

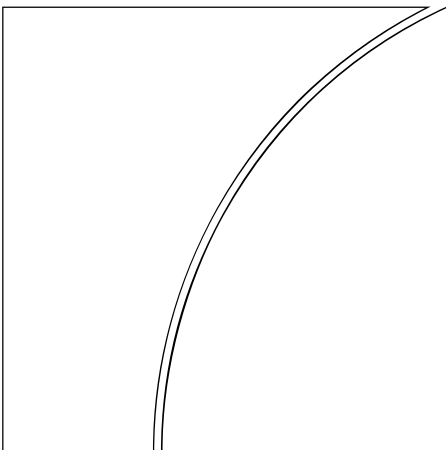


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Rapport trimestriel BRI

Mars 2001

Activité bancaire et
financière internationale



Rapport trimestriel BRI
Département monétaire et économique

Comité de rédaction:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

S'adresser à Eli Remolona (tél: (+41 61) 280 8414; mél: eli.remolona@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 Rainer Widera (tél: (+41 61) 280 8425; mél: rainer.widera@bis.org) pour les statistiques.

Pour obtenir des exemplaires des publications ou pour toute addition/modification à la liste de distribution, s'adresser à:

Banque des Règlements Internationaux
Services Information, presse et bibliothèque
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, 2001. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1019-9187

Également publié en allemand, anglais et italien.

Rapport trimestriel BRI

Mars 2001

| | |
|---|----|
| I. Vue d'ensemble: les marchés affectés par les signes de ralentissement | 1 |
| <i>Adaptation des courbes des rendements et des cours de change aux révisions des perspectives</i> | 2 |
| <i>Actions: déprime due aux avertissements sur les résultats</i> | 5 |
| <i>Entreprises: hiérarchisation des marges en fonction de l'endettement</i> | 7 |
| <i>Marchés émergents: ralentissement inégal des émissions de titres</i> | 11 |
| <i>Encadré: Tarification des actions de la zone euro: les pratiques de place devancent les structures institutionnelles</i> | 14 |
| II. Principaux aspects des financements internationaux | 16 |
| 1. Marché bancaire | 16 |
| <i>Forte augmentation des dépôts des pays en développement</i> | 17 |
| <i>Quasi-stabilité des créances sur les pays en développement</i> | 18 |
| <i>L'interbancaire stimulé par les dépôts et les transactions interétablissements</i> | 20 |
| <i>Rebond des prêts au secteur non bancaire européen</i> | 20 |
| <i>Encadré: Crédits consortiaux au quatrième trimestre 2000</i> | 21 |
| <i>Persistance d'importantes acquisitions de titres américains et européens</i> | 23 |
| <i>Encadré: Recentrage des statistiques bancaires consolidées BRI</i> | 24 |
| 2. Marché des titres de dette | 26 |
| <i>Déplacement vers le court terme par suite de l'ampleur des marges</i> | 27 |
| <i>Présence toujours active des agences fédérales américaines et retrait des télécoms</i> | 28 |
| <i>Préférence confirmée pour le dollar EU</i> | 29 |
| <i>Repli des économies émergentes</i> | 29 |
| <i>Encadré: Les banques centrales gèrent-elles activement leurs réserves en dollars EU?</i> | 31 |
| 3. Marchés dérivés | 33 |
| <i>Marchés organisés: légère progression</i> | 33 |
| <i>Reprise induite par les contrats sur indices boursiers</i> | 34 |
| <i>Vigueur des contrats du marché monétaire</i> | 34 |
| <i>Instruments à revenu fixe: déplacement des références</i> | 35 |
| <i>Redressement des marchés organisés sur l'année 2000</i> | 36 |
| <i>Encadré: Les principaux marchés organisés en 2000</i> | 37 |
| III. Études | 39 |
| Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références | 39 |
| <i>Marché monétaire: déplacement des références</i> | 40 |
| <i>Marché obligataire: déplacement des références?</i> | 43 |
| <i>Conclusion</i> | 46 |
| Renforcement des systèmes financiers par l'application de normes internationales | 47 |
| <i>Stratégie d'ensemble</i> | 47 |
| <i>Conclusion</i> | 51 |

| | |
|---|----|
| IV. Évolutions structurelles et réglementaires | 55 |
| <i>Initiatives et rapports concernant les établissements financiers</i> | 55 |
| <i>Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur</i> <i>infrastructure</i> | 56 |
| <i>Encadré: Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres</i> | 62 |

