport aux primes CDI sur le marché. Deuxièmement, avec les CDI, les types d'incidents de crédit se limitent à la faillite et au défaut de paiement, ce qui correspond à la clause de non-restructuration (NR) dans les CDE⁹. Cependant, aux États-Unis, la plupart de ces derniers sont assortis d'une clause de restructuration modifiée. Afin d'optimiser la dimension de l'échantillon, pour chaque séance et entreprise,

Nos primes
synthétiques
peuvent différer de
celles du marché

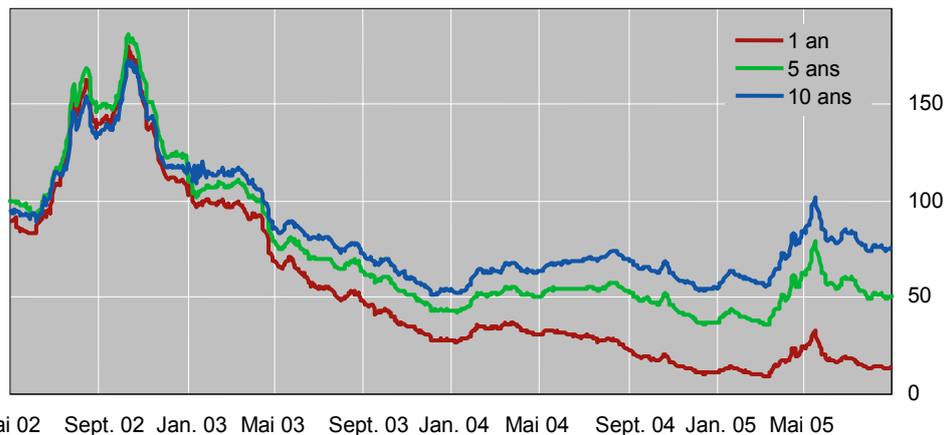
⁶ Au départ, le marché des CDI disposait d'indices concurrents, qui ont été fusionnés au printemps 2004 pour former deux familles : CDX et iTraxx. Leur composition est revue tous les six mois par un ensemble de courtiers.

⁷ Pour la composition de cet indice, voir <http://www.markit.com>.

⁸ Nous pouvons comparer notre série synthétique aux primes officielles de Markit. Pour les primes journalières échéance 5 ans, du 21 mars au 31 août 2005, la différence est en moyenne de 0,6 pb et 1,9 pb en valeur absolue, avec un écart type de 2,6 pb.

⁹ Voir ISDA (2003) pour une description des clauses contractuelles.

Primes des CDD¹



¹ Sur la base de l'indice agrégé, en pb.

Sources : Markit ; calculs BRI.

Graphique 1

nous établissons une moyenne pondérée des valeurs de Markit (toutes clauses confondues), sur base NR. On peut penser que, pour les contrats admettant une restructuration, la valeur de l'option la moins chère à livrer varie systématiquement avec le cycle de crédit. Une telle variation introduirait une erreur, mais vraisemblablement faible, dans notre formule de pondération (fixe)¹⁰.

Les séries chronologiques des données journalières pour l'indice agrégé, aux échéances 1, 5 et 10 ans, sont retracées dans le graphique 1. Elles présentent quelques caractéristiques intéressantes. Tout d'abord, la structure d'échéances affiche une pente ascendante au niveau des primes inférieures ; sur les deux dernières années, en particulier, on observe des écarts substantiels entre 1 et 5 ans. Il est donc nécessaire, pour l'analyse, de considérer l'échéance. En outre, les primes sont très persistantes et varient surtout en fréquence faible, d'un mois ou plus. Par conséquent, bien que nous soyons contraints d'agréger les taux des CDD sur une base mensuelle pour l'essentiel de notre analyse (afin de tenir compte d'autres séries de données), les primes varient beaucoup à cette fréquence.

Pour estimer les probabilités de défaut, nous recourons, comme Berndt *et al.* (2005), à des indicateurs EDFTM 1 an, élaborés d'après des données de bilan et les cours des actions, selon les principes d'un modèle de type Merton¹¹. Nous disposons de données EDFTM mensuelles pour tous les titres, sauf deux, de l'indice CDX.NA.IG.4. Les EDFTM agrégés et sectoriels sont obtenus comme de simples moyennes arithmétiques.

Utilisation
d'indicateurs de
fréquences de
défaut attendues

¹⁰ Les pondérations reflètent les profils de prime observés, pour les diverses clauses, dans un échantillon incluant des cotations pour plusieurs types de contrats sur une entreprise, un jour donné. Voir également O'Kane, Pedersen et Turnbull (2003), ainsi que Packer et Zhu (2005), pour une analyse des clauses de restructuration.

¹¹ Voir Kealhofer (2003) pour plus de précisions.

Mesure de la contrepartie du risque

À l'aide des données synthétiques présentées ci-dessus, nous évaluons la contrepartie du risque et l'aversion pour le risque de défaut. Les primes CDD peuvent être, à cet effet, sommairement décomposées comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Prime} &\equiv \text{perte attendue} + \text{contrepartie du risque} \\ &= \text{perte attendue} \times \text{correction en fonction du risque} \end{aligned}$$

où

$$\text{correction en fonction du risque} = 1 + \text{prix du risque de défaut}$$

La première équation indique que la prime est à peu près égale à la perte attendue, majorée d'une contrepartie du risque, laquelle représente l'indemnisation des investisseurs pour leur exposition au risque de défaut. Dans la seconde équation, la prime est réexprimée en tant que perte attendue corrigée en fonction du risque, la correction variant proportionnellement au prix du risque de défaut. Ce prix correspond à l'indemnisation par unité de perte attendue. Il constitue un indicateur de l'aversion pour le risque de défaut : s'il est positif, la compensation demandée est supérieure aux pertes actuarielles. Dans la suite de cette étude, les expressions « prix du risque de défaut » et « indicateur de l'aversion pour le risque de défaut » sont interchangeables.

Les primes CDD correspondent à la perte attendue corrigée en fonction du risque

Même si ces équations font apparaître une « contrepartie du risque » et un « prix du risque », il existe en principe deux catégories distinctes de risque de défaut qui peuvent appeler une rémunération. L'une est la variation cyclique de la perte attendue, qui s'accroît généralement en période de ralentissement conjoncturel, lorsque la croissance globale des revenus est faible. L'autre est le défaut effectif d'une signature et son incidence sur le patrimoine des investisseurs, en raison de l'incapacité à diversifier parfaitement les portefeuilles. On peut parler de risque conjoncturel et de risque idiosyncrasique, respectivement¹². Les indicateurs de la contrepartie du risque et du prix du risque de défaut que nous proposons ci-après intègrent

Résultats ¹					
	CDD 1 an	CDD 5 ans	EDF™	Contrepartie du risque ²	Prix du risque de défaut ²
Moyenne	55,33	75,07	35,40	34,09	1,42
Médiane	33,82	56,20	22,84	21,11	1,30
Écart type	44,62	37,01	22,88	31,95	0,66
Asymétrie	1,00	1,21	0,70	1,24	0,26
Kurtosis	2,81	3,35	2,01	3,57	2,51
Minimum	11,15	37,31	9,09	2,64	0,31
Maximum	167,81	175,70	81,43	121,95	2,92

¹ Sur la base de l'indice agrégé, en pb (sauf prix du risque de défaut). ² Horizon 1 an.
Sources : Markit ; Moody's KMV ; calculs BRI. Tableau 1

¹² Cette terminologie est quelque peu ambiguë, car l'incapacité de se diversifier parfaitement pour faire face au défaut éventuel d'un emprunteur individuel constitue également un risque « conjoncturel ».

implicitement les deux types de risque¹³. L'encadré donne des précisions sur la tarification des CDD et les éléments constitutifs des primes.

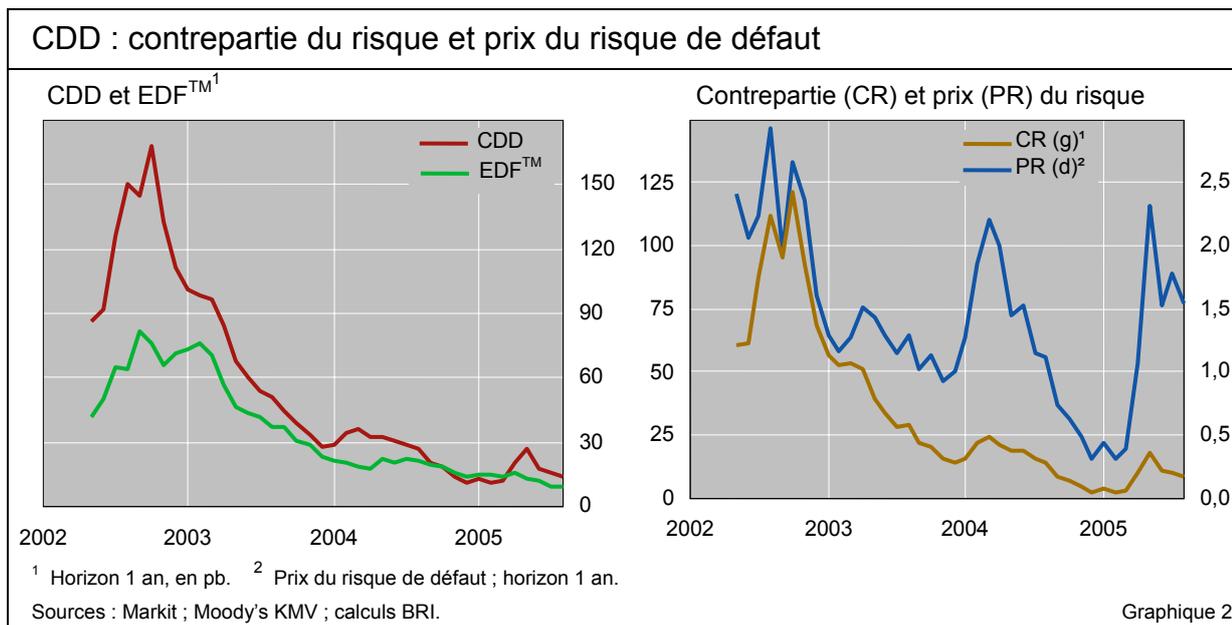
Contrepartie = prime moins perte attendue

La méthodologie que nous utilisons est simple. Nous commençons par élaborer un indicateur de la contrepartie du risque en soustrayant le montant estimé de la perte attendue des primes CDD. La perte attendue est évaluée à l'aide des données EDFTM disponibles, qui représentent la probabilité de défaut, dans l'hypothèse d'une perte en cas de défaut constante et égale à 60 %. Ce pourcentage est déterminé par les taux de perte historiques sur les obligations de premier rang non garanties émises aux États-Unis, sur la base des chiffres de Moody's¹⁴. Puisque nos statistiques EDFTM mesurent les probabilités de défaut à 1 an, nous nous concentrons essentiellement sur la contrepartie du risque dans les primes des CDD de même échéance. Le prix du risque de défaut est alors obtenu par le ratio prime CDD/perte attendue.

Prix du risque = prime au-delà de la perte

Le tableau 1 synthétise les statistiques des séries mensuelles des principales variables intéressant l'indice agrégé¹⁵. Il montre que les primes CDD sont en moyenne supérieures aux EDFTM et plus volatiles, et qu'elles présentent une asymétrie plus prononcée. La contrepartie du risque à 1 an est dans l'ensemble positive et sa distribution (dans le temps) affiche un biais positif et une queue de distribution plus épaisse. Le prix moyen du risque de

Les probabilités de défaut corrigées en fonction du risque sont supérieures de 140 % aux valeurs effectives



¹³ Notre formulation du prix du risque de défaut n'est pas standard non plus. En fait, dans les analyses sur ce sujet, le prix du risque conjoncturel est généralement défini comme l'indemnisation du ou des facteurs de risque par unité de **volatilité**. Le prix du risque idiosyncrasique est l'indemnisation par unité de perte attendue.

¹⁴ Ainsi, nous ne laissons pas les taux de perte varier systématiquement sur le cycle de crédit. Il apparaît de plus en plus que ceux-ci présentent une corrélation positive avec les probabilités de défaut (voir notamment Altman *et al.* (2004)). Cependant, cette relation vaut plus ou moins, selon que les pertes sont mesurées aux prix du marché peu de temps après le défaut ou par les taux de recouvrement finals.

¹⁵ Les primes mensuelles des CDD sont exprimées en moyenne des valeurs journalières.

Éléments constitutifs des primes CDD

Le présent encadré montre comment nous effectuons la décomposition (approximative) des primes CDD pour élaborer des mesures de la contrepartie du risque et du prix du risque de défaut. Concrètement, nous modélisons les incidents de crédit (« défaut ») à partir d'un modèle fondé sur l'intensité^①. Ce modèle suppose que le défaut survient de manière aléatoire, la probabilité de défaut sur un court intervalle de temps (une journée ou un mois, par exemple) étant égale à l'intensité, appelée h^P . En principe, h^P peut être une variable stochastique qui évolue en fonction des conditions macroéconomiques, du secteur économique ou de l'entreprise concernée. D'autres variables importantes sont incluses : perte en cas de défaut (PD) ; taux d'intérêt sans risque, pour actualiser les flux de trésorerie (i) ; prix du risque conjoncturel et du risque idiosyncrasique (Γ). Chacun de ces éléments peut aussi varier avec les conditions économiques.

En général, l'intensité corrigée en fonction du risque (appelée h^Q) applicable à la tarification des contrats CDD est différente de l'intensité effective h^P . Cette correction dépend du prix du risque idiosyncrasique, soit $h^Q = h^P (1 + \Gamma)$. Si les investisseurs ne demandent pas une prime en contrepartie de ce risque, les intensités corrigées et effectives sont identiques ; autrement, on aura généralement $\Gamma > 0$, et donc $h^Q > h^P$.

La prime d'un contrat CDD est obtenue en recherchant la prime trimestrielle qui correspond à la valeur actuelle attendue des paiements effectués par l'acheteur de la protection (volet « prime » du contrat) par rapport à la valeur actuelle attendue des coûts de défaut supportés par le vendeur de cette protection (volet « protection »). Les contrats CDD spécifient M dates de paiement trimestriel, $t = t_1, t_2, \dots, t_M$, auxquelles la prime doit être versée^②. Au début du contrat, au moment t , la valeur actuelle attendue du volet « prime » est égale à la somme anticipée des paiements de prime actualisés, où le taux d'actualisation **effectif**, $i + h$, est le taux sans risque corrigé de la possibilité de défaut :

$$V_{\text{prim}}(t) = A_t^Q \left[\sum_{i=1}^M \exp\left(-\int_t^{t_i} [i(s) + h^Q(s)] ds\right) \cdot CDD(t) \right]$$

$CDD(t)$ est la prime trimestrielle et $A_t^Q(\cdot)$ représente les anticipations corrigées du risque conjoncturel.

La valeur actuelle attendue du volet « protection » est la valeur actualisée de la perte attendue aux dates possibles de défaut^③ :

$$V_{\text{prot}}(t) = A_t^Q \left[\sum_{i=1}^M h^Q(t_i) \cdot PD(t_i) \cdot \exp\left(-\int_t^{t_i} [i(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]$$

On obtient la prime en postulant $V_{\text{prim}} = V_{\text{prot}}$ et en calculant $CDD(t)$:

$$CDD(t) = \frac{\sum_{i=1}^M A_t^Q \left[h^Q(t_i) \cdot PD(t_i) \cdot \exp\left(-\int_t^{t_i} [i(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]}{\sum_{i=1}^M A_t^Q \left[\exp\left(-\int_t^{t_i} [i(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]}$$

L'équation ci-dessus implique que les primes CDD sont des moyennes pondérées des pertes anticipées corrigées en fonction du risque, soit $A_t^Q(h^Q PD)$; en d'autres termes, $CDD(t) \equiv A_t^Q(h^Q PD)$.

Il existe potentiellement deux différences entre $A_t^Q(h^Q PD)$ et la perte effective attendue, $A_t^P(h^P PD)$, où $A_t^P(\cdot)$ représente les anticipations sur la base des probabilités effectives calculées d'après les données historiques. Premièrement, comme noté ci-dessus, h^Q peut différer de h^P si les investisseurs demandent une compensation pour le risque idiosyncrasique ($\Gamma > 0$). Deuxièmement, les anticipations de $h^Q PD$ sont évaluées en utilisant les probabilités corrigées pour tenir compte de l'aversion des investisseurs à l'égard du risque conjoncturel. Cela implique que les primes CDD sont approximativement égales à la somme de trois éléments : perte effective attendue ($h^P PD$) ; prime de risque idiosyncrasique ($h^P PD \Gamma$) ; prime de risque conjoncturel.

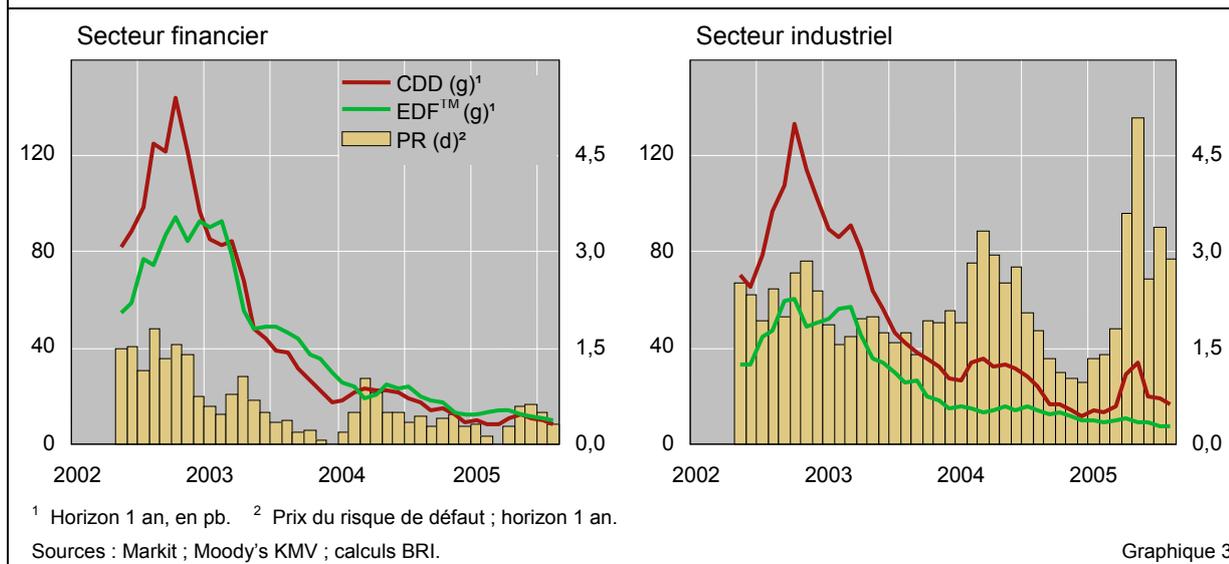
^① Berndt *et al.* (2005), Longstaff *et al.* (2005) et Pan et Singleton (2005), notamment, ont également eu recours à des modèles fondés sur l'intensité pour étudier les primes CDD. ^② Le paiement est effectué aussi longtemps que la signature de référence n'a pas fait défaut. ^③ Pour simplifier, nous supposons que le défaut ne peut survenir qu'aux dates de paiement de la prime. En pratique, lorsque le défaut intervient entre ces dates, les vendeurs de la protection reçoivent un paiement complémentaire.

défaut à 1 an s'établit à 1,42. En supposant une perte en cas de défaut constante, les probabilités de défaut corrigées en fonction du risque sont donc à peu près supérieures de 140 % aux probabilités de défaut effectives. Le prix du risque de défaut varie également de manière significative, entre un minimum de 0,31 et un maximum de 2,92.

Les primes et l'aversion pour le risque de défaut se sont fortement accrues à la mi-2002 et en mai 2005

Le graphique 2 présente l'évolution des variables dans le temps. Le cadre de gauche retrace le comportement des primes CDD à 1 an par rapport aux EDFTM et celui de droite illustre les valeurs estimées de la contrepartie et du prix du risque de défaut. Ils mettent en évidence quatre grandes caractéristiques des séries. Premièrement, il apparaît que les plus fortes variations des primes se sont produites en 2002¹⁶. Ce constat s'applique aux hausses (sur trois semaines de juillet cette année-là, les taux des CDD à 1 an se sont écartés chaque fois de plus de 10 pb) comme aux baisses (les primes se sont nettement resserrées en novembre). C'est en juillet 2002 que WorldCom a fait faillite, avec \$107 milliards d'actifs, ce qui a eu des répercussions généralisées sur les primes CDD. Les probabilités de défaut sur l'indice agrégé ont également augmenté durant cette période, dans des proportions bien moindres toutefois, ce qui montre que le défaut de WorldCom a surtout affecté la contrepartie du risque de marché. Deuxièmement, à partir de début 2003, les primes ainsi que les fréquences de défaut attendues ont diminué et sont restées depuis relativement stables : les primes ne se sont creusées que brièvement au printemps 2005, lors des événements liés à General Motors et Ford. Troisièmement, la contrepartie du risque a suivi dans une large mesure la même évolution que les primes. Quatrièmement, le prix du risque de défaut a davantage fluctué : il a culminé à la mi-2002, mais a aussi

Deux composantes sectorielles de l'indice CDD



¹⁶ Cette observation vaut également, dans le graphique 1, à une fréquence plus élevée. Ainsi, neuf des dix plus fortes variations hebdomadaires des taux des CDD à 1 an (en valeur absolue, mesurées d'un vendredi à l'autre) ont eu lieu en 2002.

atteint des sommets début 2004, lorsque la courbe des valeurs du Trésor s'est vivement accentuée, puis en mai 2005, pendant les turbulences associées aux déclassements dans le secteur automobile.

S'agissant de l'évolution par secteur, le graphique 3 compare les primes CDD à 1 an et les EDF[™] aux estimations implicites du prix du risque de défaut pour deux secteurs¹⁷. Les primes CDD et les EDF[™] suivent une tendance analogue, par rapport aussi à l'indice agrégé. Néanmoins, le niveau implicite et la volatilité du prix du risque de défaut ont sensiblement varié sur ces deux secteurs. Ainsi, le niveau moyen ressort à 2,18 pour les entreprises industrielles, mais à seulement 0,62 pour les sociétés financières. De plus, il est brutalement monté en flèche pour les valeurs industrielles en avril-mai 2005, alors qu'il n'a pratiquement pas bougé pour les titres financiers pendant cette période agitée¹⁸.

De grandes différences entre secteurs

Facteurs influant sur la contrepartie du risque dans les CDD

Quels sont les principaux facteurs de variation de la contrepartie du risque dans les CDD et nos indicateurs de l'aversion pour le risque de défaut ? Nous venons d'identifier quelques épisodes clés pendant lesquels ces mesures se situaient à des niveaux élevés. Dans cette section, nous recourons à une analyse de régression pour déceler d'éventuelles relations avec des variables représentatives de l'activité macroéconomique et des marchés du risque de crédit. Faute de place, nous nous intéressons uniquement à l'indice agrégé¹⁹.

Choix des variables

Dans la mesure où la situation macroéconomique influe sur l'attitude des investisseurs à l'égard du risque sur le marché des CDD, on peut s'interroger sur l'existence de relations statistiquement significatives entre des variables macroéconomiques et les indicateurs de la contrepartie du risque des CDD²⁰. Notre analyse de plusieurs séries porte notamment sur l'inflation, l'activité

Influence de l'activité macroéconomique et de la politique monétaire...

¹⁷ Les autres secteurs ne sont pas représentés par manque de place. Globalement, les primes CDD et les estimations de l'aversion pour le risque de défaut suivent une tendance identique. Le niveau estimé de l'aversion pour le risque de défaut dans le compartiment des biens de consommation est semblable à celui observé pour les valeurs industrielles, mais il est nettement inférieur dans les TMT depuis début 2003.

¹⁸ Amato et Remolona (2005) constatent que le prix du risque de défaut est supérieur dans le cas des signatures bien notées. Cependant, dans l'indice CDX, les sociétés financières bénéficient en moyenne d'une meilleure notation que celles des autres secteurs. Un facteur indépendant de la qualité du crédit doit donc expliquer ces différences dans nos estimations. Cet aspect est à développer dans des travaux ultérieurs.

¹⁹ Des régressions ont aussi été effectuées pour chacun des secteurs, les estimations obtenues étant globalement proches de celles de l'indice agrégé. Tous les résultats analysés ci-après ainsi que d'autres sont disponibles sur demande auprès de l'auteur.

²⁰ De même, les indicateurs de l'activité économique devraient expliquer les variations systématiques de la probabilité de défaut (les EDF[™] dans notre étude). D'ailleurs, dans des résultats non communiqués ici, nous observons que les EDF[™] font apparaître une relation négative et statistiquement significative avec plusieurs variables de l'activité. De plus, les EDF[™] présentent une corrélation positive avec les taux de défaut.

économique, la confiance des consommateurs, les taux d'intérêt sans risque et l'orientation de la politique monétaire.

...ainsi que des
taux de défaut
et des volumes
d'émission

Nous incluons également dans ces régressions des mesures de l'activité sur les marchés du risque de crédit. Le taux de défaut des titres à haut rendement sert d'indicateur mensuel pour beaucoup d'autres variables fondamentales censées influencer sur la contrepartie du risque de défaut. Nous examinons, en outre, l'incidence des émissions classiques à moyen et long terme des sociétés non financières américaines ainsi que celle des émissions mondiales de TGC sur fonds de créances et synthétiques. Ce dernier paramètre est particulièrement intéressant pour le marché des CDD, car les monteurs de TGC se couvrent généralement en vendant une protection sous forme de CDE ou CDI. Un large débat s'est engagé pour savoir si cette offre de produits structurés a fait baisser les primes CDD ces deux dernières années.

Résultats des régressions

La contrepartie
du risque est
étroitement liée
à l'activité
économique

Le tableau 2 récapitule les résultats de régressions à une ou plusieurs variables sur la contrepartie du risque (cadre du haut) et le prix du risque de défaut (cadre du bas)²¹. Les régressions à une variable (colonnes 1–5 dans chaque cadre) indiquent que les valeurs CDD sont étroitement liées à des variables représentatives de l'activité macroéconomique et des marchés du risque de crédit. En premier lieu, il apparaît que l'activité (mises en chantier de logements ou variation de l'emploi non agricole) entretient une relation négative et statistiquement significative avec la contrepartie du risque et, à un degré moindre, avec l'indicateur de l'aversion pour le risque de défaut. Ce constat concorde avec les conclusions énoncées par Amato et Luisi (2005), qui observent que l'activité influe largement sur la contrepartie du risque des obligations d'entreprise sur une période échantillon plus longue.

L'aversion pour le
risque présente une
forte relation avec
l'orientation de la
politique
monétaire...

Deuxièmement, il existe une forte relation entre la divergence des taux d'intérêt réels et l'aversion pour le risque de défaut (graphique 4, cadre de gauche). Cette divergence constitue un indicateur des conditions de la demande dans l'économie, mais elle reflète encore plus directement l'orientation de la politique monétaire. Elle correspond à la différence entre les valeurs estimées du taux réel des fonds fédéraux et du taux d'intérêt naturel, ce dernier servant de variable de substitution pour le taux d'intérêt réel d'équilibre en présence d'un indice des prix à la consommation stable (tableau 2, note 2). Pendant la période étudiée, la politique monétaire ainsi mesurée a été très accommodante, et nos calculs suggèrent que l'aversion pour le risque de défaut a diminué à mesure que le taux réel des fonds fédéraux tombait bien en dessous de son niveau naturel. Il n'est peut-être pas surprenant que cette divergence, prise comme indicateur inverse de la production agrégée, varie positivement avec le prix du risque de défaut,

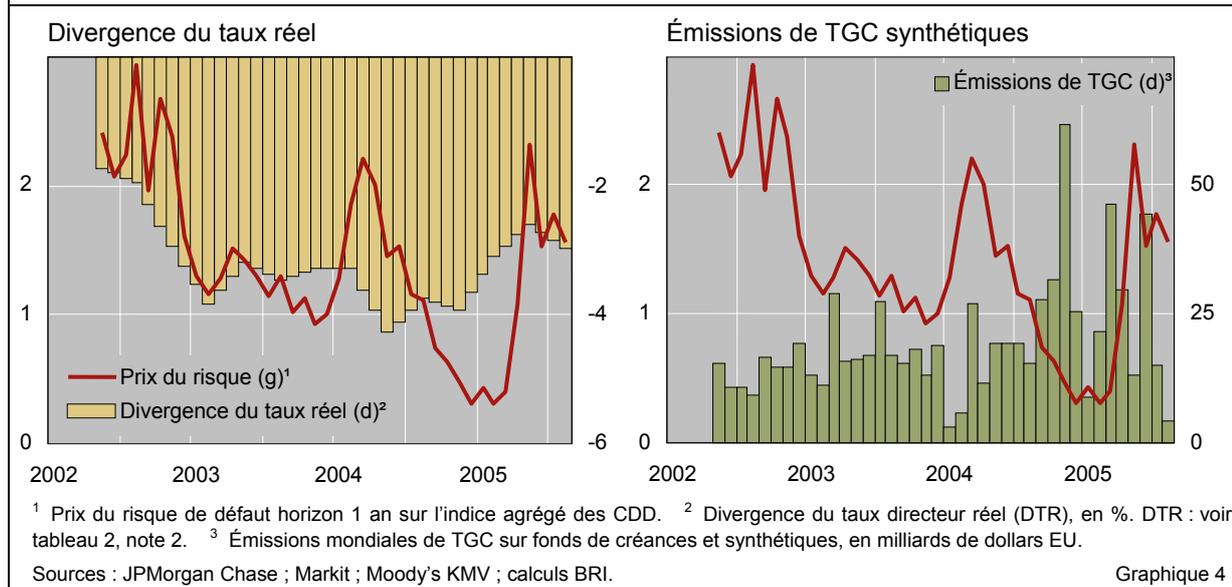
²¹ Nous avons également constaté des relations économiquement et statistiquement significatives avec plusieurs autres indicateurs de l'activité économique. Dans la plupart des cas, les mesures de l'inflation et du volume des émissions obligataires ont généralement des coefficients statistiquement non significatifs.

CDD : contrepartie du risque et prix du risque de défaut ¹ – régressions							
Variable dépendante : contrepartie du risque							
Variable ²	1	2	3	4	5	6	7
Logement	-0,140* (0,023)					-0,096* (0,030)	-0,102* (0,029)
Emploi		-0,120* (0,036)				-0,015 (0,035)	-0,019 (0,034)
DTR			0,276* (0,071)			0,162* (0,059)	0,155* (0,059)
Défaut				0,629* (0,198)		0,184 (0,168)	
TGC					-0,911* (0,439)		-0,355 (0,312)
R ²	0,51	0,24	0,30	0,22	0,11	0,62	0,62
Variable dépendante : prix du risque de défaut							
Variable ²	1	2	3	4	5	6	7
Logement	-0,002* (0,001)					-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)
Emploi		-0,001 (0,001)				0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
DTR			0,006* (0,001)			0,004* (0,001)	0,004* (0,001)
Défaut				0,009* (0,004)		0,004 (0,004)	
TGC					-0,025* (0,009)		-0,018* (0,007)
R ²	0,24	0,04	0,32	0,11	0,20	0,44	0,51
¹ Sur la base de l'indice agrégé horizon 1 an, en pb. * Statistiquement significatif au seuil de 5 %. Entre parenthèses : erreur type. ² Logement : mises en chantier de logements (en milliers) ; emploi : emplois non agricoles (variation, en milliers) ; DTR : divergence du taux directeur réel (en pb) ; défaut : taux de défaut sur titres à haut rendement (en pb) ; TGC : émissions mondiales de TGC sur fonds de créances et synthétiques (en milliards de dollars EU). DTR = taux réel des fonds fédéraux moins taux d'intérêt naturel, sachant que le taux réel correspond au taux nominal corrigé de la hausse des prix à la consommation sur quatre trimestres et que le taux naturel désigne le taux réel moyen (1985–2003) plus la hausse de la production potentielle moins sa moyenne à long terme. Les valeurs mensuelles sont obtenues par interpolation linéaire de moyennes trimestrielles. Voir BRI (2004, chapitre IV). Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase ; Markit ; Moody's ; Moody's KMV ; calculs BRI. Tableau 2							

puisque l'aversion pour le risque tend à régresser quand la conjoncture est favorable. Par ailleurs, les résultats de la régression concordent avec le fait qu'un faible coût du crédit incite à la prise de risque : les investisseurs ont davantage recouru à l'effet de levier car ils peuvent financer leurs positions à des conditions (relativement) avantageuses²².

²² Voir BRI (2005, chapitre VI) pour une analyse plus approfondie.

Macroliquidité, émissions de TGC et aversion pour le risque de défaut



Il est certain cependant que ces résultats doivent être interprétés avec prudence. D'après les estimations, lorsque l'écart de taux réel était inférieur à la moyenne de l'échantillon, le goût pour le risque était anormalement élevé. Pourtant, cet écart a été **négatif** sur toute la période couverte par notre échantillon. En revanche, sur un plan plus global, l'aversion pour le risque de défaut a été relativement marquée à la mi-2002 puis en mai 2005. Il faudrait donc s'assurer que la relation estimée avec la divergence de taux se confirme sur la durée d'un cycle économique, point qui reste à vérifier.

...et les émissions de TGC synthétiques

Autre constat frappant : les mois caractérisés par des émissions assez importantes de TGC synthétiques coïncident avec un prix moindre pour le risque de défaut (graphique 4, cadre de droite). La demande de protection accrue de CDE, consécutive au gonflement des volumes de TGC émis, exerce un effet négatif sur l'aversion mesurée pour le risque. Toutefois, ces résultats peuvent aussi être influencés par la relation de causalité inverse : un regain de goût pour le risque peut grossir la demande, et donc l'émission, de dérivés de crédit exotiques tels que TGC synthétiques.

Ces relations sont validées par l'inclusion de variables macroéconomiques dans la régression

La signification statistique des taux de défaut et des émissions de TGC synthétiques dans les régressions à une seule variable peut refléter les corrélations de ces séries avec des variables macroéconomiques plus fondamentales. Pour vérifier cette possibilité, nous reportons également dans le tableau 2 les résultats de régressions à plusieurs variables, notamment macroéconomiques. Ces régressions ont une valeur explicative nettement supérieure, comme en témoigne la statistique R^2 plus élevée. Pour la contrepartie du risque, les mises en chantier de logements et la divergence de taux semblent constituer les variables les plus significatives, tandis que les coefficients du taux de défaut des titres à haut rendement et des émissions de TGC ne sont plus significatifs. En revanche, les émissions de TGC conservent leur signification statistique dans l'équation pour le prix du risque de défaut,

bien que leur effet marginal soit légèrement plus faible si l'on inclut des variables sur l'état de l'économie. Ces constats confirment que le degré d'activité sur le marché des dérivés de crédit – l'offre de produits structurés – peut avoir réduit le niveau effectif de l'aversion pour le risque ces dernières années.

Synthèse et prolongements

Cette étude a permis d'obtenir des estimations de la contrepartie du risque dans les CDD et de l'aversion pour le risque de défaut sur la période 2002–05. Les deux indicateurs se sont avérés très volatils, ce qui signifie que l'attitude des investisseurs à l'égard du risque change souvent. Nos mesures sont analogues à celles de Berndt *et al.* (2005) et les complètent. Des pics importants apparaissent dans les séries à la suite du défaut de WorldCom, en 2002, et des turbulences qui ont affecté le secteur automobile, en avril–mai 2005. En outre, l'analyse de régression indique que les variations de l'aversion pour le risque sont liées à des facteurs macroéconomiques et à d'autres, techniques, ayant trait aux marchés. Nos conclusions appellent cependant quelques réserves. Nous avons posé, en effet, plusieurs hypothèses très simplificatrices pour produire ces mesures. De plus, notre échantillon ne s'étend que sur trois ans, ce qui ne couvre pas la totalité d'un cycle de crédit.

Les travaux à venir devront explorer plusieurs voies. Tout d'abord, une analyse plus approfondie nécessiterait de construire un modèle selon les critères de Berndt *et al.* (2005). Il faudrait ensuite que les estimations ainsi obtenues soient validées en fonction des spécifications du modèle. Les récents travaux de Pan et Singleton (2005) sur les primes CDD de signatures souveraines, par exemple, montrent que les évaluations de l'aversion pour le risque sont parfois sensibles à la structure du modèle. Ensuite, il serait souhaitable de rapprocher ces valeurs estimées à partir de données CDD de valeurs qui seraient produites à partir d'autres instruments de crédit ou catégories d'actifs, telles les actions ou les obligations d'État. Tout cela permettrait de mieux discerner dans quelle mesure les prix des actifs sur les différents marchés sont influencés par des facteurs communs.

Les résultats obtenus révèlent des liens avec les variables macroéconomiques...

...mais des travaux complémentaires sont nécessaires pour améliorer les estimations et tester leur fiabilité

Bibliographie

Altman, E. I., B. Brady, A. Resti et A. Sironi (2004) : « The link between default and recovery rates : theory, empirical evidence and implications », *Journal of Business*, à paraître.

Amato, J. et J. Gyntelberg (2005) : « Contrats dérivés indiciels sur défaut : tranches de pertes et tarification des corrélations de risque de crédit », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 71–85.

Amato, J. et M. Luisi (2005) : « Macro factors in the term structure of credit spreads », *BIS Working Papers*, à paraître.

- Amato, J. et E. Remolona (2005) : « The pricing of unexpected credit losses », *BIS Working Papers*, n° 190.
- Banque des Règlements Internationaux (2004) : *74^e Rapport annuel*.
- Banque des Règlements Internationaux (2005) : *75^e Rapport annuel*.
- Berndt, A., R. Douglas, D. Duffie, M. Ferguson et D. Schranz (2005) : « Measuring default risk premia from default swap rates and EDFs », *BIS Working Papers*, n° 173.
- Driessen, J. (2005) : « Is default event risk priced in corporate bonds ? », *Review of Financial Studies*, 18, pp. 165–195.
- Elton, E. J., M. J. Gruber, D. Agrawal et C. Mann (2001) : « Explaining the rate spread on corporate bonds », *Journal of Finance*, 56, pp. 247–277.
- International Swaps and Derivatives Association (2003) : *ISDA Credit Derivatives Definitions, Supplements and Commentaries*.
- Kealhofer, S. (2003) : « Quantifying credit risk I : default prediction », *Financial Analysts Journal*, janvier/février, pp. 30–44.
- Longstaff, F., S. Mithal et E. Neis (2005) : « Corporate yield spreads : default risk or liquidity ? New evidence from the credit default swap market », *Journal of Finance*, 60, pp. 2213–2253.
- O’Kane, D., M. Naldi, S. Ganapati, A. Berd, C. Pedersen, L. Schloegl et R. Mashal (2003) : *The Lehman Brothers guide to exotic credit derivatives*, supplément, *Risk magazine*, novembre.
- O’Kane, D., C. Pedersen et S. Turnbull (2003) : « The restructuring clause in credit default swap contracts », *Fixed Income Quantitative Credit Research*, Lehman Brothers, avril.
- Packer, F. et H. Zhu (2005) : « Clauses contractuelles et tarification des contrats dérivés sur défaut d’emprunteur », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 87–99.
- Pan, J. et K. Singleton (2005) : *Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads*, Stanford University, document non publié.

Présence des banques étrangères dans les économies émergentes : nouveaux acteurs, nouveaux défis¹

Depuis une dizaine d'années, l'investissement direct étranger est en forte progression dans le secteur financier des économies émergentes. Les avantages qui en résultent en termes d'efficacité et de gestion des risques sont largement reconnus. Cependant, la présence des banques étrangères comporte aussi des défis pour les pays d'accueil, en raison de la migration de la prise de décision et d'éventuelles incompatibilités entre les structures de ces établissements et les systèmes juridique et réglementaire locaux. Une coordination de l'action des autorités de contrôle et des banques centrales au niveau mondial constituera la meilleure réponse à nombre de ces problèmes.

JEL : G200, F210, F230, F360.

L'investissement direct étranger dans le secteur financier (IDESF) des économies émergentes a enregistré une expansion spectaculaire ces dix dernières années. Cet engagement croissant a permis aux systèmes locaux de se rapprocher des normes internationales en matière d'allocation des fonds propres, de gestion des risques et de gouvernance d'entreprise. Dans le même temps, la manière dont les banques étrangères organisent et conduisent leurs activités dans ces régions a profondément évolué. À leur contact, la transformation des établissements bancaires des pays d'accueil a généralement amélioré l'efficacité et la stabilité des systèmes financiers locaux, mais elle a aussi posé de nouveaux défis aux autorités de ces pays.

La présente étude s'intéresse aux principaux problèmes et défis liés à l'IDESF dans les économies émergentes. Elle s'appuie essentiellement sur le Rapport Cumming élaboré par le Comité sur le système financier mondial (CSFM) ainsi que sur les travaux de trois ateliers organisés sur ce thème en 2004². La première partie analyse les tendances de l'IDESF dans les

¹ Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ou du Comité sur le système financier mondial. Nous tenons à remercier Jhuvesh Sobrun, Marcus Jellinghaus et Gert Schnabel pour leur précieuse assistance technique.

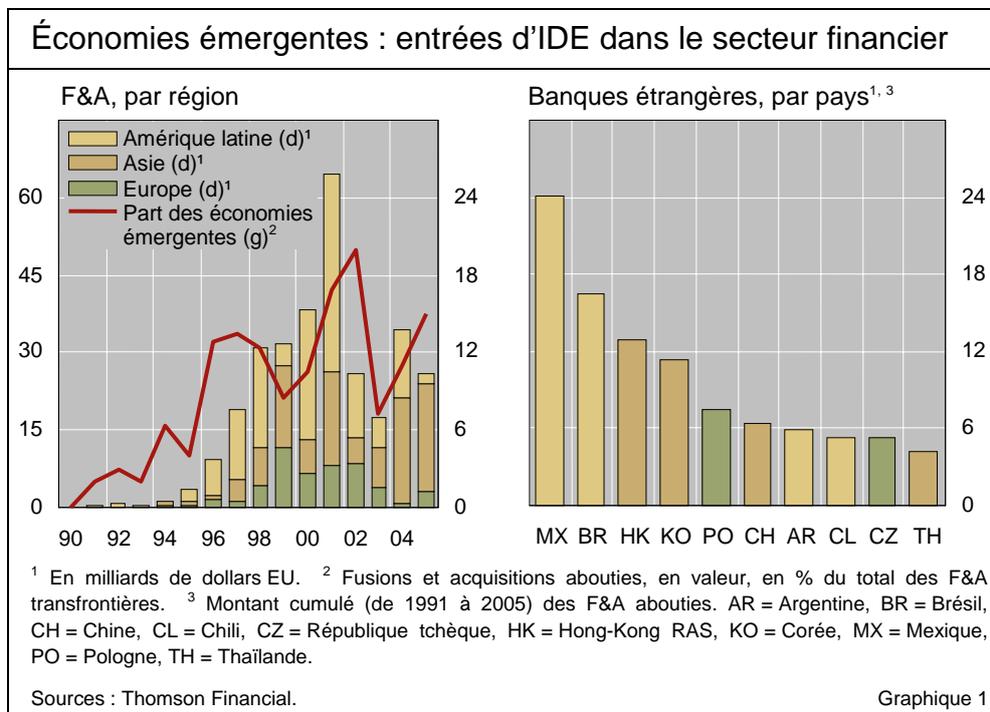
² CSFM (2004 et 2005).

économies émergentes d'Asie, d'Europe centrale et orientale (PECO) et d'Amérique latine. La deuxième examine l'évolution de la participation des banques étrangères. La troisième est consacrée aux grandes questions qui en découlent pour les autorités de contrôle des pays d'accueil. L'étude s'achève par un bref tour d'horizon des autres enjeux auxquels sont confrontés les responsables de la stabilité financière.

Tendances de l'IDESF dans les économies émergentes

Depuis le milieu des années 90, l'IDESF dans les économies émergentes constitue un aspect de plus en plus important de la mondialisation des activités bancaires³. Sa valeur, mesurée par les fusions-acquisitions (F&A) transfrontières ciblant des banques de ces régions, est passée d'environ \$2½ milliards sur 1991-95 à \$51½ milliards pour les cinq années suivantes et à \$67½ milliards de 2001 à octobre 2005⁴. Si ce type d'investissement a nettement régressé après son sommet de 2001, il s'est ensuite stabilisé bien au-dessus des niveaux observés durant la première moitié de la décennie 90 (graphique 1). Il s'est également accru par comparaison avec les fusions transfrontières dans le monde développé. La part des F&A visant des établissements d'économies émergentes, qui était de 13 % sur 1991-95, est montée à 28 % du total mondial pour 1996-2000 et à 35 % de 2001 à octobre 2005.

Forte augmentation de l'IDESF au milieu des années 90...



³ Pour les tendances de l'IDESF et les facteurs expliquant sa progression dans les années 90, voir Soussa (2003) et Focarelli (2003).

⁴ Le volume des fusions-acquisitions réalisées constitue un indicateur approché de l'IDESF, car il n'existe pas de données complètes et méthodologiquement cohérentes sur les flux sectoriels d'IDE entre pays.

...avec d'importantes différences entre régions

Les entrées d'IDESF présentent d'importantes différences entre régions, en termes de montants et de profil temporel. Globalement, les flux vers le monde émergent se sont surtout dirigés vers l'Amérique latine : de 1991 à 2005, \$58 milliards (48 % du total) ont porté sur des banques de cette région, contre \$43 milliards (36 %) pour l'Asie et \$20 milliards (17 %) pour les PECO.

L'investissement en Amérique latine a fait suite aux crises bancaires

Dans la seconde moitié des années 90, les crises financières et la nécessité de (re)constituer des systèmes bancaires performants ont engendré une combinaison unique d'opportunités tant pour investir dans des établissements financiers que pour développer des activités dans les économies émergentes. Encouragées par les institutions financières internationales, les autorités de ces régions ont généralement réagi à ces crises en accélérant la libéralisation de leur secteur financier, afin de faciliter la recapitalisation et la concentration. Tel a été le cas de l'Amérique latine dans les années qui ont suivi la crise mexicaine de 1994 : l'IDESF a commencé à progresser en 1995 et est resté élevé jusqu'en 2002. La régression observée ensuite s'explique en partie par la saturation des grands systèmes financiers. Ainsi, au Mexique, qui a reçu environ 40 % du total des investissements dans cette région de 1990 à 2002, la part des actifs bancaires sous contrôle étranger était supérieure à 80 % en fin de période. En outre, la crise argentine de 2002 paraît avoir conduit les banques étrangères à réévaluer les coûts éventuels associés à l'IDESF⁵.

La privatisation, élément déclencheur dans les PECO

C'est dans la seconde moitié des années 90, lorsqu'ils ont privatisé leur système bancaire et préparé leur adhésion à l'UE, que les PECO ont commencé à bénéficier d'abondants flux d'IDESF⁶. Dans certains cas, les résultats peu satisfaisants des premiers programmes nationaux de privatisation ont conduit les autorités à utiliser des ressources étrangères pour recapitaliser leur secteur bancaire et à autoriser les participations étrangères. Sur la période 1991–2005, la Pologne et la République tchèque ont enregistré les plus grosses entrées avec, respectivement, 38 % et 28 % du volume total des F&A concernant la région. Depuis trois ans, l'IDESF se concentre sur les pays qui rejoindront l'Union européenne, tels que Bulgarie, Croatie et Roumanie. Toutefois, dans l'ensemble, les flux d'IDESF en direction des PECO sont en recul, signe peut-être d'une certaine saturation.

L'Asie émergente à la traîne...

Les flux massifs d'IDESF constituent un phénomène relativement récent dans l'Asie émergente. Sur 1991–96, les F&A transfrontières visant des économies asiatiques autres que le Japon ne représentaient que \$16 milliards, soit 20 % du total des flux vers les régions émergentes. Une chose est sûre : après la crise asiatique, la présence étrangère dans le système financier s'est renforcée, à mesure que les autorités assouplissaient les conditions d'accès.

⁵ Les entretiens menés par le groupe de travail du CSFM avec des établissements financiers implantés dans les économies émergentes révèlent que la crise argentine a fondamentalement modifié la perception du risque associé à l'IDESF. Les banques mères ont redéfini le risque, afin que les pertes potentielles puissent excéder la valeur des fonds propres investis, car l'absence de couverture des pertes supérieures aux fonds propres pouvait porter atteinte à leur réputation. Voir CSFM (2004).

⁶ Pour une analyse de l'IDESF dans les pays en voie d'adhésion à l'UE, voir Baudino *et al.* (2004) ainsi que Hawkins et Mihaljek (2001).

Cependant, la recapitalisation de systèmes bancaires défaillants s'est essentiellement opérée par le biais d'investisseurs **locaux**, tels que les sociétés de gestion d'actifs détenues par l'État et créées pour traiter les prêts improductifs.