Annexe statistique

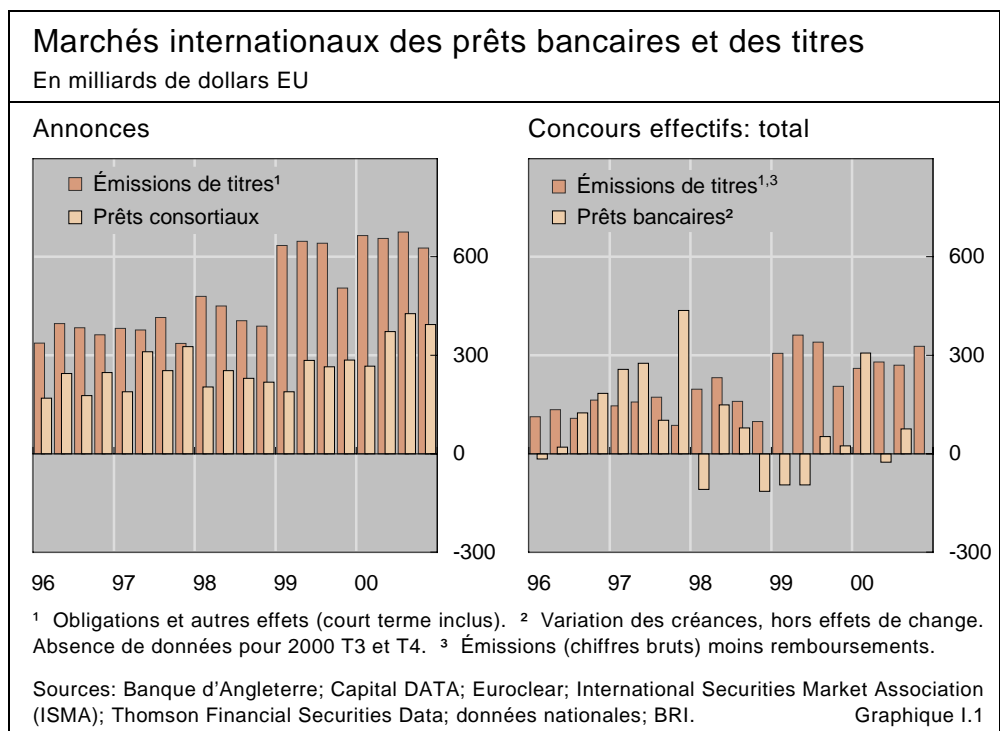
Liste des publications récentes de la BRI

I. Vue d'ensemble: les marchés affectés par les signes de ralentissement

Au quatrième trimestre 2000, les anticipations d'un ralentissement de l'économie mondiale ont contribué à infléchir à la baisse les courbes des rendements, à élargir les marges de crédit et à accentuer le mouvement de repli sur des marchés des actions déjà faibles. L'attention s'est concentrée sur les États-Unis, où les données macroéconomiques ont renforcé l'idée d'un tassement probable de l'activité au premier semestre 2001. Les avertissements sur les résultats des sociétés et les déclassements de crédit ont aussi lourdement pesé sur les marchés des actions et des titres de dette, révélant des problèmes d'endettement excessif dans le secteur des entreprises. Même sur le marché du papier commercial, par nature plus stable, les marges de crédit sont devenues anormalement élevées et volatiles.