Toutefois, depuis 2003, les économies émergentes d'Asie, surtout la Corée et la Thaïlande, constituent la région de prédilection des F&A transfrontières⁷. Dans certains cas, des limitations subsistent, surtout pour les intérêts étrangers majoritaires, de sorte que la présence des banques étrangères, mesurée par les actifs détenus par des actionnaires majoritaires, reste comparativement faible⁸. Cependant, de nombreuses banques étrangères ont acquis récemment des participations minoritaires (non comptabilisées ici dans les F&A), en particulier en Chine, où elles possèdent entre 10 % et 25 % du capital des trois plus grandes banques chinoises. Au total, les intérêts étrangers dans des établissements chinois (banques contrôlées par l'État, entreprises conjointes et *city banks*) représentent près de \$18 milliards.

...jusqu'en 2003

Actif bancaire : part des banques étrangères ¹				
Économies émergentes	1990	2004 ²	En points de PIB	En milliards d'USD
Europe				
Bulgarie	0	80	49	13
Estonie	...	97	89	11
Hongrie	10	83	67	68
Pologne	3	68	43	105
République tchèque	10	96	92	99
Asie				
Chine	0	2	4	71
Corée	4	8	10	65
Hong-Kong	89	72	344	570
Inde	5	8	6	36
Malaysia	...	18	27	32
Singapour	89	76	148	159
Thaïlande	5	18	20	32
Amérique latine				
Argentine	10	48	20	31
Brésil	6	27	18	107
Chili	19	42	37	35
Mexique	2	82	51	342
Pérou	4	46	14	11
Venezuela	1	34	9	9

¹ Part, en % du total de l'actif bancaire. ² Ou dernière année disponible.
Sources : CSFM (2004) ; BCE ; banques centrales nationales ; calculs BRI. Tableau 1

⁷ L'IDESF en Asie est traité par Chua (2003), Coppel et Davies (2003), Hirano (2003) et Hishikawa (2003). Pour une vue d'ensemble de la réglementation appliquée aux banques étrangères, voir Hohl *et al.* (2005).

⁸ Ainsi, la participation de capitaux étrangers dans les banques locales est limitée (Malaysia) ou doit être réduite après une certaine période (Thaïlande et Philippines).

Augmentation de la part des actifs détenus par des banques étrangères

Globalement, la part des actifs bancaires détenus par des banques étrangères dans les économies émergentes s'est fortement accrue depuis 1990 (tableau 1), mais des différences apparaissent, là aussi, d'une région ou d'un pays à l'autre. Elle est nettement plus importante en Amérique latine et dans les PECO qu'en Asie. Parfois, les banques étrangères contrôlent à présent plus de 50 % du total. Au Mexique ou en Hongrie, cette proportion atteint même 80 %. Dans des économies de taille plus modeste, comme les États baltes, le secteur bancaire est en quasi-totalité sous contrôle étranger.

Évolution de la participation des banques étrangères

L'évolution des opportunités d'investissement...

Avec l'évolution des opportunités d'investissement et des risques dans les économies émergentes, l'intensification de la concurrence sur les marchés traditionnels a contraint les grandes banques internationales à rechercher de nouveaux pôles d'expansion. L'amélioration de la mesure et de la gestion des risques a facilité l'essor des établissements financiers dans ces régions. D'une part, ils ont appris à quantifier et à gérer les risques de marché et de crédit à l'aide de modèles standards. D'autre part, la refonte des cadres de politique macroéconomique et le recours accru aux forces du marché ont sans doute uniformisé la nature des risques par rapport au monde développé.

...a diversifié les catégories d'investisseurs

Les banques étrangères ont aussi nettement étoffé leur gamme d'activités dans les économies émergentes. Traditionnellement, elles proposaient surtout des services financiers aux entreprises internationales. Or, depuis les années 90, elles sont de plus en plus attirées par des perspectives grandissantes de bénéfices sur les marchés locaux. En gros, l'IDESF ne constitue plus une réaction assez passive à l'évolution des besoins de la clientèle existante, mais une exploration dynamique de nouveaux marchés dans les pays d'accueil.

Principales catégories d'investisseurs

Trois catégories d'investisseurs :

Nous reprenons les trois catégories d'investisseurs étrangers précisées dans le Rapport Cumming. La première se compose de banques opérant à l'échelle mondiale et implantées sur un grand nombre de marchés. Il s'agit d'établissements très présents dans les économies avancées et dans au moins deux des trois régions émergentes examinées ici. La deuxième catégorie est constituée de banques commerciales stratégiquement axées sur une région émergente (à laquelle elles destinent plus de 80 % de la valeur cumulée de leur IDSF). La troisième comprend les autres investisseurs, dont les fonds de capital-investissement et les sociétés financières.

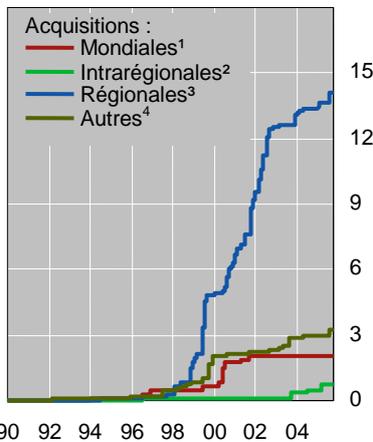
...les banques de dimension mondiale...

Pour certains services financiers, les banques de dimension mondiale considèrent les économies émergentes comme un segment de plus en plus important. Entre 1991 et 2005, elles ont apporté environ un tiers du volume total d'IDESF. Solidement implantées en Amérique latine, elles s'installent depuis peu en Asie (graphique 2). Dans bien des cas, elles sont positionnées sur des produits spécifiques (tels que cartes de crédit ou prêts à la consommation) ou ciblent leur clientèle. Leur expansion dans le monde

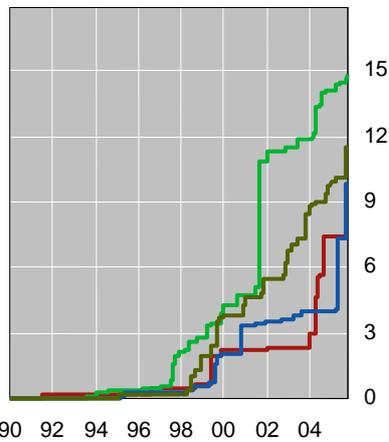
Économies émergentes : acquisitions de banques, par type d'investisseur

F&A transfrontières ciblant les économies émergentes ; valeur cumulée, en milliards de dollars EU

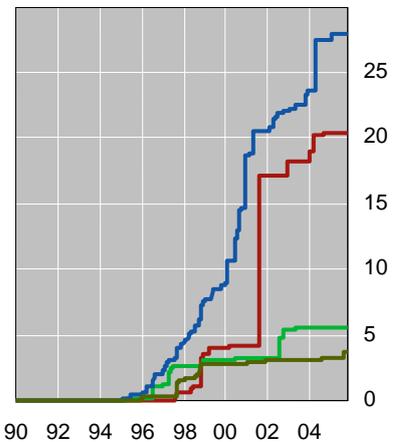
Europe



Asie



Amérique latine



¹ Acquisitions concernant au moins deux pays dans au moins deux des trois régions. ² Acquisitions par des banques ayant leur siège dans la région. ³ Acquisitions par des banques détenant au moins 80 % de la valeur cumulée des acquisitions dans une des trois régions. ⁴ Acquisitions effectuées par des établissements non bancaires et des fonds de capital-investissement.

Sources : Thomson Financial ; calculs BRI.

Graphique 2

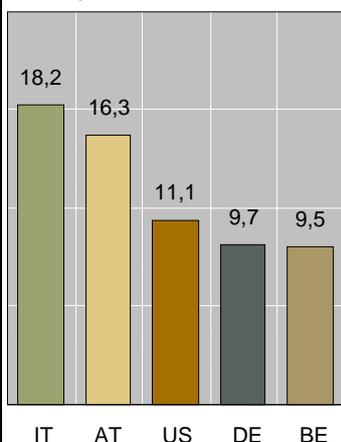
émérgent leur a permis d'exploiter au mieux les économies d'échelle, notamment pour le développement de produits, le traitement des transactions, les fonctions de postmarché et de contrôle ainsi que la gestion des risques.

La deuxième catégorie, banques commerciales à vocation régionale, est dominée depuis les années 90 par les banques européennes. Cette situation s'explique vraisemblablement par des considérations d'économies d'échelle et par le manque de perspectives sur leur propre marché. En Amérique latine, l'IDESF provient pour plus de 60 % de cette catégorie, dont près de la moitié d'établissements espagnols (graphique 3). Dans les PECO, il s'agit

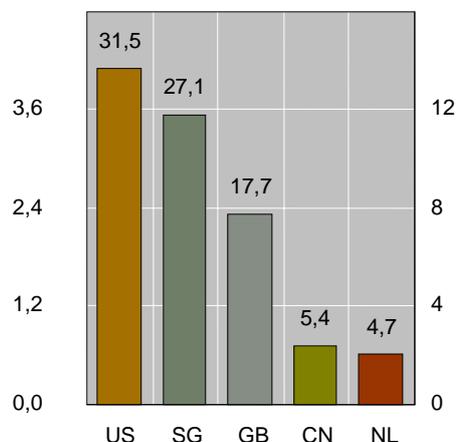
...les établissements à vocation régionale...

Économies émergentes : origine des capitaux étrangers, par région cible¹

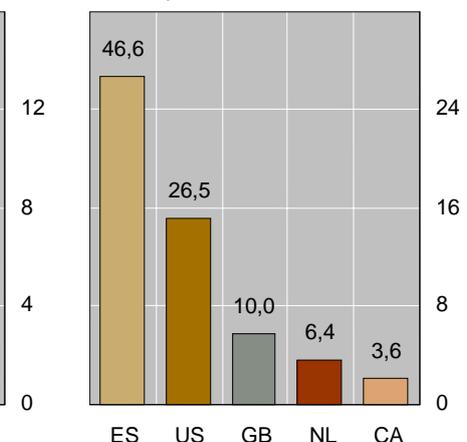
Europe



Asie



Amérique latine



¹ Acquisitions effectuées par les sociétés domiciliées dans le pays indiqué, en valeur (d, en milliards de dollars EU) et en part (en %, sur les colonnes) de la valeur totale cumulée des F&A ciblant la région. AT = Autriche, BE = Belgique, CA = Canada, CN = Chine, ES = Espagne, GB = Royaume-Uni, IT = Italie, NL = Pays-Bas, SG = Singapour, US = États-Unis.

Source : Thomson Financial.

Graphique 3

essentiellement de banques d'Europe occidentale, pour quelque 70 % des financements.

En Asie, un quart environ de l'IDESF émane de banques axées sur cette région et qui y sont domiciliées. Les établissements sis, en particulier, dans des centres financiers confirmés, comme Singapour et Hong-Kong RAS, appliquent depuis quelques années des stratégies d'expansion régionale. De plus, Hong-Kong joue un rôle spécifique en tant que plateforme de l'IDESF en Chine, car les banques qui y sont agréées bénéficient d'un accès préférentiel en Chine continentale.

La gamme d'investisseurs est encore plus diversifiée dans la troisième catégorie, qui traite un volume croissant d'IDESF. Elle inclut des investisseurs non bancaires, tels que sociétés financières et fonds de capital-investissement. Les sociétés financières américaines sont solidement implantées dans les principaux PECO et se concentrent sur les prêts à la consommation. En Asie, un certain nombre de fonds d'investissement, qui sont plutôt spécialisés dans le rachat et la restructuration, ont acquis des banques asiatiques après les crises financières. En Corée, jusqu'en 2004, ils constituaient les plus gros actionnaires majoritaires étrangers.

Réorganisation des implantations dans les économies émergentes

L'organisation même des établissements financiers à capitaux étrangers reflète leur orientation sur les marchés des pays d'accueil. La constitution de filiales à travers l'acquisition de banques locales (par opposition à la création de succursales étrangères) est devenue le principal mode d'accès aux économies émergentes. Fin 2003, dans les PECO, plus de 85 % des implantations étrangères, représentant environ 95 % du total des actifs bancaires étrangers, étaient des filiales (tableau 2). En Amérique latine, leur nombre est passé de 6 à 56 entre 1994 et 1998⁹.

Économies émergentes d'Europe : présence des groupes bancaires étrangers ¹						
	États baltes ²	Hongrie	Pologne	Rép. tchèque	Slovaquie	Total
Nombre :						
de succursales	15	28	45	18	16	122
de filiales	5	0	1	9	3	18
Total	20	28	46	27	19	140
Actif :						
des succursales ³	14,2	33,7	74,7	62,3	19,8	204,8
des filiales ³	1,5	0,0	0,7	7,6	3,0	12,8
Total ³	15,7	33,7	75,4	69,9	22,8	217,6

¹ Chiffres de fin 2003. ² Estonie, Lettonie et Lituanie. ³ En milliards d'euros.
Source : BCE (2005). Tableau 2

⁹ Gallego *et al.* (2003).

L'acquisition de banques locales et la constitution de filiales étaient le mode d'accès naturel dans un contexte de privatisation ou de recapitalisation du système bancaire. De plus, les établissements cherchaient à atteindre une masse critique d'investissements, pour pouvoir bénéficier d'économies d'échelle lorsqu'ils entraient sur des marchés de petite clientèle : les filiales possèdent habituellement le réseau d'agences nécessaire. Leur forme juridique s'est avérée suffisamment flexible, semble-t-il, pour permettre diverses stratégies commerciales et différents degrés de centralisation¹⁰.

...constitue une implantation flexible

L'orientation vers le marché local a également conféré une dimension supplémentaire au transfert de ressources. Outre l'apport de capital humain généralement associé à l'IDE, les entités acquises bénéficient des infrastructures de l'établissement acquéreur, telles que postmarché ou systèmes de surveillance du crédit. De plus, leurs processus de prise de décision et de gestion des risques sont intégrés à ceux de la maison mère. Les choix stratégiques se font généralement au niveau du siège social, tandis que la plupart des fonctions de contrôle restent du ressort de l'encadrement local. Enfin, l'acquisition entraîne souvent un transfert de réputation, car la banque concernée opère le plus souvent sous le nom de sa maison mère.

Intégration à l'établissement acquéreur

Défis pour les pays d'accueil

Les ateliers du CSFM ont généralement abouti à la conclusion que l'IDESF est bénéfique aux pays d'accueil. Il expose les banques locales à la concurrence internationale, ce qui favorise l'efficacité et améliore la formation des prix. En fait, divers exemples montrent que l'arrivée des banques étrangères sur un marché génère des gains de productivité¹¹. Les prises de participation constituent souvent une expérience très positive, lorsque des établissements s'implantent sur des marchés où ils ont acquis une expertise spécifique et introduit des techniques de gestion des risques sophistiquées¹².

Les bienfaits de l'IDESF largement reconnus

Dans le même temps, le processus de mondialisation des systèmes financiers des pays d'accueil, lié à l'intensification de l'IDESF, crée de nouveaux défis pour les investisseurs et les décideurs des économies émergentes. Les ateliers du CSFM ont essentiellement examiné l'influence des banques étrangères sur l'allocation du crédit au sein de l'économie, les effets secondaires de l'intégration des unités acquises dans une multinationale et

Défis liés à l'entrée des banques étrangères

¹⁰ Évidemment, le choix de la forme juridique des implantations dépend aussi du cadre réglementaire du pays d'accueil. Certains pays imposent des restrictions à l'établissement de succursales alors qu'ils autorisent les filiales. Pour nombre d'entre eux, l'acceptation de dépôts ou les activités sur titres doivent obligatoirement être effectuées par une filiale.

¹¹ CSFM (2004).

¹² Ainsi, pendant les années 80, lorsque l'Australie examinait les candidatures de filiales de banques étrangères, la préférence allait à celles qui étaient prêtes à offrir une large gamme de produits. En conséquence, les banques étrangères se trouvaient sur des segments où les établissements nationaux étaient très compétitifs, de sorte qu'elles subissaient de lourdes pertes. Au début de la décennie suivante, les critères d'accès furent cependant modifiés, en ce sens que l'apport de la banque devait constituer un plus pour le système financier australien (CSFM (2005)).

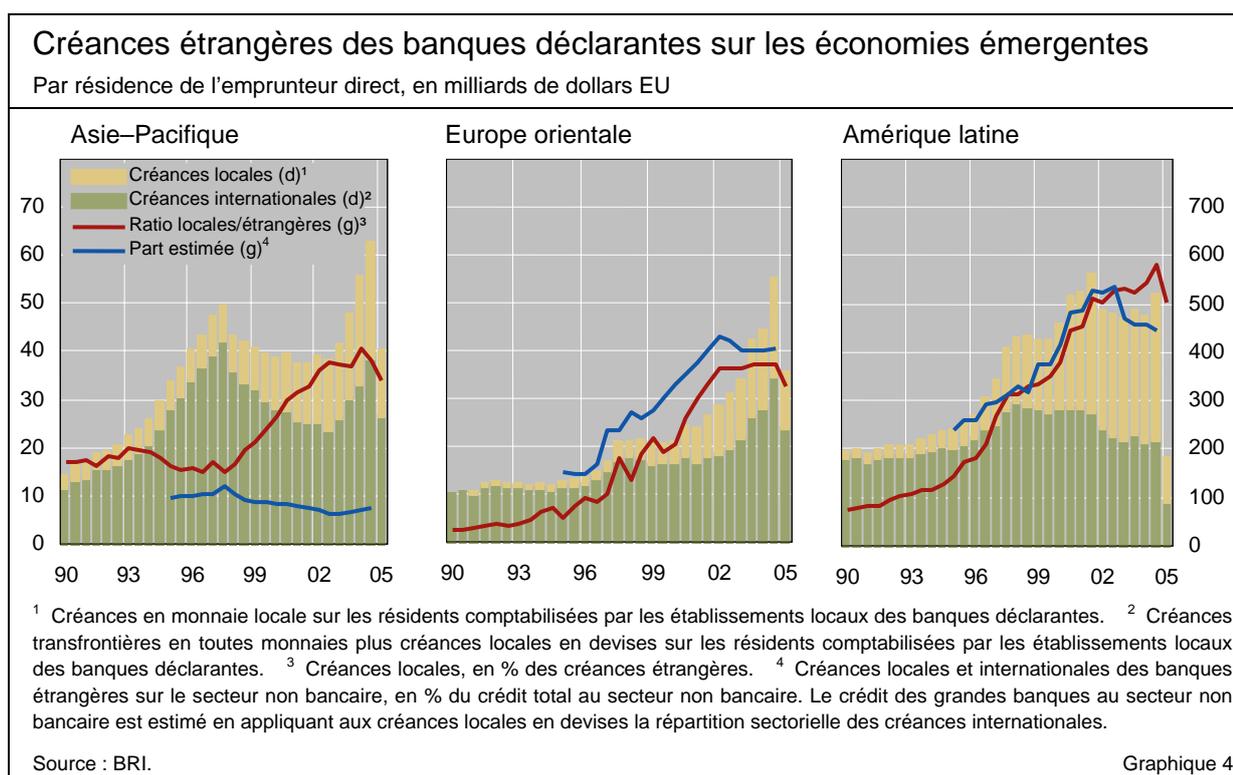
l'impact des acquisitions étrangères sur l'accès à l'information dans les pays d'accueil.

Les banques étrangères s'intéressent davantage aux prêts locaux...

Banques étrangères et crédits locaux. Depuis le milieu des années 90, l'activité des banques étrangères est fortement axée sur les opérations de prêt par le biais d'établissements locaux affiliés. Le ratio des créances locales en monnaie locale sur le total des créances étrangères (internationales et locales en monnaie locale) détenues par les banques étrangères s'est nettement accru dans toutes les régions émergentes examinées ici. Fin 2004, il était monté à quelque 60 % en Amérique latine (graphique 4)¹³. La tendance a été identique dans les PECO et dans les économies émergentes d'Asie, régions où ce taux était passé à 35 %, fin 2004.

...mais leur part de marché varie fortement

Si les prêts locaux ont pris généralement une place plus importante pour les banques étrangères, le poids de celles-ci dans le **total** des prêts au secteur non bancaire du pays d'accueil est très variable¹⁴. Les mesures présentées dans le chapitre « Marché bancaire » du *Rapport trimestriel BRI* montrent que la part des banques étrangères dans le total des créances locales a progressé dans les PECO et en Amérique latine, à peu près au moment où ces banques ont réorienté leurs prêts de l'international vers les marchés locaux. En



¹³ La réorientation vers les prêts locaux en monnaie locale a eu une conséquence annexe importante pour la stabilité financière sous la forme d'une diminution de l'asymétrie de devises (Goldstein et Turner (2004)). Pour une analyse des prêts des banques étrangères aux économies émergentes, voir également BRI (2005b).

¹⁴ Pour plus de détails concernant ce calcul et les mesures correspondantes, voir BRI (2005a).

revanche, en Asie, malgré une hausse en termes de PIB, la participation étrangère dans les prêts locaux est restée relativement stable, à quelque 10 %.

Dans les PECO comme en Amérique latine, à en juger par l'expansion rapide des prêts domestiques accordés par les banques étrangères, il semble qu'elles **ne se sont pas** focalisées uniquement sur un groupe restreint de clients parfaitement solvables. C'est d'ailleurs ce qui ressort des recherches récentes¹⁵. Néanmoins, selon des commentaires formulés lors des ateliers du CSFM, les petites et moyennes entreprises (PME) rencontreraient souvent des difficultés pour obtenir un prêt auprès de ces banques, qui s'appuient davantage sur une évaluation standardisée de la solvabilité. Ces prêts sont donc subordonnés à la tenue de comptes fiables et à l'existence de procédures transparentes pour la constitution de sûretés et la saisie.

L'essor du crédit via les banques étrangères pose également des problèmes de stabilité financière aux autorités des pays d'accueil. Les prêts à la consommation ont suscité une attention particulière dans les PECO, où ils ont progressé en moyenne de 17 % par an entre 2000 et 2004. Cet accroissement s'explique notamment par les stratégies offensives des banques étrangères, qui encaissent des marges bien plus élevées que dans leur pays d'origine¹⁶. À l'évidence, l'expansion des crédits à la consommation est partie d'un bas niveau et se produit dans des économies en développement rapide, de sorte que le fardeau de la dette y est encore relativement faible. Il est difficile de dire également dans quelle mesure cette dynamique aurait été moindre en l'absence des banques étrangères. Toutefois, cette évolution souligne la nécessité, pour les autorités des pays d'accueil, de disposer d'informations adéquates pour évaluer les activités de tous les établissements financiers opérant sur leur territoire.

Intégration des banques acquises dans un établissement financier international. Dans les entretiens sur lesquels s'appuie le Rapport Cumming, de nombreux établissements financiers ont indiqué qu'ils gèrent leurs filiales implantées dans les économies émergentes dans le cadre d'un portefeuille d'investissement selon des critères de rendement ajusté en fonction des risques. Tout changement en termes de stratégie ou de goût pour le risque au niveau de la maison mère peut donc influencer sur les ressources allouées à tel ou tel pays. Ces décisions, qui pourraient aller jusqu'au désengagement, peuvent alors affecter l'offre globale de services financiers dans les pays d'accueil, surtout en cas de forte concentration de capitaux étrangers.

Plus un établissement est présent dans un pays, plus cela lui coûtera cher d'y réduire sa présence, voire de se retirer. Lorsqu'elles évaluent leurs investissements dans les économies émergentes, les banques considèrent leurs implantations locales comme un ensemble d'actifs, comprenant des éléments incorporels, tels que la bienveillance des autorités du pays d'accueil,

Les banques étrangères ne s'adressent pas à une clientèle triée sur le volet

Essor du crédit et stabilité financière

Migration de la prise de décision...

...mais présence locale renforcée

¹⁵ Pour une vue d'ensemble, voir Cardenas *et al.* (2003).

¹⁶ Bank Austria (2004) calcule, pour la petite clientèle, une marge moyenne (écart entre les taux créditeur et débiteur moyens) de 6 points de pourcentage pour la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Slovaquie et la Slovénie, contre 3 pour la zone euro.

les relations avec la clientèle ou la réputation. En cas de réduction des services ou de retrait d'un pays, la valeur de ces actifs ne peut qu'en souffrir. En dépit de cet engagement généralement plus important, cependant, la présence de capitaux étrangers expose plus directement les systèmes bancaires locaux à des modifications du contexte mondial.

Information des marchés et des superviseurs. L'acquisition (puis la sortie de la cote officielle) d'actions sur les marchés boursiers locaux peut nuire à la qualité de l'information à laquelle ont accès les intervenants et les superviseurs du pays d'accueil. En effet, cette opération dilue les signaux de cours disponibles sur la rentabilité des banques du pays. Ainsi, après la prise de contrôle des deux plus grandes banques mexicaines par un groupe étranger, la corrélation des cours des banques locales avec ceux de ces entités (désormais) étrangères a sensiblement diminué (tableau 3), ce qui confirme que les cours des actions des banques à capitaux étrangers reflètent moins la situation du marché financier local. Autre conséquence : les analystes locaux se désintéressent généralement des banques devenues filiales de groupes étrangers. Comme ils bénéficient en principe d'un avantage sur le plan de l'information par rapport à leurs homologues internationaux, la qualité de l'information disponible peut aussi en être affectée¹⁷.

Les informations demandées par les superviseurs et rendues publiques peuvent remplacer, dans une certaine mesure, celles que fournissent les marchés. C'est en partie pour cette raison que les autorités de contrôle bancaire préfèrent souvent que les filiales soient juridiquement constituées sous forme de banques agréées localement. Toutefois, du fait de l'intégration des établissements locaux aux sociétés mères, et surtout de la centralisation de la prise de décision, bien souvent les filiales fonctionnent comme des succursales. La banque mère peut donc décider de les transformer en

Dilution des signaux du marché...

...et réduction de la couverture des analystes

Informations communiquées aux superviseurs

Mexique : corrélation arrivée des banques étrangères/cours des actions				
	Acquisition de Bancomer par BBVA ¹		Acquisition de Banamex par Citigroup ²	
	avant	après	avant	après
Actions des banques à capitaux domestiques :				
Banorte ³	0,76	0,58**	0,79	0,25**
Inbursa ³	0,75	0,60**	0,73	0,45**
Indice boursier Mexbol ³	0,87	0,70**	0,81	0,22**

** = modification du coefficient de corrélation significative au seuil de 1 %.

¹ Acquisition : juin 2000, retrait de la cote : mars 2004. ² Acquisition : mai 2001, retrait de la cote : octobre 2001. ³ Corrélation rendement mensuel de l'indice/rendement des actions de la banque acquise.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Tableau 3

¹⁷ Bae *et al.* (2005).

succursales, afin de comprimer les coûts¹⁸. C'est le cas, en particulier, dans les PECO, où l'adoption du passeport unique européen a rationalisé le processus de transformation de la forme juridique des implantations.

Perspectives

La participation croissante des banques étrangères a exposé les économies émergentes à trois grandes tendances du système financier mondial : concentration ; allocation des fonds propres sur la base de la rentabilité ajustée en fonction du risque ; gouvernance d'entreprise fondée sur un grand nombre de petits actionnaires au niveau de la maison mère. Les retombées bénéfiques de cette forme de mondialisation financière – amélioration de l'efficacité du secteur, de la formation des prix et de la gestion des risques – sont largement reconnues.

Dans le même temps, pour tirer parti de cet engagement des banques étrangères, il importe de continuer à développer l'infrastructure institutionnelle, notamment en perfectionnant les cadres juridique et comptable ainsi que les procédures de faillite dans les économies émergentes, et en les harmonisant à l'échelle mondiale.

La présence de capitaux étrangers peut aussi comporter des défis pour les autorités de contrôle, en raison de la migration de la prise de décision et d'éventuelles incompatibilités entre les structures des banques étrangères et les systèmes juridique et réglementaire locaux. Pour relever ces défis, on s'accorde à reconnaître la nécessité d'une coordination entre les autorités des pays d'origine et d'accueil, en particulier pour bien identifier les informations indispensables aux instances chargées de la stabilité financière et macroéconomique.

Dans un tel contexte, la coopération internationale entre banques centrales est appelée à tenir une place toujours plus importante. Elle se justifie notamment par le fait que des problèmes de liquidité risquent d'affecter de plus en plus les établissements opérant dans différentes zones monétaires, et donc de concerner différentes banques centrales. En outre, comme la priorité de ces dernières est la stabilité systémique, les banques centrales pourraient être particulièrement bien placées pour évaluer les risques découlant de la mondialisation des activités. Les discussions conduites dans le cadre des trois ateliers du CSFM ont insisté sur l'utilité d'amener les banques centrales des pays d'origine et d'accueil à se pencher ensemble sur ces questions.

¹⁸ Bednarski et Osinski (2002). Pour un autre modèle, voir Goldberg *et al.* (2005) sur la mise en œuvre d'une stratégie totalement intégrée sur quatre pays dans le cas de Nordea.

Bibliographie

Bae, K.-H., R. M. Stulz et H. Tan (2005) : « Do local analysts know more ? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts », *NBER Working Papers*, 11697, octobre.

Bank Austria (2004) : *Banking in CEE*, avril.

Banque centrale européenne (2005) : *Banking structures in the new EU member States*, janvier, Francfort.

Banque des Règlements Internationaux (2005a) : « Marché bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 15–29.

Banque des Règlements Internationaux (2005b) : « Marché bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 17–33.

Baudino, P., G. Caviglia, E. Dorrucchi et G. Pineau (2004) : « Financial FDI to the EU accession countries »*.

Bednarski, P. et J. Osinski (2002) : « Financial sector issues in Poland », *Thimann, C. (éd.) : Financial sector in EU accession countries*, Banque centrale européenne, Francfort.

Cardenas, F., J. P. Graf et P. O'Dogherty (2003) : « Foreign bank entry in emerging market economies : a host country perspective »*.

Chua, H. B. (2003) : « FDI in the financial sector : the experience of ASEAN countries over the last decade »*.

Comité sur le système financier mondial (2004) : *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*, rapport préparé par un groupe de travail, mars, Bâle.

Comité sur le système financier mondial (2005) : « Foreign direct investment in the financial sector – experiences in Asia, central and eastern Europe and Latin America », résumé des ateliers de suivi du rapport *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies* préparé par un groupe de travail, juin, Bâle.

Coppel, J. et M. Davies (2003) : « Foreign participation in East Asia's banking sector ».

Focarelli, D. (2003) : « The pattern of foreign entry in the financial markets of emerging countries »*.

Gallego, S., A. G. Herrero et C. Luna (2003) : « Investing in the financial sector abroad : potential risks and how to manage them »*.

Goldberg, L., R. J. Sweeney et C. Wihlborg (2005) : « Nordea points the way to better bank regulation », *The Financial Regulator*, pp. 69–77.

* Étude rédigée par des économistes de banque centrale pour le Comité sur le système financier mondial (groupe de travail sur l'investissement direct étranger dans le secteur financier des économies émergentes) (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

Hawkins, J. et D. Mihaljek (2001) : « The banking industry in the emerging market economies : competition, consolidation and systemic stability – an overview », *BIS Papers*, n° 4, Bâle.

Hirano, T. (2003) : « Financial sector FDI in Asian economies : some stylized facts and observations »*.

Hishikawa, I. (2003) : « Financial sector FDI in Asia : brief overview »*.

Hohl, S., P. McGuire et E. Remolona (2005) : « Cross-border banking in Asia : Basel II and other issues », étude présentée à la conférence *Cross-border banking : regulatory challenges*, Chicago, 6–7 octobre.

Soussa, F. (2003) : « A note on banking FDI in emerging markets : literature review and evidence from M&A data »*.

* Étude rédigée par des économistes de banque centrale pour le Comité sur le système financier mondial (groupe de travail sur l'investissement direct étranger dans le secteur financier des économies émergentes) (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Marchés des obligations d'entreprise en Asie¹

Les marchés des obligations d'entreprise en Asie se différencient fortement par leur dimension et la nature des émetteurs (parfois les étrangers sont admis, parfois seules sont présentes des signatures quasi souveraines). Les marchés secondaires, quant à eux, souffrent souvent d'un problème de liquidité dû, à différents degrés, au manque de diversité des investisseurs, à l'inadaptation des microstructures de marché et à une information insuffisante sur les émetteurs.

JEL : G140, G180, M400, O160.

Depuis la crise financière de 1997, les autorités d'Asie privilégient le développement du marché obligataire en monnaie locale, souvent considéré comme un moyen de prévenir les crises, car il réduit les asymétries de monnaie et d'échéance pour l'ensemble des acteurs. Plusieurs économies de la région ont déjà réussi à se doter de marchés primaire et secondaire assez dynamiques pour les obligations d'État.

Ces dernières années, les autorités ont été nombreuses à s'intéresser aux marchés des obligations d'entreprise (ou d'émetteurs autres que l'État) en monnaie locale. Elles reconnaissent qu'un système financier doit disposer d'une multiplicité de canaux de financement qui favorise la concurrence entre investisseurs, dont les banques. La crise financière d'Asie a démontré que les marchés de la dette à court terme sont sujets à des dégagements massifs de la part des prêteurs ; justement, l'obligataire peut, pour les entreprises, constituer une importante source de financement à long terme².

Si les marchés primaires des obligations d'entreprise se sont bien développés en Asie, c'est parfois, semble-t-il, en faveur de signatures quasi souveraines ou présentant une certaine forme de garantie de l'État. Cette évolution s'explique peut-être par le fait que les investisseurs n'ont guère

¹ Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nous remercions Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull et Frank Packer pour leurs précieux commentaires.

² Pour reprendre les termes de M. Greenspan (2000), un marché des capitaux performant aurait pu jouer le rôle de « roue de secours » et les effets de la crise en Asie auraient pu être atténués. Diamond (2004) explique, par démonstration formelle, pourquoi les marchés de la dette sont, par nature, sujets à des dégagements massifs des prêteurs.

accès aux informations qui leur permettraient d'évaluer correctement le risque de crédit d'autres émetteurs potentiels. Quant aux marchés secondaires, ils ont moins progressé, le négoce restant généralement faible. Nous émettons l'hypothèse que cette atonie provient d'un manque de diversité des investisseurs, de l'inadaptation des microstructures, de l'opacité du marché et d'une information insuffisante des prêteurs.

Nous commençons par décrire les marchés primaires des obligations d'entreprise en Asie-Pacifique en termes de dimension et de composition (émetteurs). Après avoir présenté les marchés secondaires, nous tentons d'expliquer le problème de liquidité de certains d'entre eux.

Marchés primaires : dimension et composition

Nous nous appuyons sur les statistiques BRI et les données de Dealogic Bondware pour analyser les caractéristiques des marchés des obligations d'entreprise libellées dans les monnaies des économies suivantes : Australie, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Japon, Malaysia, Nouvelle-Zélande, Philippines, Singapour et Thaïlande. Les obligations d'entreprise sont définies comme comprenant les titres de dette à long terme des émetteurs autres que l'État (y compris signatures quasi souveraines), du secteur financier ou non financier, des résidents et non-résidents.

Dimension du marché, seuil de liquidité et effet d'éviction

Fin 2004, les douze marchés en monnaie locale étudiés ici avaient un encours d'obligations d'entreprise de près de \$3 000 milliards. Le marché japonais représente à lui seul les deux tiers du total (tableau 1). Trois autres marchés peuvent être jugés relativement importants : Corée (\$355 milliards), Chine (\$196 milliards) et Australie (\$188 milliards). Ces quatre marchés sont de « grande dimension » dans le sens où ils dépassent le seuil de \$100 milliards que McCauley et Remolona (2000) estiment nécessaire, dans le cas des obligations d'État, pour assurer profondeur et liquidité³. Certes, pour les obligations d'entreprise, par définition plus hétérogènes et d'un montant inférieur, le seuil devrait être bien plus élevé.

Quatre marchés sont de grande dimension

Quel que soit le seuil de liquidité, les huit autres marchés semblent accuser un grand retard. En cinquième position vient Hong-Kong (\$62 milliards), suivi de la Malaysia (\$50 milliards), la Thaïlande (\$32 milliards), la Nouvelle-Zélande (\$30 milliards), l'Inde (\$24 milliards) et Singapour (\$22 milliards) – l'Indonésie et les Philippines étant encore de plus petite taille. Comme nous le montrons ci-après, ce handicap de dimension pourrait être surmonté par une ouverture aux émetteurs et investisseurs étrangers.

La dimension du marché dépendrait de la taille et du stade de développement de l'économie, mais aussi de la diversité des options qui s'offrent aux emprunteurs et aux investisseurs. Pour financer les entreprises, le

Éviction des investisseurs ou des emprunteurs

³ Ceci ne constitue bien sûr qu'un seuil approximatif, qui ne tient aucun compte de plusieurs autres facteurs susceptibles d'influer sur la liquidité.

Obligations d'entreprise et autres canaux de financement en monnaie locale

Chiffres de fin 2004

	Obligations d'entreprise ¹		Autres canaux, en % du PIB		
	Encours (en milliards d'USD)	En % du PIB	Crédit intérieur	Capitalisation boursière	Obligations d'État (encours)
Australie	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
Chine	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
Corée	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
Hong-Kong RAS	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
Inde	24,5	3,3	60,2	56,8	29,9
Indonésie	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
Japon	2 002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
Malaysia	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
Nouvelle-Zélande	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
Philippines	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
Singapour	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
Thaïlande	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
États-Unis	15 116,6	128,8	89,0	138,4	42,5

¹ Obligations à moyen et long terme émises dans la monnaie du pays par les résidents ou les non-résidents, sur le marché intérieur et sur le marché international.

Sources : FMI ; World Federation of Exchanges ; Dealogic Bondware ; données nationales ; BRI.

Tableau 1

secteur bancaire et le marché des actions entrent en concurrence avec l'obligataire ; pour collecter des fonds, l'État, s'il doit financer d'importants déficits budgétaires, peut évincer les emprunteurs potentiels. Cela étant, il n'est guère surprenant que les marchés des obligations d'entreprise les plus profonds sont ceux des économies à plus haut revenu : Australie, Corée, Hong-Kong, Japon, Malaysia et Nouvelle-Zélande. Le marché y dépasse 25 % du PIB (tableau 1). Il n'est pas surprenant non plus que les marchés peu profonds (en termes de PIB) sont ceux des économies à plus faible revenu : Chine, Inde, Indonésie et Philippines.

Composition des émetteurs

La nature des emprunteurs renseigne sur le niveau de développement du marché. S'agissant des obligations d'entreprise, les émetteurs sont naturellement les grands groupes, pour lesquels les investisseurs peuvent juger fondé d'évaluer la solvabilité. C'est pourquoi le développement d'un marché peut se mesurer par l'éventail de notation des emprunteurs. En outre, la présence d'émetteurs non résidents peut indiquer leur confiance dans la compétitivité du marché par rapport à celui d'autres monnaies.

Certaines économies d'Asie semblent toujours présenter une forte concentration de signatures de qualité. En Malaysia, les émetteurs sont notés AAA pour environ 40 % et AA pour 40 % également. En Corée, quelque 80 % ont une note supérieure ou égale à A⁴. En l'absence de données complètes sur

⁴ Estimations à partir d'informations fournies par la banque centrale. À titre de comparaison, le marché américain a sa plus forte concentration d'entreprises dans la catégorie A, puis dans la catégorie BBB.

la qualité de crédit, nous examinons la répartition des émetteurs entre trois catégories : signatures quasi souveraines, établissements financiers et entreprises non financières. Les premières bénéficient de la garantie (explicite ou implicite) de l'État⁵. C'est pourquoi elles ont toutes les chances d'être les mieux notées ; elles dominent trois marchés : Chine, Inde et Nouvelle-Zélande (graphique 1). Les progrès sont notables en Corée : depuis la crise, les émissions adossées à des garanties ont presque disparu.

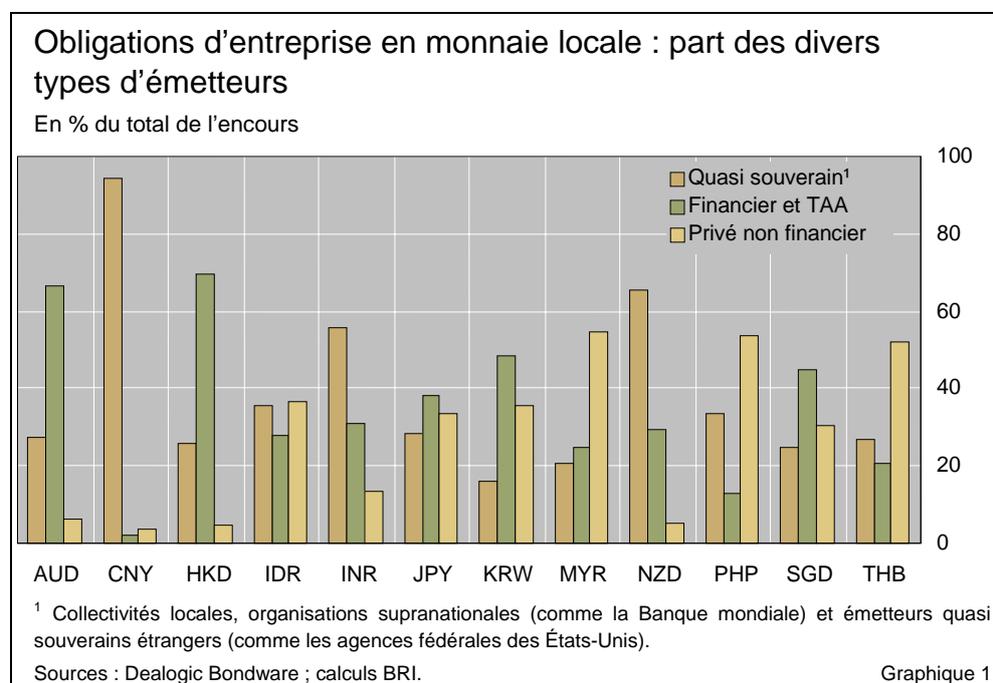
Les émetteurs quasi souverains dominent trois marchés

Si les établissements financiers bénéficient souvent de garanties implicites, cela ne semble pas être le cas dans les marchés où ils sont prépondérants : Australie, Corée, Hong-Kong et Singapour. En fait, leur part n'est pas différente de celle qu'on observe en Europe et, du moins pour l'Australie, leurs emprunts sont fréquemment adossés à des actifs.

Un autre signe de l'importance des signatures quasi souveraines en Asie est la composition de l'indice ALBI (Asian Local Bond Index) de HSBC. Cet indice, qui suit l'évolution des titres liquides en monnaie locale émis en Asie (Chine, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande), est composé d'un grand nombre d'émissions – dont celles de signatures autres que l'État, mais exclusivement quasi souveraines.

Les éléments présentés ci-avant, bien qu'incomplets et indirects, donnent la nette impression que les émissions, sur au moins quelques-uns des douze marchés examinés, sont dominées par des signatures de qualité. Sur les marchés où cette tendance persiste, les investisseurs institutionnels sont

L'information publiée est-elle adéquate ?



⁵ Nous incluons dans les « signatures quasi souveraines » les émetteurs supranationaux – comme la Banque asiatique de développement et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement –, les collectivités locales et plusieurs établissements financiers paragouvernementaux étrangers telles les agences fédérales américaines.

Obligations d'entreprise¹ en monnaie locale, par résidence de l'emprunteur

Chiffres de fin 2004

	Résidents		Non-résidents	
	en milliards d'USD	en % du total	en milliards d'USD	en % du total
Australie	134,0	71,5	53,5	28,5
Chine	195,9	100,0	0,0	0,0
Corée	355,2	99,9	0,4	0,1
Hong-Kong RAS	27,3	44,1	34,6	55,9
Inde	24,5	100,0	0,0	0,0
Indonésie	6,8	99,8	0,0	0,2
Japon	1 646,1	82,2	355,9	17,8
Malaysia	49,5	99,6	0,2	0,4
Nouvelle-Zélande	4,1	13,8	25,8	86,2
Philippines	0,2	86,8	0,0	13,2
Singapour	13,9	64,0	7,8	36,0
Thaïlande	31,8	99,8	0,1	0,2
<i>États-Unis</i>	<i>13 535,9</i>	<i>89,5</i>	<i>1 580,7</i>	<i>10,5</i>

¹ Voir la note 1 du tableau 1 pour la définition des obligations d'entreprise.

Sources : Dealogic Bondware ; BRI.

Tableau 2

vraisemblablement tenus, par des directives internes, de limiter leurs placements aux seuls titres bien notés. Mais ces directives peuvent aussi se justifier par le fait que les informations publiées ne permettent pas aux investisseurs d'évaluer un risque de défaut significatif. C'est l'argument de Bhattacharya *et al.* (2003), qui notent l'opacité des annonces de résultats dans les économies d'Asie. En outre, Fan et Wong (2002) avancent que, en Asie, de telles annonces tendent à être moins pertinentes en raison de la structure du capital (participations croisées et système pyramidal).

Nous l'avons dit, la présence d'émetteurs étrangers peut indiquer le niveau de développement d'un marché. Elle peut aussi résulter des efforts entrepris par les autorités d'une petite économie pour élargir le marché et assurer sa viabilité. Les emprunteurs non résidents sont très présents sur les marchés du dollar de Nouvelle-Zélande, de Hong-Kong et de Singapour, avec respectivement 86 %, 56 % et 36 % du total des émissions (tableau 2). Ils représentent aussi une part relativement élevée (28 %) du marché du dollar australien. Ces chiffres incluent les non-résidents qui émettent des obligations en monnaie locale sur un marché étranger, Londres par exemple. Toutefois, les données concernant les émissions sur les marchés locaux et internationaux ne sont pas entièrement comparables et peuvent surestimer la part attribuable aux non-résidents. Cela étant, elles indiquent que ces quatre marchés seraient les plus développés de la région.

La présence d'émetteurs étrangers, un indicateur du développement d'un marché

Marchés secondaires

Liquidité sur les marchés des obligations d'entreprise

Avant d'examiner les problèmes de liquidité en Asie, il convient de ne pas perdre de vue que même un grand marché comme celui des États-Unis n'est pas parfaitement liquide. La liquidité y est concentrée sur les obligations dites « de référence » ; la plupart des autres sont échangées uniquement dans les premières semaines suivant leur émission, dans le cadre du processus d'allocation. La liquidité est ensuite généralement faible, seuls quelques teneurs de marché, principalement les chefs de file de l'émission, se portant acquéreurs et vendeurs. L'écart de cours acheteur-vendeur se situe entre 3 et 5 pb, contre moins de 1 pb sur les valeurs du Trésor EU (transactions entre courtiers)⁶. Ces dernières années, l'introduction de contrats sur défaut indiciels standardisés⁷ a fortement contribué à la liquidité des signatures sous-jacentes. Cependant, ces indices ne comportent que 125 signatures chacun, ce qui montre combien il est difficile de créer de la liquidité, même sur des marchés très développés.

Même les plus grands marchés ne sont pas parfaitement liquides

En Asie, les marchés secondaires des obligations d'entreprise en monnaie locale ont pris du retard par rapport à ceux de la dette publique (et des swaps) qui, ces dernières années, sont devenus assez liquides. Dans la plupart des cas, leur taux annuel de négoce (rapporté à celui des titres d'État) est inférieur à ce qu'on observe aux États-Unis (graphique 2).

En Asie, les marchés des obligations d'entreprise sont relativement peu liquides

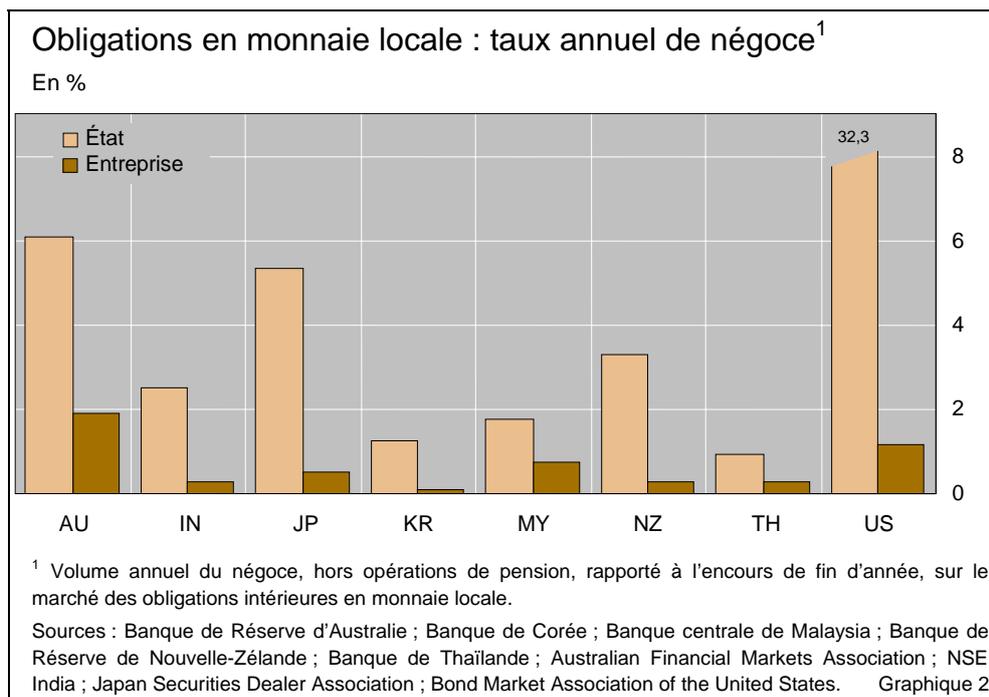
Il existe quatre explications à ce bas niveau de liquidité en Asie : manque de diversité des investisseurs, inadaptation des microstructures, opacité du marché et accès limité des prêteurs à une information récente sur les émetteurs. Nous nous proposons de les examiner tour à tour.