Les fluctuations des marchés ont également montré à quel point les perspectives aux États-Unis amenaient à réévaluer la croissance attendue dans les autres régions. L'appréciation de l'euro a laissé penser que les investisseurs jugeaient l'économie européenne capable de conserver son dynamisme, mais la pente descendante adoptée par la courbe des contrats d'échange dans cette monnaie indiquait aussi le risque de répercussions possibles du ralentissement aux États-Unis. La dépréciation du yen et la baisse de la Bourse de Tokyo ont traduit la croyance à un retour d'une croissance plus faible au Japon. La divergence des marges sur les emprunteurs souverains a reflété les différences d'appréciation des investisseurs sur les perspectives des économies émergentes, certaines paraissant aller au-devant de sérieuses difficultés et d'autres connaissant une reprise irrégulière mais constante au sortir des crises récentes.

En janvier 2001, un retournement général s'est produit. La réduction-surprise de 50 points de base de l'objectif des fonds fédéraux, opérée par la Réserve fédérale le 3 janvier, puis le nouvel abaissement de 50 points, le 31 janvier, ont dynamisé aussi bien les actions que les obligations, du moins temporairement. L'accentuation des courbes des rendements, l'amorce d'une forte reprise des marchés des actions et le rétrécissement des marges de crédit ont été autant d'éléments donnant à penser que les opérateurs prévoyaient que le ralentissement éventuel serait relativement bref. La détente



des conditions du marché a stimulé les émissions des emprunteurs les moins bien notés et des économies émergentes. En février, toutefois, les marchés des actions ont abandonné une grande partie de leurs gains, de nouveaux signes de faiblesse des bénéfices étant apparus dans le secteur technologique.

En dépit de conditions défavorables, les financements sur les marchés internationaux des titres et du crédit sont restés dynamiques au quatrième trimestre (graphique I.1), même si les banques et les souscripteurs ont marqué leur préférence pour les meilleures signatures. Les émissions nettes de titres des sociétés non financières, américaines notamment, ont diminué, les agences gouvernementales et les institutions financières maintenant cependant une présence active. Globalement, les émissions nettes des pays en développement ont vivement régressé en raison de la hausse des indices larges des marges de crédit, mais les primes qui leur sont appliquées et leur accès au marché ont largement divergé selon leur notation.

Adaptation des courbes des rendements et des cours de change aux révisions des perspectives

Après plusieurs mois durant lesquels les marchés reflétaient les incertitudes sur l'évolution à court terme de l'économie américaine, les statistiques publiées en novembre et décembre ont contribué à convaincre les intervenants que l'économie allait connaître un ralentissement marqué par rapport aux rythmes de croissance élevés des dernières années. Les mauvaises nouvelles ont culminé avec l'enquête de l'Association nationale des directeurs d'achats (NAPM), le 2 janvier 2001, qui laissait entrevoir une stagnation du secteur

Les statistiques américaines présagent un ralentissement ...