Diversité des investisseurs

La diversité des investisseurs favorise le négoce en permettant d'équilibrer le rapport vendeurs/acheteurs ; en multipliant les avis divergents sur la qualité de crédit d'un émetteur, elle stimule les échanges ; elle lisse les besoins globaux de liquidité. En Asie, une telle diversité semble assez limitée. Les investisseurs en obligations d'entreprise sont généralement des fonds de prévoyance, sociétés d'assurances et banques contrôlés par l'État. Après leur émission, les obligations sont normalement conservées jusqu'à l'échéance dans des portefeuilles de placement. Les intervenants les plus actifs, tels les fonds obligataires et les fonds spéculatifs, sont traditionnellement absents de ces marchés ou ne sont pas autorisés à s'exposer notablement au risque de crédit.

⁶ Fleming et Remolona (1999) calculent l'écart de cours acheteur-vendeur sur valeurs du Trésor EU et le situent entre un sixième et un tiers de point de base sur le rendement. Chakravarty et Sarkar (2004) estiment l'écart moyen sur les obligations d'entreprise à environ 21 cents pour \$100. Pour une obligation 5 ans, cela fait un écart de quelque 4 points de base sur le rendement.

⁷ Par exemple, l'indice DJ CDX Amérique du Nord. Voir Amato et Gyntelberg (2005).



Absence d'une importante catégorie d'investisseurs

Une importante catégorie d'investisseurs fait défaut dans certains marchés d'Asie : les investisseurs étrangers (dont les intermédiaires financiers à stratégie mondiale), qui sont généralement dissuadés par une multitude d'obstacles, notamment les retenues fiscales et l'absence d'instruments de couverture (swaps de devises, par exemple). Les autorités ont conscience de ces difficultés. Comme Ma et Remolona (2005) le montrent, les banques centrales ont pu en réduire certaines grâce à la création du Fonds obligataire Asie 2 (ABF2). Les Philippines, pour leur part, ont récemment aboli le droit de timbre sur le négoce des titres à revenu fixe sur le marché secondaire.

Type de marché

L'État a un rôle à jouer dans la mise en place des microstructures

Les titres de dette à revenu fixe ont tendance à s'échanger essentiellement sur le gré à gré⁸ ; le plus liquide est celui des titres d'État sur lequel les spécialistes en valeurs du Trésor ont l'exclusivité, comme le fait observer Sundaresan (2002). Le négoce entre courtiers permet un respect de l'anonymat des intervenants. La mise en place d'une telle microstructure nécessite souvent l'appui de l'État. Comme aux États-Unis, les autorités de certains pays d'Asie (Chine, Corée, Inde, Japon, Malaysia, Singapour et Thaïlande) donnent leur agrément aux spécialistes et teneurs de marché. S'agissant des obligations d'entreprise, handicapées par l'hétérogénéité et le volume relativement faible des émissions, l'aide des autorités est encore plus importante pour favoriser l'apport de liquidité et établir les microstructures.

En Asie, la liquidité a notamment été stimulée par la cotation des obligations d'entreprise sur plusieurs places boursières, voire par la création

⁸ Le gré à gré, « gouverné par les cours », repose sur des teneurs de marché disposant d'un volant de titres à négocier, tandis que les marchés organisés, « gouvernés par les ordres », nécessitent un flux continu d'ordres d'achat et de vente.

de marchés organisés de titres à revenu fixe. Le renforcement de la transparence a également été recherché. Toutefois, le négoce reste encore concentré sur le gré à gré : plus de 90 % à Séoul (contre 10 % sur le marché organisé) ; en Thaïlande, le taux de négoce est de 30 % sur le gré à gré et de seulement 1 % sur le marché organisé. En Chine, la réglementation institue un cloisonnement : les titres des établissements financiers sont négociés sur le gré à gré interbancaire local et ceux des entreprises non financières soit sur ce marché, soit sur l'un des deux marchés organisés.

Dans plusieurs pays, le marché secondaire est moins ouvert à la concurrence, ce qui donne lieu à d'importants écarts de cours acheteur-vendeur (de l'ordre de 5–10 pb, même pour les émissions les plus liquides (tableau 3), d'après les intervenants), avec un effet dissuasif sur le négoce. Il semble parfois n'y avoir qu'un ou deux courtiers pour une émission. En outre, s'il arrive que des cotations soient publiées à titre indicatif sur Bloomberg, la transparence *ex ante* se réduit, dans de nombreux cas, à envoyer par télécopie aux investisseurs potentiels des cotations pour un groupe limité de signatures guère comparables. Un véritable marché de courtiers et, *a fortiori*, d'intermédiaires entre courtiers n'existe que dans les pays les plus développés.

Transparence ex post

Un troisième facteur, lié aux autres, qui influe sur la liquidité est la publication d'informations sur le négoce. Une telle transparence *ex post* favorise la concurrence et permet aux investisseurs de vérifier la tarification qui leur a été appliquée. L'expérience des États-Unis en est l'illustration. Terme jusqu'à il y a environ deux ans, le négoce des obligations d'entreprise est reparti à la hausse. Depuis juillet 2002, les opérateurs sont tenus de déclarer les transactions de gré à gré à TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) – système d'information de la National Association of Securities Dealers (NASD) –, qui les diffuse immédiatement. Si certains intervenants estiment que cette publication réduit la liquidité disponible pour les transactions de gros volume, Edwards *et al.* (2005) constatent qu'elle a permis de faire baisser les écarts de cours acheteur-vendeur de 5 pb en moyenne.

Obligations d'entreprise en monnaie locale : marché secondaire			
	Type de marché	Écart de cours acheteur-vendeur ¹	Transparence <i>ex post</i>
Australie	gré à gré/marché organisé	2–10	...
Chine	gré à gré/marché organisé	5–10	...
Corée	gré à gré/marché organisé	2–5	Oui (KSDA)
Hong-Kong RAS	gré à gré	10–15	...
Malaysia	gré à gré	5–10	Oui (BIDS)
Nouvelle-Zélande	gré à gré	5–15	...
Singapour	gré à gré	10–15	...
Thaïlande	gré à gré	5–10	Oui (ThaiBMA)

¹ Sur le marché intérieur en monnaie locale (marché organisé ou gré à gré) ; en pb.
Sources : Citigroup (2005) ; Bloomberg ; discussions informelles avec des intervenants de marché.

Tableau 3

BIDS utilisé en
Malaysia est
aussi performant
que TRACE

Ces dernières années, certaines places d'Asie ont commencé à imposer des exigences de communication financière comparables à celles de TRACE, voire plus strictes. Cependant, cette transparence concerne surtout les courtiers. La Malaysia s'est dotée d'un système BIDS (Bond Information Dissemination System), sur lequel les opérateurs doivent déclarer les informations de prix et de volume dans un délai de dix minutes (un résumé étant diffusé au public dix minutes plus tard). Ces informations sont mises à la disposition des abonnés, généralement des vendeurs. BIDS semble fournir une transparence *ex post* supérieure, même par rapport à TRACE, du moins pour ceux qui y ont accès. La Thai Bond Market Association (ThaiBMA) exige une déclaration des transactions de gré à gré dans les trente minutes et diffuse les informations à ses membres quatre fois par jour⁹. La Korea Security Dealers Association (KSDA) en fait autant, avec un délai de quinze minutes et un affichage sur son site dans la journée. Une transparence *ex post* encore plus grande pourrait être nécessaire pour rendre les marchés plus liquides.

Accès à une information adéquate

Les divergences
d'opinion favorisent
le négoce

Ce quatrième facteur est peut-être aussi le plus sensible. Nombreux sont les marchés des obligations d'entreprise en Asie où l'accès à une information adéquate sur les émetteurs est limité. En grande partie, le négoce entre investisseurs est stimulé par des interprétations différentes des données fondamentales. Un tel négoce sur la base d'informations profite aux intervenants motivés par la seule recherche de liquidité, et il est généralement vigoureux en présence d'un important volume d'annonces sur la qualité de crédit des émetteurs, chaque annonce suscitant une nouvelle interprétation.

Aux États-Unis, les données de marché se présentent sous diverses formes. Les émetteurs eux-mêmes publient, chaque trimestre, des rapports financiers et des avertissements sur résultats ; les publications financières et les agences de presse rendent compte des transactions majeures et des nouvelles importantes concernant les entreprises ; enfin, les agences de notation font connaître l'évolution de leur opinion sur la qualité de crédit des émetteurs notés. Le négoce des obligations d'entreprise s'accélère généralement à chacune de ces occasions.

Annonces des
agences de
notation

Les réactions du marché aux annonces des agences de notation illustrent l'importance d'une information rapide. Un rehaussement ou déclassement de note nécessite une procédure méticuleuse, qui aboutit généralement plusieurs mois après la prise de connaissance de l'information par les marchés. Soucieuses de réagir sans délai, les agences déclarent une mise sous surveillance (« Watchlist » pour Moody's et « CreditWatch » pour Standard & Poor's) immédiatement après la communication d'informations significatives pouvant entraîner une modification ultérieure de la note. Micu *et al.* (2004) montrent que les réactions des cours sont particulièrement marquées à cette occasion.

⁹ Ces informations sont diffusées au public en fin de journée. La ThaiBMA publie, en outre, les cotations de ses membres toutes les deux semaines.

L'accès à de telles informations reste souvent limité en Asie. Un grand nombre d'émissions sont assorties d'une garantie de l'État sous une forme ou une autre, de sorte que la qualité de crédit de l'émetteur est moins pertinente. En outre, Ball *et al.* (2003) constatent que la communication financière sur les pertes tend à ne pas être immédiate dans certaines économies d'Asie, en raison notamment de la volonté de préserver les réseaux personnels, si importants dans les relations d'affaires. Il existe certes des agences de notation locales et, souvent, les émissions d'obligations doivent être assorties d'une note. Mais nombre de ces agences en sont encore à leurs débuts et ont besoin de temps pour se développer et asseoir leur réputation. Quelques agences étrangères interviennent parfois, mais elles ne notent pas systématiquement les émetteurs de tous les pays d'Asie.

Les agences de notation locales en sont encore à leurs débuts

Conclusion

Dans leur effort de développement des marchés des obligations d'entreprise en monnaie locale, les autorités d'Asie se trouvent confrontées à des choix fondamentaux. S'agissant des marchés primaires, faut-il continuer à stimuler les émissions, même si elles émanent essentiellement de signatures quasi souveraines ou bénéficient de garanties explicites ou implicites de l'État ? Vaudrait-il mieux renforcer les règles de communication financière, les normes comptables et la transparence, de sorte que les investisseurs puissent accéder aux informations nécessaires à l'évaluation du risque de crédit pour une catégorie plus large d'émetteurs potentiels ? Si la première option est utile au départ, les autorités d'Asie ont peut-être atteint le point où cette voie nuit à l'autre. Si les émissions de qualité en venaient à évincer les titres plus risqués, le développement d'une culture de l'évaluation du crédit et de la tarification du risque de crédit s'en trouverait retardé.

Pour ce qui est des marchés secondaires, le choix se situe entre le développement de microstructures de marché, la diversification des investisseurs et le renforcement des institutions favorisant l'accès à une information pertinente. Ces stratégies ne sont pas forcément incompatibles ; elles pourraient même, conjointement, avoir une efficacité accrue. En pratique, le développement des microstructures (établissement de marchés organisés, par exemple) est la solution la plus facile à mettre en œuvre, tandis que les deux autres, par nature plus complexes, ne produisent d'effets que sur la durée. Cela étant, dans une perspective de long terme, il conviendrait sans doute de privilégier la diversification des investisseurs et l'amélioration de l'accès à l'information sur le risque de crédit.

Bibliographie

Amato, J. et J. Gyntelberg (2005) : « Contrats dérivés indiciels sur défaut : tranches de pertes et tarification des corrélations de risque de crédit », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 71–85.

- Ball, R., A. Robin et J. S. Wu (2003) : « Incentives versus standards : properties of accounting income in four East Asian countries », *Journal of Accounting and Economics*, 36, pp. 235–270.
- Bhattacharya, U., H. Daouk et M. Welker (2003) : « The world price of earnings opacity », *Accounting Review*, pp. 641–678.
- Chakravarty, S. et A. Sarkar (2003) : « Trading costs in three US bond markets », *Journal of Fixed Income*, pp. 39–48.
- Citigroup (2005) : *Guide to Asian bond and currency markets 2005*.
- Diamond, D. W. (2004) : « Committing to commit : short-term debt when enforcement is costly », *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1447–1480.
- Edwards, A. K., L. S. Harris et M. S. Piwowar (2005) : *Corporate bond market transparency and transaction costs*, US Securities and Exchange Commission.
- Fan, J. P. H. et T. J. Wong (2002) : « Corporate ownership structure and informativeness of accounting earnings in East Asia », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pp. 401–425.
- Fleming, M. et E. Remolona (1999) : « Price formation and liquidity in the US Treasury market : the response to public information », *Journal of Finance*, 54, pp. 1901–1915.
- Greenspan, A. (2000) : « Global challenges », allocution, Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12 juillet.
- Ma, G. et E. Remolona (2005) : « Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 81–92.
- McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–61.
- Micu, M., E. Remolona et P. Wooldridge (2004) : « Incidence des annonces relatives à la notation sur les primes des contrats dérivés sur défaut », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 53–63.
- Sundaresan, S. (2002) : *Fixed income markets and their derivatives*, deuxième édition, South-Western.

Réduction de la vulnérabilité financière : développement du marché intérieur des obligations d'État au Mexique¹

De nombreux signes montrent que les diverses mesures prises par le gouvernement mexicain ont contribué au développement du marché intérieur des obligations d'État. Celui-ci a connu une expansion rapide, avec un allongement des échéances et une amélioration de la liquidité du marché secondaire. Sur le marché primaire, les adjudications sont également devenues plus efficaces. Cependant, malgré ces progrès considérables, des faiblesses subsistent.

JEL : E440, G180, H630, O160.

Au Mexique, le marché intérieur des obligations d'État a connu une expansion rapide depuis le milieu des années 90. Cette évolution reflète en partie la volonté des autorités de développer les sources de financement nationales pour réduire la dépendance du pays envers les flux de financements externes. Le retrait brutal des capitaux étrangers, fin 1994, a entraîné au Mexique une crise économique et financière profonde, la « crise tequila », qui a fait prendre conscience aux autorités des risques associés à une forte dépendance à l'égard des financements externes.

Le gouvernement mexicain a favorisé le passage au financement intérieur par des réformes macroéconomiques et structurelles visant à renforcer la demande de dette nationale, ainsi que par l'introduction d'une stratégie de gestion de la dette clairement définie. Ces mesures ont généralement réussi : le gouvernement est parvenu à émettre un nombre croissant de titres de dette domestiques à taux fixe et à créer une courbe des rendements à long terme, deux résultats remarquables pour une région où les emprunts à court terme ou indexés demeurent la règle.

Le présent article décrit les efforts des autorités pour développer le marché intérieur des obligations d'État et étudie leur effet sur le montant, la composition et la liquidité de la dette du secteur public. Il se termine par une

¹ Les points de vue exprimés ici sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ou de la Banque du Mexique. Les auteurs remercient Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar et William White pour leurs commentaires, ainsi que Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna et Claudia Tapia Rangel pour leur précieuse assistance technique.

évaluation des progrès accomplis et souligne certains obstacles sur la voie du développement du marché.

Réexamen de la politique de gestion de la dette après la crise

Le marché obligataire intérieur est demeuré sous-développé pendant une grande partie de l'histoire moderne du Mexique. Comme le montrent les conclusions générales de l'étude de Burger et Warnock (2003) sur les économies émergentes, de mauvais antécédents en matière d'inflation et, par suite, un manque de crédibilité de la politique monétaire ont rendu pratiquement impossible, pour le gouvernement ou les résidents, de placer des titres classiques à long terme sur le marché intérieur. En effet, les bailleurs de fonds n'étaient disposés à prêter en monnaie locale qu'à très courte échéance ou avec des rendements indexés sur l'inflation, sur les taux à court terme ou sur le dollar EU, en raison d'anticipations inflationnistes bien ancrées. Ils consentaient, bien sûr, à accorder des prêts en devises, surtout en dollars EU².

La crise a constitué un bon exemple des risques liés à une forte dépendance envers les titres indexés sur le dollar. Le début des années 90 s'est caractérisé non seulement par une vive appréciation du peso mexicain, mais aussi par une nette détérioration de la balance des paiements courants du pays, malgré une amélioration régulière de la situation financière du secteur public (Agenor et Montiel (1999)). Le développement rapide de la dette extérieure du Mexique a suscité, chez les investisseurs, des craintes de dévaluation ou de défaut du pays. Au cours de l'année 1994, ces derniers se sont montrés de plus en plus réticents à renouveler leurs cetes (à court terme et en pesos), préférant transférer leurs fonds vers des tesobonos (à court terme et indexés sur le dollar). Ce mouvement a procuré un répit temporaire au gouvernement, mais la nature à court terme de ces titres signifie également que le passage aux tesobonos a été extrêmement rapide : fin 1994, ceux-ci représentaient la plus grande partie de la dette domestique, contre 4 % environ en début d'année. Le retrait brutal des investisseurs étrangers, fin 1994, et la forte baisse du peso mexicain qui a suivi ont entraîné une augmentation fulgurante de la valeur en pesos des emprunts d'État indexés sur le dollar, ce qui a ajouté une dimension budgétaire à la crise. Cet épisode a conduit à une grave instabilité financière, puis à une très longue récession.

La crise a montré que, malgré les succès du gouvernement mexicain dans le domaine budgétaire les années précédentes, la faiblesse de la structure de sa dette l'avait rendu vulnérable à un retrait soudain des investisseurs étrangers. Afin de réduire sa dépendance à l'égard des financements externes à court terme, le gouvernement a, depuis, accompli d'importants efforts pour

La crise souligne les risques liés à un financement par titres indexés...

...et incite à développer le marché intérieur

² L'incapacité d'un pays à emprunter sur le marché intérieur à long terme et/ou à l'étranger dans sa propre monnaie est désignée par l'expression « péché originel » (Eichengreen *et al.* (2003)). Les adeptes de cette thèse soutiennent que cette situation accroît la vulnérabilité d'un pays, car l'accumulation de dette externe par les secteurs public ou privé en rend le service difficile lorsque le change se déprécie. Par suite, ce risque réduit la volonté des non-résidents de financer le pays, rend ce financement plus sensible à une conjoncture défavorable et limite la marge de manœuvre des autorités. Voir Goldstein et Turner (2004) ainsi que Borio et Packer (2004).

développer un marché obligataire intérieur viable³. Ces efforts ont surtout visé à améliorer les conditions de l'offre et de la demande d'emprunts d'État. Nous examinons ces deux aspects dans les parties qui suivent.

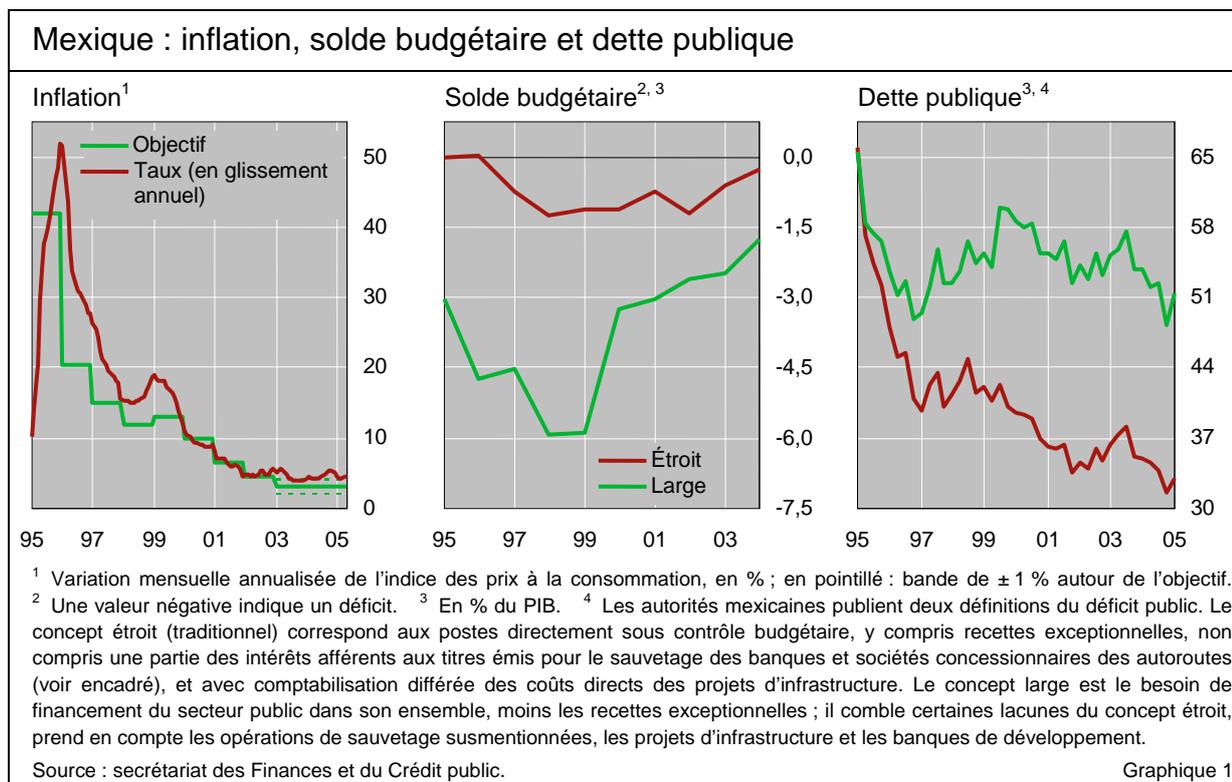
Renforcement de la demande d'emprunts d'État

La demande de titres d'État est stimulée par la stabilisation macroéconomique...

L'un des objectifs de la stratégie du gouvernement pour développer un marché obligataire intérieur était d'améliorer les conditions de la demande. La stabilisation de l'environnement macroéconomique, depuis le milieu des années 90, y est largement parvenue. Le cadre de la politique monétaire de la Banque du Mexique a réduit durablement l'inflation : le rythme de hausse de l'indice des prix à la consommation est revenu de 52 % en 1995 à un peu moins de 5 % en 2004 (graphique 1). Simultanément, le gouvernement est généralement parvenu à atteindre ses objectifs de réduction du déficit budgétaire au sens étroit⁴.

...la réforme de l'investissement institutionnel...

Par ailleurs, la réforme de l'investissement institutionnel a fortement contribué à intensifier la demande d'emprunts d'État. En 1997, le gouvernement a radicalement modifié son régime de retraite pour le secteur privé (le secteur public n'a pas été affecté). Le système existant à prestations définies a été remplacé par un régime obligatoire à cotisations définies, entièrement financé par des fonds spécifiques gérés par des sociétés privées



³ Pour plus de détails, voir Sidaoui (2002).

⁴ Si la réduction du déficit budgétaire du secteur public large a été plus lente qu'initialement espéré, d'importants progrès ont cependant été accomplis (Banque du Mexique (2004)).

(Administradoras de Fondos para el Retiro, AFORES). Le nouveau système de retraite à gestion privée s'est vite développé : les actifs gérés sont passés de presque rien en 1997 à MXN 470 milliards fin 2004, soit 6,5 % du PIB. Environ MXN 400 milliards détenus par les AFORES sont placés en titres d'État.

Fin 1998 a été créé le Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), spécialisé dans le négoce des contrats sur actifs financiers. L'activité sur instruments à revenu fixe a connu un rapide essor, encore que près de 100 % des transactions portent sur le TIIE 28 jours (taux d'intérêt interbancaire d'équilibre). Quoi qu'il en soit, il est dit que le segment long de la courbe en a profité, dans la mesure où les contrats sur taux courts sont utilisés pour la couverture et la tarification des swaps de taux longs.

En 2000, le gouvernement a voté une nouvelle loi sur la faillite permettant aux détenteurs de garanties dans un accord de pension de dénouer leurs transactions par anticipation en compensant leurs droits et obligations envers une contrepartie défaillante. L'ancienne loi exigeait que les intervenants s'acquittent de leurs obligations avant de pouvoir réclamer leurs créances. En 2003 et 2004, le gouvernement a fait adopter de nouvelles lois relatives aux transactions temporaires sur titres, dans le but de stimuler la demande nationale et étrangère d'emprunts d'État.

...l'instauration du négoce des dérivés...

...et l'adoption d'un cadre juridique plus sûr pour les pensions

Gestion de l'offre d'emprunts d'État

Depuis 2000, le Mexique suit une stratégie de gestion de la dette publique clairement définie qui vise à améliorer et rationaliser l'offre d'emprunts d'État. Cette stratégie globale comporte cinq grands axes : priorité au financement intérieur des déficits budgétaires ; allongement de l'échéancier ; mise en place d'une courbe des rendements domestique liquide ; amélioration de la prédictibilité et de la transparence des émissions ; mesures structurelles destinées à renforcer le marché.

Le Mexique applique une stratégie de la dette clairement définie reposant sur...

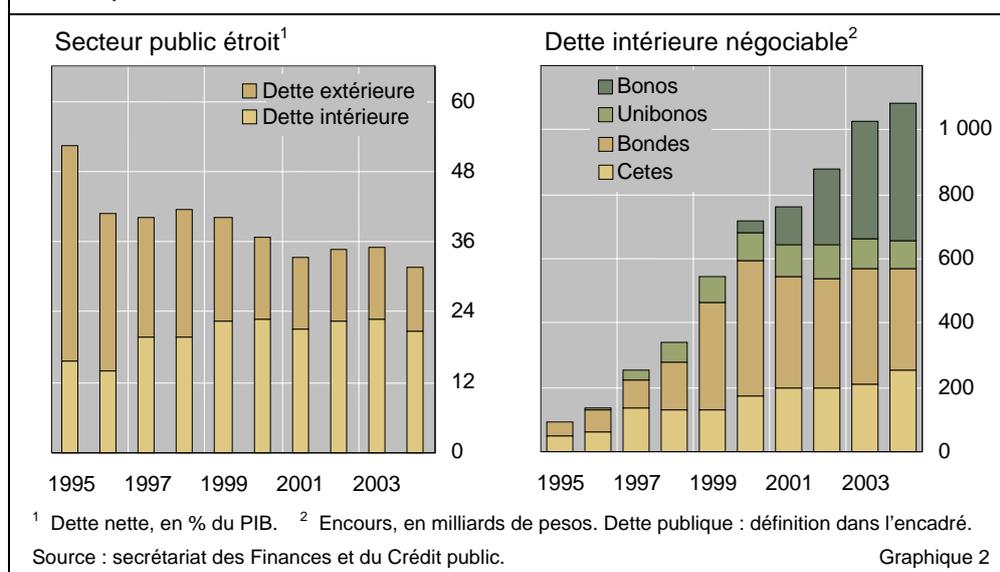
Pour atteindre le premier de ces objectifs globaux, le gouvernement fédéral s'est tourné vers le marché intérieur pour financer son déficit budgétaire et a commencé à réduire le montant de la dette extérieure (graphique 2). Depuis 2001, le déficit budgétaire est financé localement en totalité. En 2004, des emprunts domestiques ont été utilisés pour rembourser \$1,8 milliard de dette extérieure, soit beaucoup plus que l'objectif fixé pour cette année-là (\$500 millions). Ainsi, la part nationale de la dette du secteur public étroit est passée de seulement 30 %, fin 1995, à 65 % fin 2004.

...une priorité au financement intérieur...

Depuis 2000, l'État fédéral cherche aussi à réduire son risque de refinancement en allongeant progressivement l'échéancier de sa dette. Pour cela, il a étendu l'échéance des emprunts indexés sur les taux courts et l'inflation, et lancé des émissions obligataires à taux fixe, d'abord à 3 et 5 ans en 2000, puis à 10 ans en 2001, à 7 ans en 2002 et à 20 ans en 2003. Le programme de gestion de la dette publique fédérale pour 2005 soulignait que les besoins de financement nets du gouvernement continueraient d'être satisfaits essentiellement par des titres à taux fixe à moyenne et longue échéance.

...un allongement de l'échéancier de la dette...

Mexique : dette de l'État fédéral – volume



...l'accroissement de la liquidité du marché secondaire...

L'État fédéral a également pris d'autres mesures pour augmenter la liquidité du marché secondaire. Ainsi, il a souvent rouvert un petit nombre d'émissions phares dans le but d'étoffer l'encours de chacune d'elles jusqu'à atteindre un degré de liquidité acceptable. Pour éviter une concentration excessive de remboursements à certaines dates, il a aussi adopté une stratégie de gestion active. Enfin, il a récemment annoncé un programme d'échange d'obligations à court terme contre des titres à long terme. Ce programme devrait en outre réduire le risque de refinancement et atténuer l'effet d'importants remboursements de dette sur la liquidité du marché.

...une plus grande transparence dans la gestion de la dette...

La prévisibilité et la transparence ont également joué un rôle central dans la stratégie de gestion de la dette. Le gouvernement a pris une première mesure en 2002, quand il a renoncé à sa faculté de plafonner le taux d'intérêt auquel il était prêt à accepter les offres lors des adjudications. Depuis 2004, il publie sa stratégie pour l'année, en complément des objectifs trimestriels d'adjudication pour chaque type de titre d'État. À l'heure actuelle, il annonce un calendrier d'adjudications trimestrielles indiquant l'offre par type d'instrument pour chaque adjudication hebdomadaire ainsi que le détail des émissions qui seront proposées durant le trimestre.

...des réformes structurelles sur le marché primaire...

En outre, le gouvernement a réformé la structure du marché obligataire intérieur. Progressivement, les adjudications de titres d'État ont été ouvertes à une plus large gamme d'investisseurs, tels les fonds de pension, les fonds communs de placement et les entreprises d'assurances. Une participation plus équitable au processus de soumission s'est accompagnée d'améliorations dans la plateforme d'adjudication électronique de la Banque du Mexique : désormais les résultats sont publiés dans la demi-heure qui suit la clôture de l'adjudication (contre 5 heures en 1993).

Mexique : structure du marché domestique de la dette publique

Les autorités mexicaines se réfèrent à deux concepts de dette publique. Le secteur public au sens étroit couvre l'État fédéral et plusieurs autres entités fédérales sous son contrôle budgétaire direct (sécurité sociale, par exemple). Le secteur public au sens large correspond à l'État fédéral et à toutes les autres entités du secteur public, y compris entreprises publiques non financières, banques de développement et fonds fiduciaires extrabudgétaires. Il inclut aussi l'Institut de protection de l'épargne bancaire (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario, IPAB), le Fonds fiduciaire pour le sauvetage des autoroutes en concession (Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas, FARAC) de même que les projets d'infrastructure à retombées différées sur la dépense publique (PIDIREGAS).

L'IPAB, entré en activité en 1999, gère la dette résultant du sauvetage du secteur bancaire après la crise financière de fin 1994. À l'époque, l'État fédéral fournissait une garantie implicite pour la plupart des engagements bancaires et supportait une grande partie du coût du renflouement des banques. L'IPAB a commencé d'émettre des Bonos de Protección al Ahorro (BPA) en 2000. Le FARAC, également né de la crise financière, a pour objet de sauver les sociétés privées concessionnaires des autoroutes. Les PIDIREGAS sont inclus dans les statistiques de la dette fédérale, car leur financement est, en partie, d'abord pris en charge par le secteur privé, puis transféré au gouvernement fédéral une fois les projets achevés.

Le secrétariat des Finances et du Crédit public est responsable exclusif de toutes les activités liées à la dette de l'État fédéral et collabore avec d'autres agences fédérales pour déterminer le type d'instruments à lancer, leur montant et les dates d'émission. Les deux principaux émetteurs de

Mexique : dette publique – principaux instruments

Titres émis par l'État fédéral					
Instrument	Type de coupon	Échéance	Fréquence d'émission	Encours à fin 2000 ¹	Encours à fin 2004 ¹
Certificados de la Tesorería de la Federación (cetes)	Zéro	28, 91, 182 et 364 jours	Hebdomadaire et mensuelle	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	Indexé sur taux cetes	5 ans	Bimensuelle	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (udibonos)	Indexé sur l'inflation	10 ans	Mensuelle	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija (bonos)	Fixe	3, 5, 7, 10 et 20 ans	Mensuelle	33,3	427,9
Titres émis par d'autres grands émetteurs du secteur public					
Instrument	Type de coupon	Échéance	Fréquence d'émission	Encours à fin 2000 ¹	Encours à fin 2004 ¹
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB (BPA)	Indexé sur taux cetes	3, 5 et 7 ans	Hebdomadaire et bimensuelle	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM)	Indexé sur taux j/j interbancaire	1 et 3 ans	Hebdomadaire	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	Indexé sur l'inflation	20 et 30 ans	Mensuelle	51,1	110,5

¹ En milliards de pesos.

Source : secrétariat des Finances et du Crédit public, programme de la dette fédérale pour le deuxième trimestre 2005.

titres de dette négociables sur le marché domestique, l'État fédéral et l'IPAB, publient un calendrier trimestriel fournissant aux marchés des informations concernant le volume et la composition des émissions futures.

Les instruments émis par le l'État fédéral (cetes, bondes, udibonos et bonos) présentent une large gamme d'échéances, tandis que l'IPAB se concentre sur les BPA à moyen terme, indexés sur les taux cetes à 28, 91 et 182 jours. Fin 2004, l'encours de la dette intérieure négociable de l'État fédéral et de l'IPAB s'élevait à MXN 1 081 milliards et MXN 383 milliards respectivement.

La Banque du Mexique est également un acteur important du marché de la dette intérieure. Si, traditionnellement, elle utilise les titres d'État pour injecter ou reprendre des liquidités dans le marché monétaire, en 2000, elle s'est mise à émettre ses propres emprunts (Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México, BREM), pour stériliser les incessantes entrées de réserves de change. L'encours des BREM, indexés sur le taux interbancaire au jour le jour, se montait à MXN 233 milliards fin 2004. La stérilisation de liquidités grâce à cet instrument permet à la Banque du Mexique de mieux atteindre ses objectifs de politique monétaire, en limitant les distorsions sur le marché de la dette publique. Les BREM ne figurent pas dans les statistiques de la dette publique.

...et sur le marché
secondaire...

En 2000, le gouvernement a instauré un nouveau système de négociation de la dette d'État. Les teneurs de marché ont pris trois engagements : faire une offre portant sur un montant minimal de titres lors des adjudications ; fournir à tout moment des cours à la vente et à l'achat pour un montant minimal de titres à revenu fixe ; plafonner l'écart de cours acheteur-vendeur (actuellement à 125 pb). En échange, ils ont reçu trois droits : participer à l'adjudication avec option de surallocation⁵ après l'adjudication publique ; rencontrer régulièrement les administrateurs de la dette fédérale ; accéder au guichet de prêt de titres de la Banque du Mexique.

...une meilleure
diffusion des
cours du marché...

La connaissance des cours déterminés par le marché constitue un élément essentiel du développement des marchés secondaires et de l'évaluation des portefeuilles des intermédiaires. Ces dernières années, la Banque du Mexique, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) et la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) ont uni leurs efforts pour assurer aux intervenants un meilleur accès aux cours journaliers des titres de dette négociables à taux fixe. Ces efforts ont suscité la création de sociétés privées de distribution de données sur les cours du marché, chargées de rassembler les informations fournies par les courtiers et de les diffuser à l'ensemble des intervenants. La plupart des intermédiaires financiers sont désormais tenus d'utiliser les services de revendeurs agréés d'informations sur les cours.

...et le lancement
d'un programme
permettant le
démembrement
des obligations

En 2005, le gouvernement a lancé un programme permettant aux intervenants sur obligations d'État de démembrer et reconstituer tous les bonos et udibonos. La réouverture régulière, par le gouvernement, d'émissions à coupon semestriel permet une parfaite interchangeabilité des caractéristiques de coupon entre instruments d'échéance différente. Les obligations à long

⁵ L'option de surallocation (« *green shoe* ») accordée par un émetteur aux teneurs de marché permet d'émettre des titres supplémentaires en leur faveur pour couvrir toute position courte pouvant découler d'une distribution excessive de titres aux souscripteurs finals. Dans ce cas, les teneurs de marché peuvent acquérir jusqu'à 20 % du montant initialement mis en adjudication, au prix moyen pondéré de l'adjudication.

terme à coupon zéro devraient se révéler particulièrement attrayantes pour les investisseurs institutionnels ayant un horizon de placement éloigné. Elles devraient aussi contribuer à accroître la profondeur du marché secondaire.

Bilan des mesures gouvernementales

De nombreux signes laissent penser que les diverses mesures mises en œuvre par le gouvernement mexicain atteignent leurs objectifs. Le marché intérieur des obligations d'État connaît une expansion rapide, son échéancier s'allonge et la liquidité du marché secondaire s'améliore. La réforme structurelle du marché primaire semble aussi en accroître l'efficacité.

Le résultat le plus visible de la nouvelle stratégie du gouvernement pour la gestion de la dette est l'expansion rapide, ces dernières années, de ses émissions domestiques de titres négociables : leur encours est passé de MXN 158 milliards (soit 10 % du PIB) à la veille de la crise, en décembre 1994, à MXN 1 081 milliards fin 2004 (soit 14% du PIB). Certes, l'augmentation des émissions, durant la seconde moitié de la décennie 90, s'explique sans doute en bonne partie par les emprunts requis pour le sauvetage du secteur bancaire et de nombreuses grandes entreprises du secteur privé. Cependant, la priorité au financement intérieur des déficits, l'accroissement des investissements institutionnels dans le pays et le retour des investisseurs étrangers ont également joué un rôle majeur. Ce dernier élément est particulièrement remarquable, si l'on considère que les étrangers avaient pratiquement déserté le marché entre 1994 et 1999 (graphique 3). Fin 2004, ils détenaient 7 % de l'encours total des emprunts d'État domestiques, contre 2 % fin 1999.

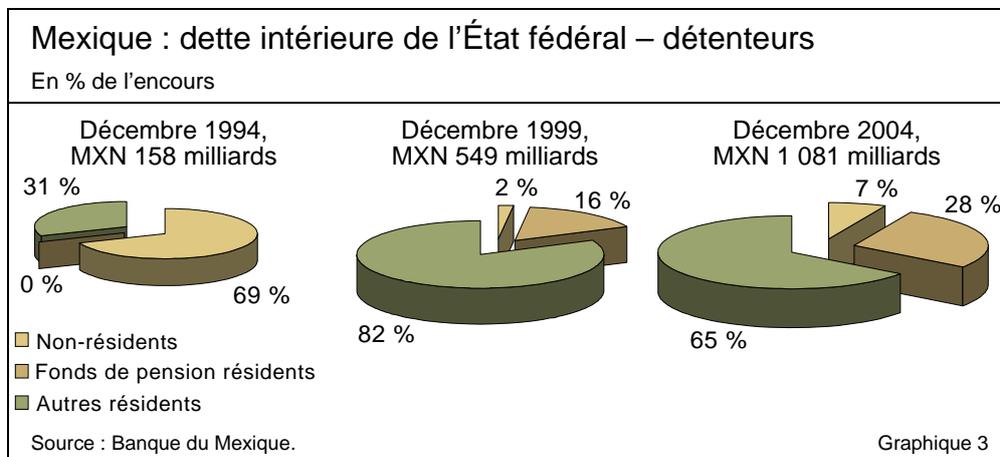
Une autre évolution intéressante a été l'allongement de l'échéancier de la dette publique (graphique 4). Fin 1995, l'encours était constitué uniquement d'instruments d'échéance inférieure ou égale à 1 an et de titres indexés sur les taux courts ou l'inflation. Fin 2004, les obligations à taux fixe d'échéance supérieure à 1 an représentaient déjà 40 % de l'encours total. L'échéance moyenne des titres fédéraux est ainsi passée de 288 jours en 1995 à

Les mesures gouvernementales atteignent leurs objectifs

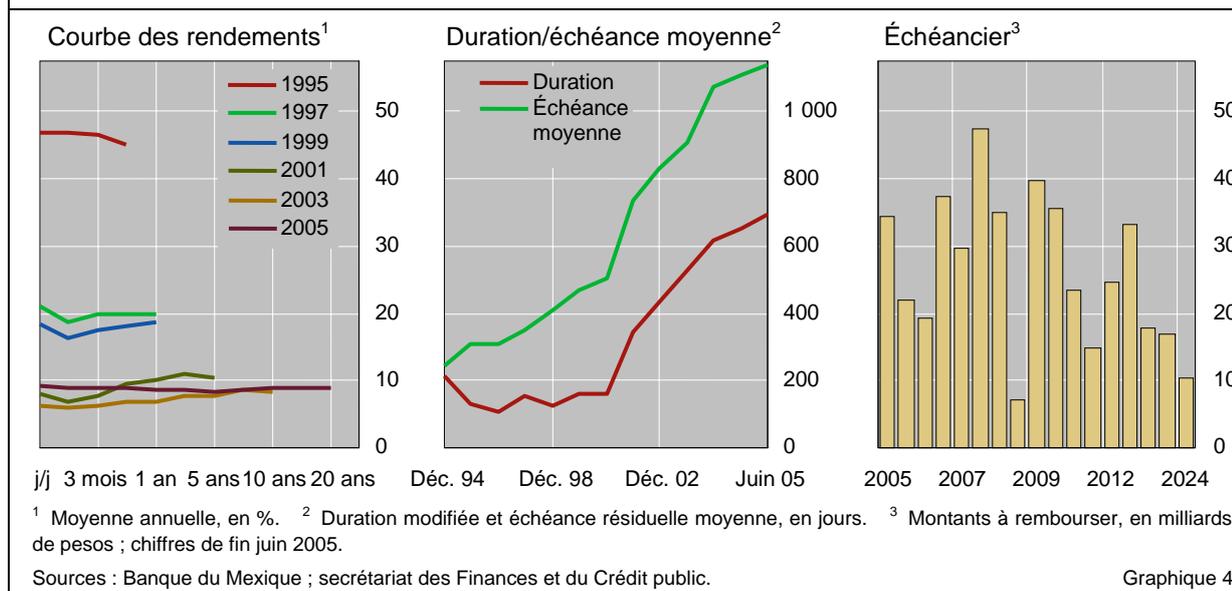
Le marché intérieur connaît une expansion rapide

Les investisseurs étrangers reviennent en force

L'échéancier s'allonge



Mexique : dette intérieure de l'État fédéral – rendement, durée et échéancier



1 070 jours en 2004⁶. Cet allongement des échéances a rendu le Mexique moins vulnérable au risque de refinancement. Selon des estimations du gouvernement fédéral, fin 2004, l'effet d'une augmentation des taux d'intérêt sur le coût de refinancement de sa dette brute était inférieur d'environ 40 % à ce qu'il était fin 2000 (Gil Diaz (2005)).

Les investisseurs étrangers acceptent les échéances plus longues

Le lancement d'émissions à taux fixe, en 2000, dans un contexte de baisse des taux de référence, a été bien accueilli par les investisseurs. Il est intéressant de noter que, si le resserrement monétaire de 2004 a poussé les fonds de pension mexicains à rechercher des actifs de durée plus courte, les investisseurs étrangers ont, à l'inverse, nettement étoffé leurs portefeuilles de titres à long terme. Fin 2004, ces derniers détenaient 54 % et 84 %, respectivement, des obligations à 10 et 20 ans. Leur participation croissante a aidé le Mexique à développer le segment long de son marché obligataire intérieur.

Situation contrastée sur le marché secondaire :

Quant au marché secondaire, les chiffres donnent une image contrastée de son évolution et de la part des divers instruments. Cependant, il semble que les efforts des autorités pour en accroître la liquidité commencent à porter leurs fruits.

...baisse du volume d'opérations...

La baisse de volume enregistrée sur le marché secondaire depuis début 2000 s'explique essentiellement par des facteurs temporaires. Premièrement, l'institution de la tenue de marché pour la dette publique, en 2000, s'est d'abord accompagnée d'une explosion des transactions, les intermédiaires cherchant à améliorer leur position relative, avant un retour à des conditions plus « normales ». Le resserrement de la politique monétaire de 2004 a, pour

⁶ Il convient de noter, une fois encore, que la progression a été un peu plus lente dans le cas de la dette du secteur public large. Les titres négociables émis par l'IPAB ont une échéance variant entre 3 et 7 ans, mais ils sont majoritairement indexés sur les taux courts, ce qui signifie que leur durée reste faible (entre 30 et 50 jours en 2004). En revanche, les émissions du FARAC, toutes indexées sur l'inflation, ont une échéance moyenne beaucoup plus longue (entre 20 et 30 ans).

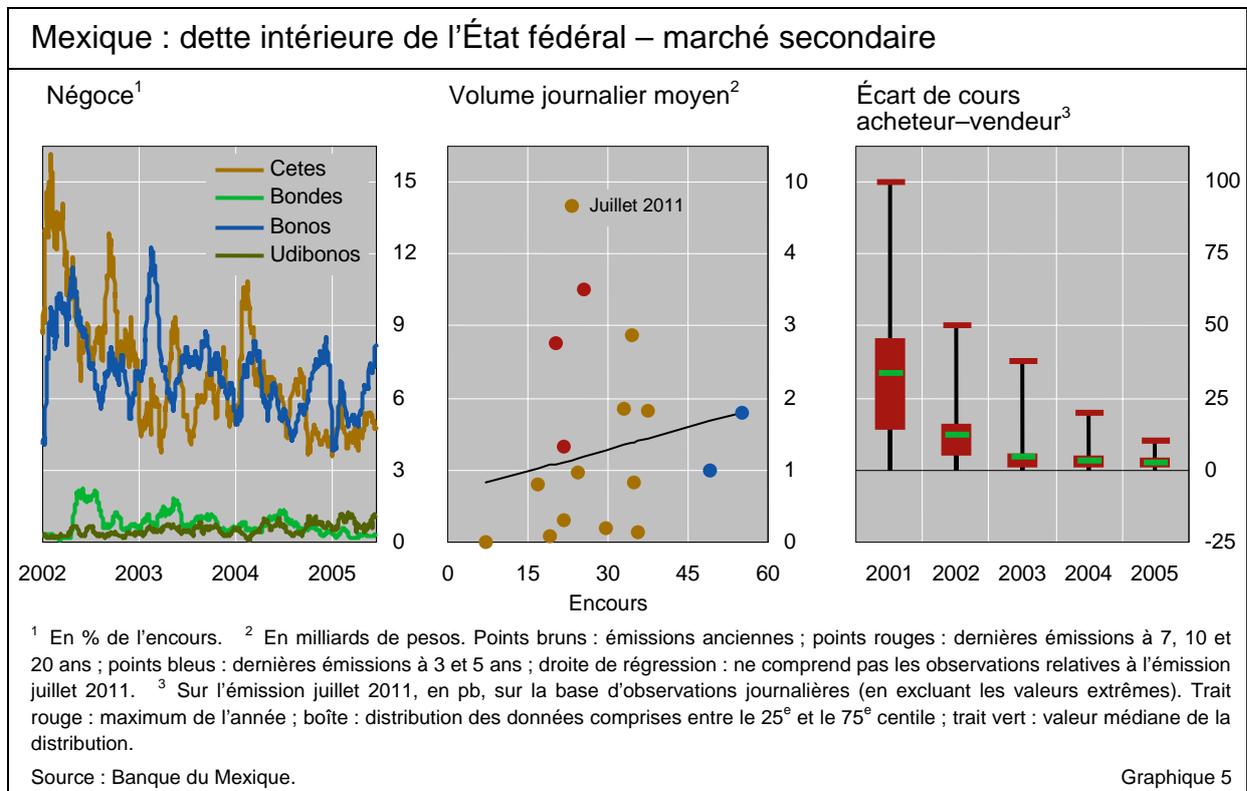
sa part, joué un rôle défavorable. Malgré cela, les obligations de l'État mexicain sont demeurées les titres les plus négociés dans les économies émergentes, selon l'Emerging Markets Traders Association (EMTA (2005)).

Une analyse de la ventilation par instrument montre que les bonos se négocient activement, contrairement aux bondes et udibonos, comme c'est généralement le cas des titres indexés, qui sont normalement conservés jusqu'à échéance par les investisseurs institutionnels (graphique 5). Pour les bonos, en outre, l'activité est inégale selon la date, certaines émissions récentes ayant rencontré un grand succès. La concentration notable des opérations sur le bono juillet 2011, quelque peu surprenante, traduit sans doute la préférence des intermédiaires pour les titres exonérés d'impôts⁷.

...négoce variable selon les instruments...

Malgré l'irrégularité de l'activité sur le marché secondaire, certains signes attestent du succès de la politique des autorités consistant à accroître la liquidité par le lancement d'importantes émissions de référence. Le graphique 5 (cadre du centre) montre qu'il existe une relation positive, quoique faible, entre l'encours de titres et le volume de transactions. En outre, le cadre de droite révèle que la liquidité du marché secondaire semble s'améliorer : l'écart de cours acheteur-vendeur sur les émissions de référence a beaucoup diminué depuis l'introduction des titres à plus long terme. Ainsi, l'écart sur le bono juillet 2011 a fortement baissé, tout en variant moins. Cette évolution s'observe également sur d'autres obligations à long terme. L'écart de cours acheteur-vendeur ayant tendance à varier entre 3 et 10 pb pour les

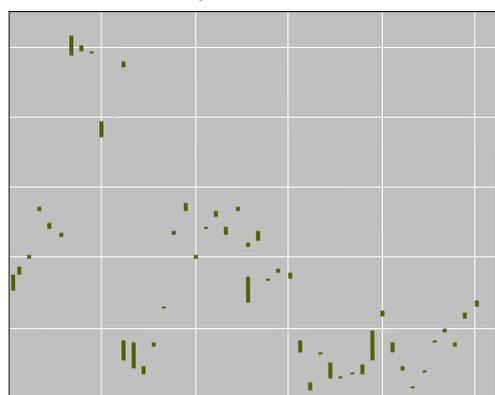
...mais liquidité accrue...



⁷ Un impôt sur les revenus sous forme d'intérêts a été créé en janvier 2003. Les émissions antérieures à cette date en sont exemptes. L'obligation juillet 2011 est, parmi tous les titres en circulation exonérés, celui ayant la plus longue échéance.

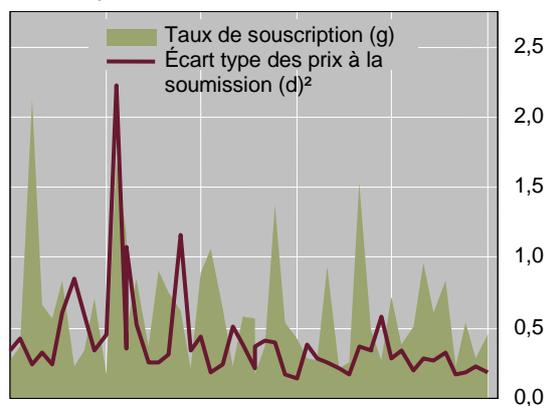
Mexique : dette intérieure de l'État fédéral – marché primaire

Prix offerts à l'adjudication^{1,2}



Jan. 02 Oct. 02 Juil. 03 Avr. 04 Jan. 05 Oct. 05

Souscription



Jan. 02 Oct. 02 Juil. 03 Avr. 04 Jan. 05 Oct. 05

¹ Sur titre 3 ans. Ligne verticale : dispersion des prix offerts à la soumission ; point : prix de l'adjudication. ² En pesos.

Source : Banque du Mexique.

Graphique 6

émissions les plus récentes sur le marché interbancaire, les participants peuvent généralement trouver un marché à prix raisonnable pour étoffer ou dénouer leurs positions. La liquidité accrue du marché secondaire a réduit la prime de risque pour les investisseurs et donc contribué à abaisser les coûts de financement pour le gouvernement.

Simultanément, les mesures visant le marché primaire semblent en avoir également amélioré l'efficacité. Les adjudications ne souffrent plus de l'incertitude concernant les montants et l'exercice du plafond sur les taux d'intérêt, comme c'était le cas pendant la deuxième moitié de la décennie 90. En conséquence, les jalons bas et haut ainsi que leur dispersion ont eu tendance à diminuer ces dernières années (graphique 6). Cela a réduit le risque de cours pour les intermédiaires, et donc favorisé leur participation.

...et plus grande
efficacité du
marché primaire

Progrès accomplis et défis à relever

Le marché intérieur mexicain des obligations d'État a beaucoup progressé, ce qui devrait aider à atténuer les tensions économiques et financières pouvant résulter de chocs externes. Ainsi, l'abandon des instruments indexés sur le dollar a éliminé une source potentielle de vulnérabilité des comptes budgétaires, tandis que l'adoption de titres à plus longue échéance a contribué à réduire le risque de refinancement. En outre, le développement du marché obligataire intérieur a quelque peu amélioré la liquidité sur le marché secondaire, ce qui a aidé à comprimer les coûts de financement pour le gouvernement. De surcroît, l'efficacité accrue du marché primaire permet une diminution du risque de cours pour les intermédiaires.

Il est cependant possible d'aller plus loin. Le marché intérieur reste soumis à un niveau important de risque de refinancement, étant donné que les titres à court terme et indexés représentent toujours 60 % de l'encours total de la dette. Qui plus est, la liquidité du marché secondaire demeure limitée pour

certains types de titres, notamment les obligations liées à des indices. La large gamme d'instruments du secteur public disponibles sur le marché intérieur laisse penser qu'un effort de simplification pourrait encore accroître la liquidité.

Une question subsiste : le retour des investisseurs étrangers sur le marché intérieur est-il le résultat des réformes macroéconomiques et structurelles mises en œuvre par le gouvernement mexicain la décennie passée ou bien reflète-t-il plutôt un plus grand appétit pour des actifs relativement risqués ? Ces dernières années, ces investisseurs ont accru leur exposition à une large gamme d'actifs d'économies émergentes, y compris de pays ayant peu progressé sur la voie des réformes macroéconomiques et structurelles. L'apparition de conditions moins favorables sur les marchés obligataires mondiaux pourrait donc mettre à l'épreuve la solidité des succès mexicains.

Bibliographie

Agenor, P. R. et P. J. Montiel (1999) : *Development macroeconomics*.

Banque du Mexique (2004) : *Rapport annuel*.

Borio, C. E. V. et F. Packer (2004) : « Risque-pays : évaluation des nouvelles approches », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 47–65.

Burger, J. D. et F. E. Warnock (2003) : « Diversification, original sin and international bond portfolios », *International Finance Discussion Papers*, n° 755, Conseil de la Réserve fédérale, avril.

Eichengreen, B., R. Hausmann et U. Panizza (2003) : « Currency mismatches, debt intolerance and original sin : why they are not the same and why it matters », *NBER Working Papers*, n° 10036, octobre.

Emerging Markets Traders Association (2005) : *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, février.

Gil Diaz, F. (2005) : *The development of local markets : the Mexican case*, communication au Forum latino-américain des emprunteurs et investisseurs, Miami, mai.

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2002) : *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2004) : *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, quatrième trimestre 2004.

Secrétariat des Finances et du Crédit public (2005) : *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, premier trimestre 2005.

Sidaoui, J. J. (2002) : « The role of the central bank in developing debt markets in Mexico », *BIS Papers*, n° 11, juin.

Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine¹

Les États d'Amérique latine ont toujours eu de grandes difficultés à émettre des obligations en monnaie locale sur les marchés internationaux. Trois d'entre eux ont récemment eu recours à ce type d'emprunt, signe peut-être d'une réorientation de la stratégie des emprunteurs de la région. Reste à savoir, toutefois, dans quelle mesure ces émissions contribueront au développement des marchés intérieurs de la dette.

JEL : E440, F340, G150, H630, O160.

Dans les économies émergentes, les États peuvent se financer sur le marché intérieur ou international, en monnaie locale ou en devises. En Amérique latine, environ deux cinquièmes des titres sont émis sur le marché international, mais presque aucun en monnaie locale. Or, on sait bien aujourd'hui que les pays contraints d'emprunter en devises s'exposent au risque d'asymétrie de monnaies et sont plus vulnérables en cas de chocs externes.

Même lorsque les États d'Amérique latine ont accru la dimension de leur marché obligataire, les émissions internationales en monnaie locale sont restées modestes. Trois pays y ont néanmoins recouru récemment : l'Uruguay (2003 et 2004), la Colombie (2004 et 2005) et le Brésil (septembre 2005). Cette évolution, qui a suscité l'intérêt des autorités et des marchés financiers, marque un changement stratégique important de la part des emprunteurs de ces pays vis-à-vis de l'investissement étranger.

La présente étude porte sur les récents emprunts internationaux en monnaie locale de signatures souveraines d'Amérique latine. Après une description détaillée des titres, elle examine l'évolution des facteurs structurels et conjoncturels qui ont favorisé ces émissions. Elle tente de déterminer ensuite si ces emprunts peuvent s'imposer comme source habituelle de financement, puis analyse leur incidence sur le développement des marchés obligataires intérieurs dans la région.

¹ Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nous remercions Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar et William White pour leurs commentaires.

Obligations d'État internationales libellées en monnaie locale

Les difficultés rencontrées par certains pays pour emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie ont souvent été qualifiées, par les universitaires, de « péché originel », laissant entendre qu'il s'agit de faiblesses structurelles bien ancrées, voire de caractéristiques inhérentes au système financier mondial². De fait, nous l'avons dit, les États d'Amérique latine n'empruntent que rarement dans leur monnaie sur les marchés internationaux. Pourtant, trois d'entre eux cherchent à rompre avec cette tradition.

En octobre 2003, dans le cadre du programme de restructuration de sa dette, l'Uruguay a levé UYU 7,3 milliards (\$290 millions) en obligations internationales (tableau 1) indexées sur l'inflation intérieure, portant un coupon de 10,5 % et dont le principal et les intérêts sont réglés en dollars EU³. En août 2004, un nouvel emprunt international a été lancé pour UYU 8,2 milliards (\$250 millions), cette fois sans indexation. Avec un coupon de plus de 17 %, l'émission s'est révélée très coûteuse pour une durée de 2 ans.

En novembre 2004, l'État colombien a réalisé une opération de COP 954,2 milliards (\$375 millions), réglée en dollars EU, elle aussi. Les titres (TES Global) étaient assortis de conditions très intéressantes pour l'emprunteur : coupon de 11,75 % et échéance supérieure à 5 ans. L'accueil a été très positif, la demande totalisant \$1,1 milliard ; les principaux souscripteurs étaient des investisseurs des États-Unis, d'Europe et d'Amérique latine (65 %, 30 % et 5 % respectivement). Ce succès a été confirmé par une réouverture de la souscription, en janvier 2005, pour COP 293,7 milliards (\$125 millions). Les deux tranches ont été émises à un coût inférieur (de 50 pb et 31 pb, respectivement) à celui du marché intérieur. En février 2005, un nouvel emprunt a été lancé à des conditions très similaires mais avec une durée plus longue (10,7 ans) et un avantage de coût (20 pb) par rapport au marché intérieur⁴.

Plus récemment, en septembre 2005, le Brésil a suivi l'exemple de l'Uruguay et de la Colombie : il a collecté BRL 3,4 milliards (\$1,5 milliard) en obligations internationales assorties d'une échéance supérieure à 10 ans et d'un coupon de 12,5 %, avec – comme pour les autres titres décrits ci-avant – un règlement des intérêts et du principal en dollars EU. L'opération a été sursouscrite plusieurs fois ; sa distribution a été réellement internationale, les investisseurs étant essentiellement des résidents d'Europe et des États-Unis ; sa durée est nettement supérieure à l'échéance moyenne des emprunts à taux fixe en reals sur le marché intérieur, qui ne dépasse pas 7 ans.

Les obligations internationales en monnaie locale qui sont réglées en dollars EU...

² Le « péché originel » comporterait une dimension internationale (incapacité à emprunter à l'étranger en monnaie locale) et une dimension intérieure (incapacité à emprunter sur le marché intérieur à taux fixes longs). Voir Eichengreen *et al.* (2005).

³ Avant d'être converti et payé en dollars EU, le montant du remboursement est fixé en pesos uruguayens en tenant compte de la variation de l'unité monétaire indexée sur l'inflation depuis l'émission jusqu'à la date du remboursement. Des calculs comparables s'appliquent au paiement des intérêts au taux contractuel.

⁴ Voir, sur le site www.minhacienda.gov.co, le communiqué de presse du ministère colombien des Finances et du Crédit public.

Emprunts d'État internationaux en monnaie locale						
Pays	Date d'émission	Date d'échéance	Montant émis ¹	Coupon	Notation : Moody's/ Fitch/S&P	Marché
Argentine	Déc. 1996	Déc. 1998	250	8,75	...	Euromarché
Argentine	Fév. 1997	Fév. 2007	500	11,75	Ca/D/D	Placement privé
Argentine ^{2,3}	Juin 1997	Juil. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Placement privé
Argentine ³	Juil. 1997	Juil. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Euromarché
Argentine ⁴	Juin 2001	Sept. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	International
Brésil	Sept. 2005	Jan. 2016	1 479	12,50	B1/NA/BB-	International
Colombie ⁵	Nov. 2004	Mars 2010	500	11,75	Ba2/BB/BB	International
Colombie	Fév. 2005	Oct. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	International
Uruguay ⁶	Oct. 2003	Oct. 2006	290	10,50	B3/B/B	International
Uruguay	Août 2004	Fév. 2006	250	17,75	B3/B/B	International

Un placement privé est dispensé d'enregistrement auprès de la Commission des opérations de bourse des États-Unis (obligatoire pour une émission sur le marché international) et économise donc les frais correspondants. Il est assorti de clauses de protection plus restrictives, qui sont plus faciles à renégocier en cas de défaut. En outre, le coût de distribution des obligations est inférieur.

¹ Calculé à partir du cours de change moyen mensuel quand les chiffres officiels ne sont pas disponibles ; en millions de dollars EU. ² Émission régie par le droit des États-Unis (règle 144A). ³ Échange de titres en circulation. ⁴ Échange de certaines obligations en pesos. ⁵ Émission ouverte en janvier 2005 pour un montant supplémentaire de \$125 millions. ⁶ Obligations indexées sur l'inflation et assorties de clauses d'action collective.

Source : Bloomberg. Tableau 1

...reportent le risque de change sur les investisseurs tout en les dégageant du risque de conversion

Les émissions du Brésil et de la Colombie sont intéressantes à plusieurs égards. Premièrement, contrairement à celles de l'Uruguay, elles ne s'inscrivent pas dans un processus de restructuration de la dette. Deuxièmement, les échéances sont relativement longues. Troisièmement, les titres ne sont pas indexés sur l'inflation, mais libellés en monnaie locale et émis à taux fixe ; ils transfèrent le risque d'inflation et le risque de change du débiteur aux investisseurs. Dans le même temps, tout comme pour l'émission uruguayenne, le règlement en dollars EU dégage les investisseurs du **risque de conversion** associé au contrôle des changes⁵.

Facteurs favorables

Les crises financières passées ont forcé les États à trouver de nouvelles sources de financement

Qu'est-ce qui a rendu ces émissions possibles ? Dans une certaine mesure, les États n'ont eu d'autre choix, en raison de leurs difficultés financières, que de chercher de nouvelles sources de financement. Par le passé, ceux qui ont progressivement surmonté les difficultés à émettre des titres en monnaie locale l'ont fait suite à des chocs qui les ont incités à supporter l'important coût initial,

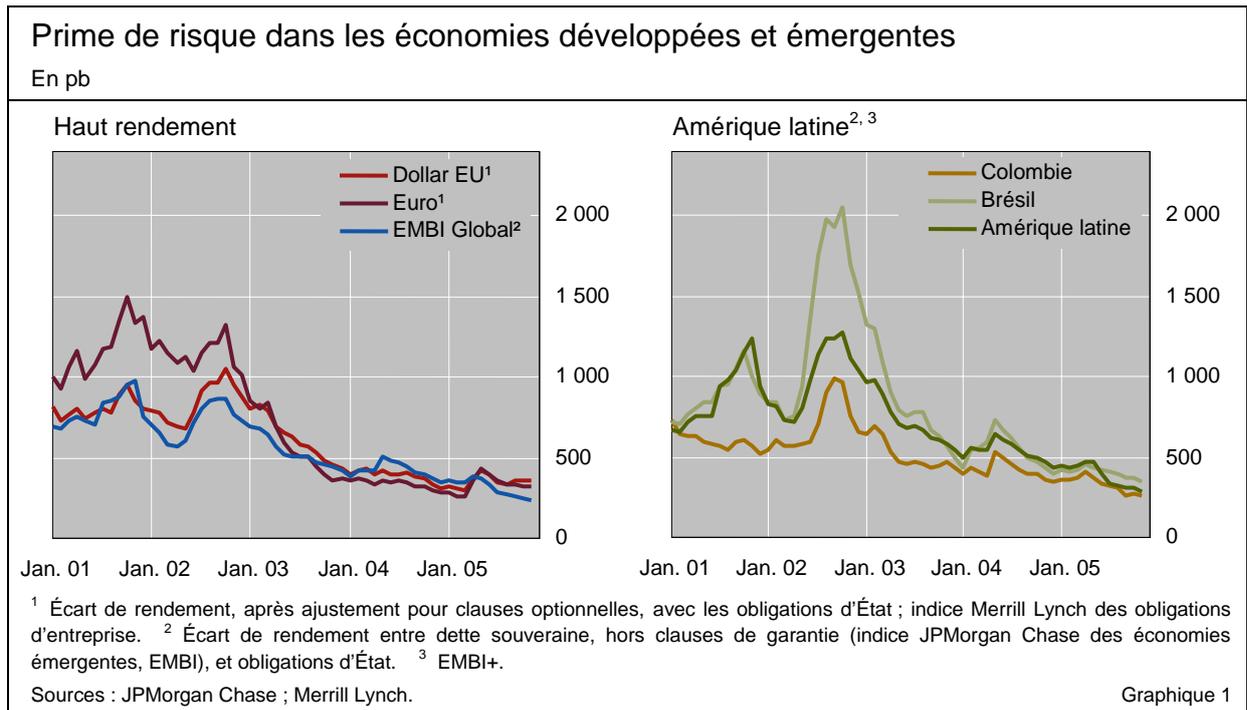
⁵ Avec effet au 15 décembre 2004, la Colombie a adopté des contrôles administratifs qui nécessitent une période de détention minimale d'un an pour les investissements de portefeuille en provenance de l'étranger.

afin de réduire leur vulnérabilité extérieure⁶. Dans les cas étudiés ici, ces chocs ont été les turbulences financières de la fin des années 90 et du début du siècle. Depuis, les autorités ont émis des titres de dette internationaux à plus long terme et cherché à échapper aux problèmes liés à la fréquence des refinancements. Elles privilégient aujourd'hui les émissions en monnaie locale pour éviter les asymétries de monnaies.

Par ailleurs, les crises ont stimulé des améliorations structurelles internes qui séduisent les investisseurs. Le Brésil et la Colombie ont poursuivi les réformes économiques et institutionnelles engagées au début des années 90 et ont réalisé des progrès notables dans l'adoption d'un régime de change souple et d'un dispositif crédible de ciblage de l'inflation⁷. Depuis la restructuration de sa dette au début du siècle, l'Uruguay a mis en œuvre de grandes réformes qui ont amélioré son profil économique et financier.

Les réformes et l'amélioration des données fondamentales séduisent les investisseurs...

Les mutations structurelles au niveau mondial ont également favorisé les émissions internationales en monnaie locale. D'abord, la tendance désinflationniste mondiale a facilité la lutte contre l'inflation, d'où une moindre perception des risques à ce titre. Ensuite, l'intégration croissante des



⁶ Bordo *et al.* (2005) indiquent que, pour le Canada, le choc a été la Deuxième Guerre mondiale. Pour l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, ce fut l'effondrement du système de Bretton Woods, avec l'avènement du flottement nominal et la fin des contrôles sur les mouvements de capitaux. Goldstein et Turner (2004) considèrent les mesures de l'asymétrie de monnaies dans les avoirs et engagements d'un pays comme un indicateur de la vulnérabilité aux crises de ce pays.

⁷ La mise en place d'une politique monétaire crédible est un élément essentiel de ces réformes. Jeanne (2003) avance que la crédibilité de la politique monétaire est un facteur déterminant du choix de la monnaie d'émission des titres de dette.

Brésil, Colombie et Uruguay : indicateurs macroéconomiques 2000–04						
	Brésil		Colombie		Uruguay	
	2000	2004	2000	2004	2000	2004
PIB réel ¹	4,4	4,9	2,9	4,0	-1,4	12,0
Prix à la consommation ¹	7,0	6,6	9,2	5,9	4,8	9,2
Solde budgétaire ^{2,3}	3,5	4,6	-6,8	-4,5	-4,0	-2,4
Paiements courants ²	-4,0	1,9	0,9	-1,0	-2,8	-0,8
Cours de change effectif réel ⁴	83,3	67,1	100,8	92,6	114,1	97,2
Dettes extérieures ²	39,5	36,4	43,1	41,1	72,7	99,3
Réserves de change ⁵	32,5	52,7	8,4	12,8	2,4	2,5

¹ Variation annuelle, en %. ² En % du PIB. ³ Solde primaire. ⁴ 1995 = 100. ⁵ En milliards de dollars EU.

Sources : FMI ; IIF ; données nationales. Tableau 2

économies émergentes et développées a élargi l'éventail des investisseurs susceptibles de s'intéresser aux titres émis par les premières⁸.

...attirés par
une conjoncture
favorable...

D'autres facteurs, conjoncturels ceux-là, ont également joué un rôle. Un important changement au plan mondial a été le bas niveau des taux d'intérêt dans les économies développées, allié à une abondante liquidité sur les marchés financiers, qui ont incité les intervenants à accepter un risque plus élevé sur toute une gamme d'instruments, dont la dette des économies émergentes. Les primes sur obligations d'entreprise des économies développées baissent depuis 2002. Il en est de même des primes sur la dette des signatures souveraines des économies émergentes – Amérique latine comprise –, qui ont inscrit des creux historiques ces deux dernières années (graphique 1).

Un autre facteur, à dominante conjoncturelle sans doute, qui a séduit les investisseurs est l'appréciation durable du change en Amérique latine – amplifiée par l'environnement international : récent renchérissement des marchandises et faiblesse du dollar EU – allié à l'amélioration des données fondamentales des économies de la région (compte courant, par exemple)⁹.

...mais
l'amélioration
des données
fondamentales ne
suffit pas à stimuler
les émissions en
monnaie locale

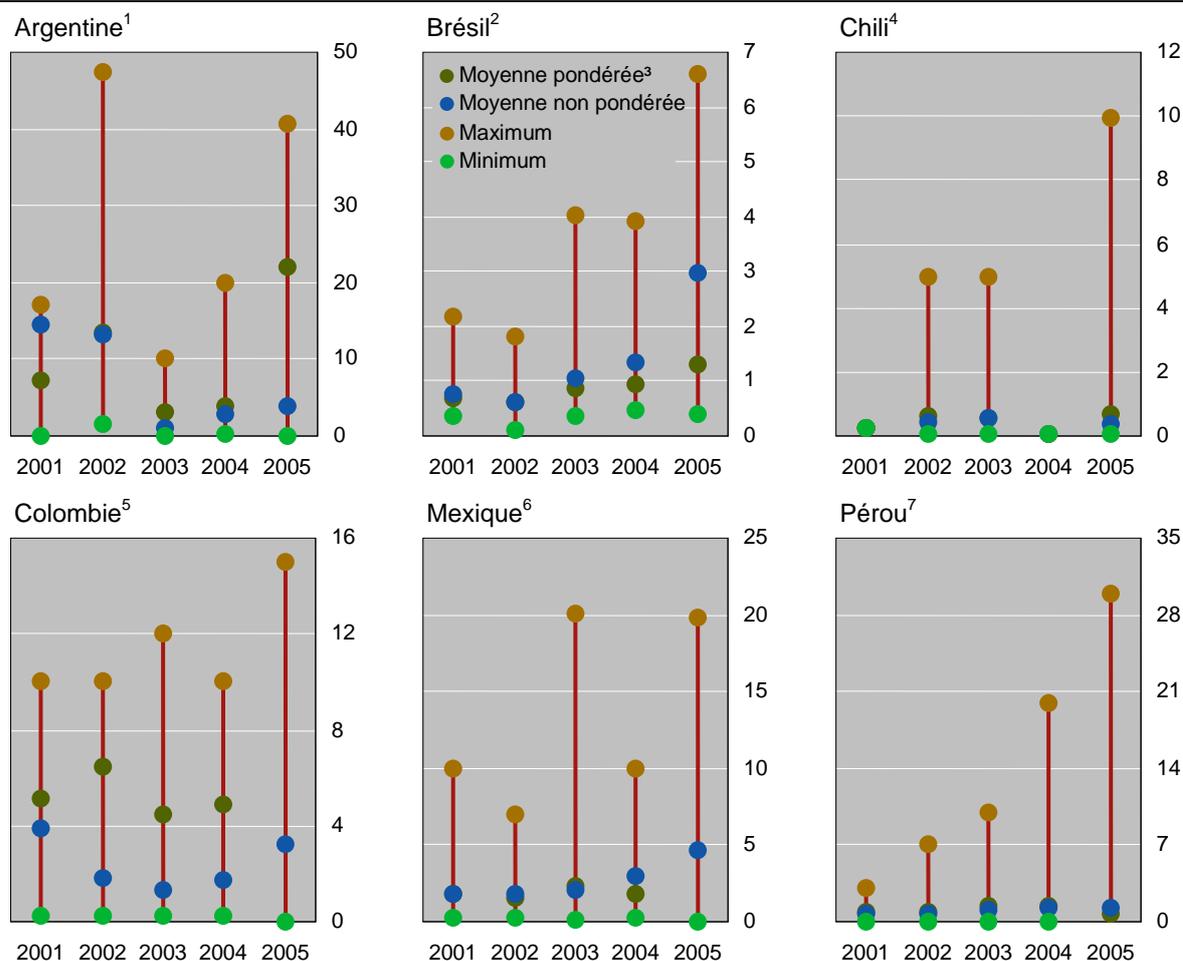
Il subsiste une énigme, néanmoins. L'amélioration des données fondamentales des trois économies de notre échantillon (tableau 2) n'a pas été notablement plus marquée que dans la plupart des autres pays de la région qui n'ont pas émis d'obligations internationales en monnaie locale. Le cas du Chili et du Pérou, où les indicateurs macroéconomiques sont en net progrès, montre que les données fondamentales et l'environnement extérieur ne permettent pas, à eux seuls, de stimuler les émissions internationales en monnaie locale.

⁸ Voir Wooldridge *et al.* (2003) pour un examen de l'évolution de la relation entre marchés financiers à maturité et émergents.

⁹ Cohen (2005) analyse les déterminants du choix de la monnaie d'émission des obligations internationales et constate que le volume des émissions dans une monnaie est d'autant plus important que celle-ci est forte par rapport à sa moyenne historique et que les taux longs dans cette monnaie sont élevés par rapport à ceux des autres grandes devises.

Amérique latine : durée des emprunts d'État sur les marchés intérieurs

Durée à l'émission, en années



¹ Bons et obligations du Trésor, plus titres de la banque centrale ; 2002 : la majorité des émissions étaient en rapport avec la crise. ² LTN. ³ En fonction des montants. ⁴ Titres de la banque centrale. ⁵ Valeurs du Trésor. ⁶ Valeurs du Trésor, titres émis par l'IPAB, udibonos et cetes. ⁷ Certificats de dépôt, bons du Trésor et obligations d'État.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique 2

Au Chili, il n'était sans doute guère nécessaire de lancer de nouveaux instruments de dette, vu les excédents budgétaires enregistrés depuis des années. Au Pérou, les autorités ont privilégié le développement du marché obligataire intérieur en monnaie locale ainsi que l'allongement de la courbe des rendements (graphique 2). De surcroît, ces deux pays ont des réglementations qui permettent aux investisseurs étrangers d'accéder plus facilement au marché intérieur qu'au Brésil ou en Colombie, diminuant ainsi l'attrait relatif des obligations internationales en monnaie locale.

Soutenabilité des tendances récentes

Les émissions internationales en monnaie locale se maintiendront-elles, à long terme, comme sources de financement dans la région ? À priori, la marge de développement est grande. Pour le Brésil, elles représentent juste 2 % de l'encours de la dette publique extérieure, pour l'Uruguay 4,8 % et pour la Colombie moins de 7 %, malgré un accueil favorable.

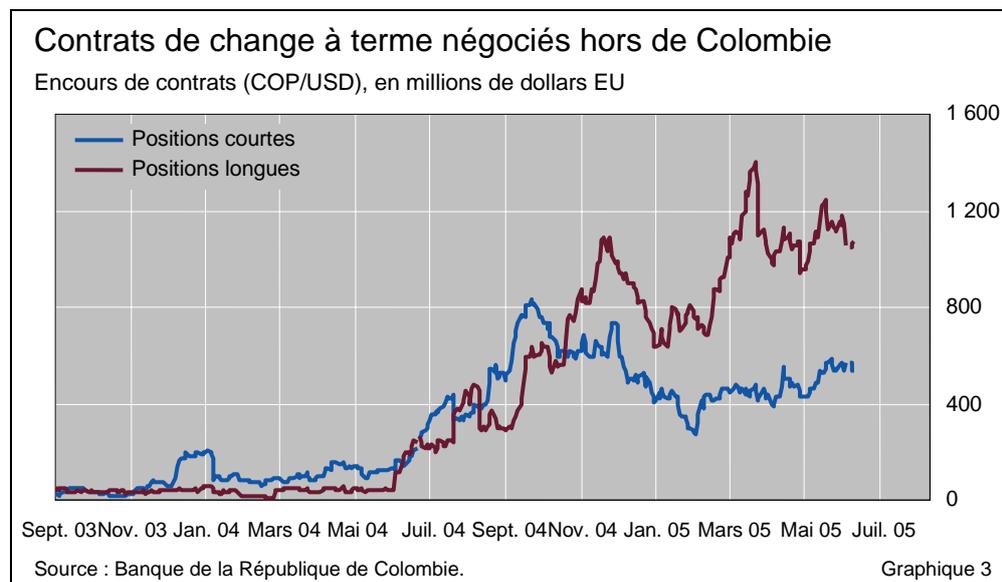
Potentiel de croissance pour ces émissions...

...même si les antécédents n'offrent aucune certitude de succès durable

Pourtant, même avec un tel potentiel, il est difficile de savoir si le récent succès durera. La capacité d'un pays à solliciter les marchés financiers internationaux à un moment précis ne garantit pas qu'il le pourra à l'avenir. Ainsi, au cours des années 90, l'Argentine avait lancé plusieurs emprunts en monnaie locale (tableau 1) : en 1997, par exemple, \$500 millions en obligations 10 ans non indexées. On aurait pu croire alors que l'accès aux marchés internationaux ne posait plus aucune difficulté à ce pays ; or, il est devenu bien plus problématique un an plus tard, après le défaut de l'État russe.

La détermination accrue à mettre en place un régime de change souple contribuera sans doute à inscrire ce type d'émission dans la durée. Les trois pays de notre échantillon s'appliquent tous à consolider un cadre monétaire et financier libéralisé par un régime de change souple fondé sur les lois du marché. Le flottement du change expose les investisseurs à une hausse de la volatilité à court terme, mais pourrait réduire les risques et vulnérabilités sur le long terme ; les parités fixes, en revanche, éliminent la volatilité à court terme, mais comportent le risque d'une dévaluation soudaine. En outre, les monnaies dont le cours n'est pas (plus ou moins) rattaché au dollar EU offrent peut-être un meilleur potentiel de diversification¹⁰.

Dans le même temps, il est peut-être nécessaire de développer les marchés de couverture pour émettre des obligations internationales en monnaie locale à bien plus grande échelle¹¹. Si rien de ce genre n'existe en



¹⁰ McCauley et Jiang (2004) montrent en quoi les obligations en monnaie locale peuvent entrer dans la composition d'un portefeuille de placements international, et constatent que les obligations en monnaies d'Asie offrent un bon potentiel de diversification. Turner (2005) fait état de corrélations (pour les rendements mensuels) de 0,4, 0,14, 0,42 et 0,43 entre un portefeuille d'obligations en monnaies d'Asie et des placements en dollars dans les économies émergentes, au Japon, aux États-Unis et en Europe, respectivement.

¹¹ Burger et Warnock (2004) font valoir que les résidents des États-Unis acquéreurs d'obligations en monnaie locale ont toujours évité les rendements affichant une variance élevée et une dissymétrie de distribution. Pour ces investisseurs, la protection contre le risque de change joue un rôle majeur, car la variance des rendements sur obligations en monnaie locale dépend surtout de la volatilité du risque de change. Bordo *et al.* (2005) précisent que la mise en place de dérivés de change a permis aux dominions britanniques d'émettre leur dette extérieure dans leur monnaie.

Uruguay, le Brésil a un marché bien établi et liquide de contrats à terme non livrables sur real, et la Colombie possède un marché (local et extraterritorial) liquide de contrats à terme non livrables sur peso, concentré à présent sur le court terme. À noter, dans ce dernier cas, que le négoce s'est considérablement accru après l'émission de novembre 2004 (graphique 3), ce qui porte à croire que les émissions en monnaie locale peuvent *stimuler* les opérations de couverture du risque de change.

Conséquences pour le développement des marchés obligataires intérieurs

Les marchés obligataires intérieurs d'Amérique latine ne sont pas particulièrement vastes (\$651 milliards en 2004), comparés à ceux d'autres régions émergentes (tableau 3). Alors pourquoi certains États ont-ils donné la priorité aux émissions internationales en monnaie locale plutôt qu'au développement de leur marché intérieur ?

D'ailleurs, l'émission d'obligations internationales en monnaie locale pourrait avoir plusieurs effets négatifs sur le développement des marchés intérieurs. Elle pourrait notamment fragmenter leur liquidité¹². Pour les trois pays analysés ici, le risque semble avoir été contrebalancé par d'autres considérations.

Effet négatif
potentiel sur le
marché obligataire
intérieur...

Dans le cas de l'Uruguay, la décision a tenu principalement au processus de restructuration de la dette, avec pour principal objectif d'en alléger progressivement le fardeau. Le recours au marché intérieur n'était pas possible après la crise financière, et les émissions internationales serviront de référence pour le développement futur.

Au Brésil et en Colombie, des facteurs institutionnels limitaient la participation des investisseurs étrangers au marché intérieur ; le marché international en monnaie locale peut avoir constitué une solution quasi optimale pour élargir l'éventail des investisseurs et réduire les risques d'asymétrie de monnaies. Dans nombre de cas, les obligations internationales ont permis aux étrangers de contourner les restrictions d'accès aux marchés locaux¹³. Ainsi, les titres émis par le Brésil et la Colombie relèvent tous de la juridiction et des lois de l'État de New York, ce qui confère un double avantage aux investisseurs : une plus grande certitude en cas de défaut de paiement et

...mais solution
quasi optimale vu
les obstacles aux
achats étrangers de
titres domestiques

¹² McCauley et Remolona (2000) montrent qu'une augmentation de l'encours des titres de dette publique entraîne une hausse du volume des transactions au comptant et à terme, ce qui accroît la liquidité des marchés des obligations d'État. Jiang et McCauley (2004) constatent que, pour les obligations en monnaies d'Asie, la dimension du marché influe sur la liquidité.

¹³ Au Brésil, les investisseurs doivent : 1) s'inscrire auprès du régulateur des opérations de bourse et de la banque centrale ; 2) disposer d'un représentant légal ; l'investissement est assujéti à un impôt de 15 % sur les plus-values et à d'autres taxes dans certains cas. En Colombie, les investisseurs sont soumis à plusieurs contraintes : par exemple, créer un fonds de placement, payer des impôts en fonction du statut fiscal et des types de placement (actuellement, l'impôt sur le revenu est de l'ordre de 35 %, mais avec un supplément de 10 %, ce qui porte le taux maximum à 38,5 %) ; acquitter un droit de timbre de 0,4 % sur toute transaction financière ; depuis fin 2004, conserver pendant au moins un an tous les placements de portefeuille.

Amérique latine : marchés intérieurs de la dette				
Encours à fin 2004				
	Emprunts d'État		Total	
	en milliards de dollars EU	en % du PIB	en milliards de dollars EU	en % du PIB
Argentine	9,6	6,3	24,3	16,0
Brésil	295,9	49,0	371,6	61,5
Chili	20,0	21,2	41,8	44,4
Colombie	29,6	30,4	30,2	31,0
Mexique	153,1	22,7	176,9	26,2
Pérou	4,0	5,8	7,1	10,3
Amérique latine ¹	512,2	30,3	651,8	38,5
<i>Afrique du Sud</i>	78,3	36,7	104,6	49,1
<i>Corée</i>	170,5	25,1	567,6	83,4
<i>Indonésie</i>	51,0	19,8	57,9	22,5
<i>Philippines</i>	24,9	29,4	25,2	29,7
<i>République tchèque</i>	58,0	54,2	65,8	61,5

¹ Total des pays cités.
Sources : FMI ; BRI.

Tableau 3

l'affranchissement de toutes les contraintes associées à l'achat de titres domestiques : obligation d'enregistrement, retenue à la source, contrôles sur les capitaux, notamment.

Conclusion

Les émissions internationales en monnaie locale du Brésil, de la Colombie et de l'Uruguay présentent de grands avantages pour les emprunteurs et les investisseurs. Elles servent les intérêts des États en améliorant la composition par monnaie de leur dette extérieure et en atténuant leur **risque de change**, réduisant ainsi la vulnérabilité imputable à l'asymétrie de monnaies. Elles permettent en outre aux investisseurs d'élargir leur portefeuille et de bénéficier de rendements potentiels plus élevés, sans les coûts inhérents à l'achat de titres en monnaie locale sur les marchés nationaux. De surcroît, le règlement en dollars EU élimine le **risque de conversion** lié aux contrôles sur les mouvements de capitaux.

Pour autant, le récent développement des emprunts d'État de ce type dans la région n'est pas nécessairement durable. Le passé offre de nombreux exemples de revirements rapides des investisseurs internationaux : on ne sait à quel point le marché international sera une source stable de financement en monnaie locale en période de turbulences.

La grande question est de savoir dans quelle mesure les émissions internationales en monnaie locale contribueront au développement des marchés intérieurs de la dette. L'expérience de certains pays montre que les marchés intérieurs peuvent se développer sans l'aide de tels emprunts, et que ceux-ci pourraient même constituer une entrave s'ils limitent les économies

d'échelle en matière de liquidité. Toutefois, tant que subsisteront les obstacles institutionnels à l'investissement étranger sur le marché intérieur, les obligations internationales en monnaie locale offriront une solution quasi optimale pour élargir l'éventail des investisseurs et allonger la courbe des rendements en monnaie locale.

Bibliographie

Bordo, M., C. Meissner et A. Redish (2005) : « How original sin was overcome : the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800–2000 », in B. Eichengreen et R. Hausmann (éds), *Other people's money : debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. et F. Warnock (2004) : « Foreign participation in local-currency bond markets », *International Finance Discussion Papers*, n° 794, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, février.

Cohen, B. (2005) : « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 53–66.

Eichengreen, B., R. Hausmann et H. Panizza (2005) : « The pain of original sin », in B. Eichengreen et R. Hausmann (éds), *Other people's money : debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

Jeanne, O. (2003) : « Why do countries borrow in foreign currency ? », *Discussion Paper Series*, n° 4030, Centre for Economic Policy Research.

Jiang, G. et R. McCauley (2004) : « Asie : marchés des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 65–78.

McCauley, R. et G. Jiang (2004) : « Asie – obligations en monnaies locales : une option de diversification », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 53–69.

McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–63.

Turner, P. (2005) : « A foreign appetite for local currency bonds ... without complex sauces ? », document préparé pour le symposium sur le thème *Sovereign debt and innovative financing instruments for emerging markets*, organisé conjointement par Reinventing Bretton Woods Committee/Banque centrale de Turquie/Forum économique mondial, mai.

Wooldridge, P., D. Domanski et A. Cobau (2003) : « Évolution des liens entre marchés financiers à maturité et émergents », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 47–57.

Initiatives récentes du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, du Forum sur la stabilité financière et du Groupe des Dix

Le troisième trimestre 2005 a été marqué par plusieurs initiatives du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Forum sur la stabilité financière. Le G 10 a publié un rapport analysant les incidences, sur les marchés financiers et les politiques économiques, du vieillissement des populations et de la réforme des systèmes de retraite ; le rapport a été examiné, avec d'autres points, lors de la réunion du Groupe, fin septembre. Ces diverses initiatives sont résumées au tableau 1.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le CBCB a progressé vers la mise en œuvre de Bâle II. Ainsi, des clarifications ont été apportées concernant la validation des portefeuilles à faible taux de défaut, et la cinquième étude d'impact quantitatif est en bonne voie.

Clarification
concernant la
validation des
portefeuilles à
faible taux de
défaut

Dans un bulletin d'information paru le 5 septembre, le sous-groupe du Groupe pour l'application de l'accord chargé des questions de validation s'est attaché à répondre aux questions et observations du secteur bancaire sur la *validation des portefeuilles à faible taux de défaut dans le dispositif de Bâle II*. Le document confirme que, globalement, Bâle II offre suffisamment de souplesse pour que les banques puissent satisfaire aux critères et soient autorisées à appliquer l'approche des notations internes (NI) à l'ensemble de leurs portefeuilles. Il précise, en outre, le traitement des portefeuilles pour lesquels la banque ne disposerait que de peu de données de pertes. Enfin, il expose brièvement les méthodes et outils permettant de compenser une insuffisance des données dans de tels cas, et montre leur incidence sur l'attitude des superviseurs.

Nouvelles
publications
sur QIS 5

Par ailleurs, de nouveaux documents ont été publiés en vue de la *cinquième étude d'impact quantitatif (QIS 5)* : modèles de classeur Excel pour la collecte de données, instructions (mise à jour du projet de juillet), questionnaire sur la qualité des données et liste de questions fréquentes. Les classeurs seront structurés de la même façon pour tous les pays participants, mais les autorités nationales pourront les adapter aux pratiques locales.

Forum sur la stabilité financière

Les 8 et 9 septembre, le FSF a tenu sa 14^e réunion, à Londres, avec à l'ordre du jour : risques et vulnérabilités dans le système financier international, et travaux entrepris pour renforcer la résilience du système financier. À cette occasion, les membres du FSF ont échangé des vues avec un groupe d'opérateurs de marché sur l'évolution des marchés et établissements financiers, et sur les initiatives du secteur privé pour renforcer la stabilité financière.

Le contexte économique et financier a été jugé généralement favorable et les systèmes financiers ont bien résisté aux difficultés des six mois précédents. Mais plusieurs facteurs risqueraient d'entraîner, à terme, des tensions sur les marchés financiers : cours élevés du pétrole, primes de risque faibles, taux d'intérêt à long terme bas, expositions accrues à des produits complexes et illiquides, endettement croissant des ménages et déséquilibres extérieurs et budgétaires qui persistent ou s'accroissent.

Compte tenu de tous ces facteurs, il a été estimé particulièrement important que les opérateurs de marché, les superviseurs et les responsables des politiques considèrent les risques à moyen terme et accordent une attention spéciale à la discipline de marché, aux normes de crédit, aux règles opérationnelles et aux niveaux de provisionnement. Ces dernières années, les établissements financiers ont certes amélioré leurs pratiques de gestion des risques et renforcé l'infrastructure des marchés mais, avec les mutations structurelles des marchés financiers, la présence de nouveaux intervenants, la complexité grandissante des produits ainsi que la part importante prise par des groupes complexes, il leur faudra poursuivre sur cette voie. Le FSF s'est donc félicité du rapport du Counterparty Risk Management Policy Group II et a fait siennes les recommandations de ce groupe, visant à revoir et renforcer les pratiques en usage. Il a, par ailleurs, examiné les enseignements à tirer des épisodes d'illiquidité passés, soulignant à cet égard l'importance des simulations de crise.

Le FSF s'est également penché sur les travaux entrepris pour limiter les vulnérabilités, et notamment sur les efforts dans les domaines suivants : convergence et concertation sur les questions de comptabilité et d'audit ; progrès accomplis pour la mise en œuvre des normes et codes ainsi qu'en matière de renforcement des processus de normalisation ; incitation à apporter des améliorations dans les places franches ; développement d'un ensemble de principes directeurs sur la continuité d'exploitation. Les membres ont, en outre, été informés par l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) des travaux visant à mettre au point des recommandations prudentielles sur la réassurance à risque maximum défini.

Le 24 septembre, à Washington, Roger Ferguson, Président du FSF, a rendu compte de la réunion de Londres au Comité monétaire et financier international du FMI.

Sources
potentielles de
tensions sur les
marchés

Malgré des progrès
récents, de
nouvelles
améliorations
des pratiques du
secteur s'imposent

Enseignements à
tirer des épisodes
d'illiquidité passés

Principales initiatives des comités et instances siégeant à Bâle

Communiqués de presse, publications et réunions au troisième trimestre 2005

Instance	Titre	Sujet	Date
CBCB	<i>Validation des portefeuilles à faible taux de défaut dans le dispositif de Bâle II</i>	<ul style="list-style-type: none"> Clarification du traitement, dans les approches NI, des portefeuilles pour lesquels les banques n'auraient que des données limitées sur les pertes 	Septembre 2005
	<i>Nouvelles recommandations pour QIS 5</i>	<ul style="list-style-type: none"> Publication des modèles de fichier QIS 5, des instructions, d'un questionnaire sur la qualité des données et d'une liste de questions fréquentes 	
FSF	<i>14^e réunion du FSF, à Londres</i>	<ul style="list-style-type: none"> Examen du système financier (points forts et vulnérabilités) et des travaux entrepris pour renforcer la stabilité systémique, et plus particulièrement : pratiques de gestion des risques, enseignements des crises de liquidité, mise en application de normes et de codes, questions de comptabilité et d'audit, et réassurance 	Septembre 2005
Groupe des Dix ¹	<i>Rapport sur le vieillissement et la réforme des systèmes de retraite ; réunion des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale</i>	<ul style="list-style-type: none"> Vieillesse et réforme des systèmes de retraite : incidence sur les marchés financiers et les politiques économiques 	Septembre 2005

¹ Giulio Tremonti, ministre italien de l'Économie et des Finances, a été élu Président du G 10 pour un mandat d'un an.
Sources : sites Internet des organisations citées (www.bis.org et www.fsforum.org). Tableau 1

Groupe des Dix

Évolution actuelle des régimes de retraite...

...et son influence sur les marchés financiers

À la demande des Suppléants, le G 10 a établi un *rapport sur les implications, pour les marchés financiers et les politiques économiques, des réformes des systèmes de retraite sur fond de vieillissement démographique*. Le document présente l'évolution actuelle des régimes de retraite. Il montre, en particulier, la part croissante des plans de retraite privés (par opposition aux plans publics) et note une tendance à privilégier les systèmes à cotisations, et non plus à prestations, définies. La mutation des régimes de retraite, publics et privés, et le rôle accru des fonds de pension pourraient augmenter notablement l'influence de l'épargne-retraite et donc des flux de capitaux correspondants sur les marchés financiers. Ainsi, il y a lieu de se demander si les fonds de pension, qui gèrent des portefeuilles toujours plus importants, ne risquent pas, en modifiant l'allocation de leurs actifs suite à une réorientation stratégique ou à des changements d'ordre comptable ou réglementaire, d'influer sur le niveau et la volatilité des prix des actifs.

Le rapport formule des recommandations qui s'articulent autour de trois thèmes : i) surveillance et réglementation ; ii) offre d'instruments financiers adéquats ; iii) protection des retraités ou de leurs ayants droit et éducation financière. Premièrement, régulateurs et superviseurs ont un rôle à jouer : mettre au point des normes visant à améliorer la gestion des risques, la transparence, la gouvernance et les normes comptables dans les fonds de pension. Ils peuvent aussi favoriser l'harmonisation des règles de financement et des normes prudentielles¹. Deuxièmement, les gouvernements pourraient œuvrer au développement de certains marchés et instruments financiers utiles pour l'épargne-retraite : notamment obligations de durée très longue et obligations liées à un indice, ou produits par capitalisation tels les rentes et certains produits immobiliers modulables. Troisièmement, à mesure que s'opère un transfert de risques sur les ménages, il apparaît nécessaire de réfléchir à la protection des retraités et de leurs ayants droit, à l'amélioration de l'éducation financière et au conseil.

Recommandations dans plusieurs domaines : surveillance et réglementation...

...offre d'instruments à long terme...

...protection des retraités

Après examen du rapport lors de leur réunion du 25 septembre, les ministres et les gouverneurs du G 10 ont noté que, d'une manière générale, les mesures qu'ils décident peuvent être le fruit d'un compromis, par exemple entre liberté de choix des placements et contrôle prudentiel efficace, ou entre maximisation des rendements et sécurité du revenu des retraités. Le juste équilibre entre des objectifs contradictoires est largement un choix de société et l'on ne peut guère s'attendre à ce que les pays s'accordent sur la voie à suivre.

¹ La solution serait peut-être de mettre en place des incitations fiscales.