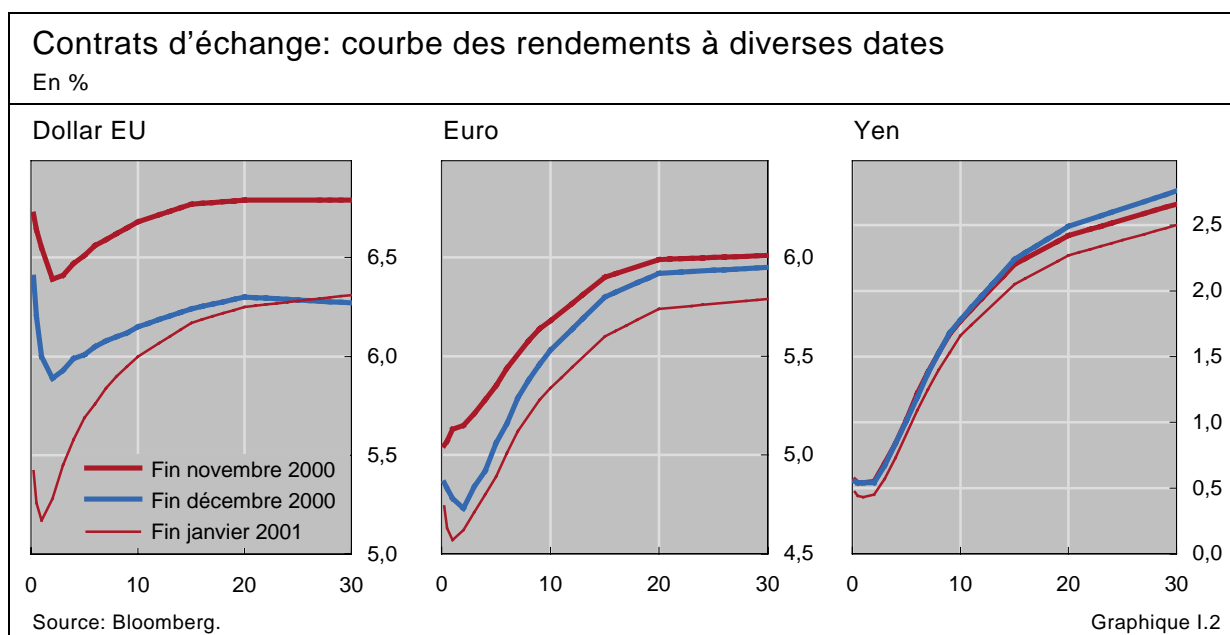
industriel. Des statistiques ultérieures ont chiffré à 1,4% en rythme annuel le taux de croissance du PIB au quatrième trimestre 2000.

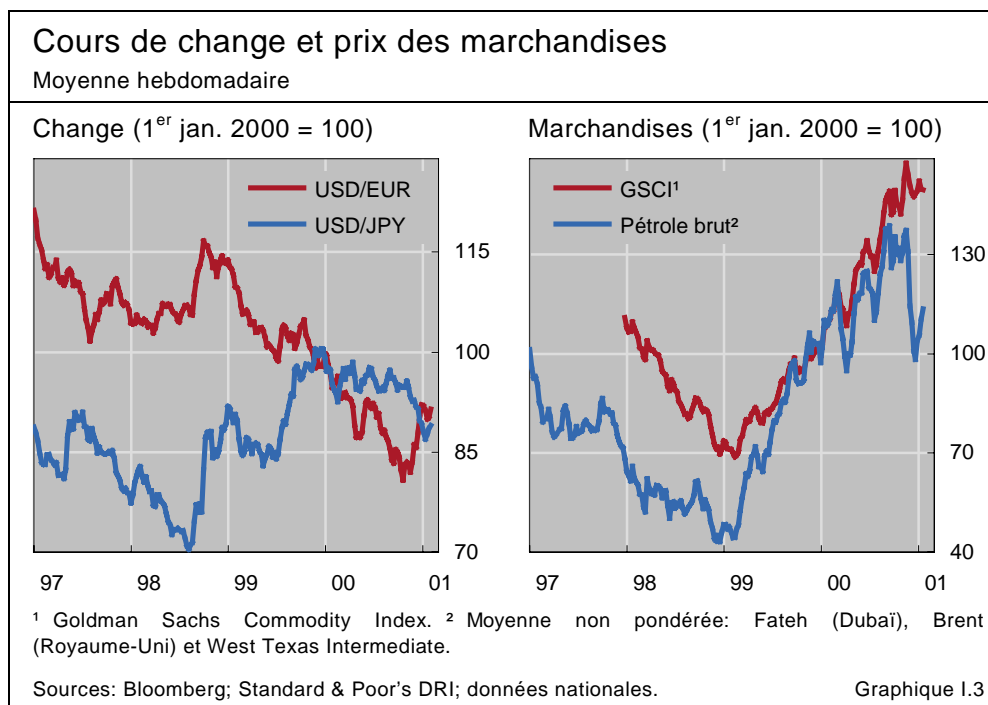
... qui, d'après la courbe des rendements, sera de courte durée ...

L'évolution de la courbe des rendements des contrats d'échange en dollars EU indique la variation des anticipations concernant l'ampleur et la durée du ralentissement. Les signes de plus en plus clairs d'affaiblissement de l'économie et l'attente d'un assouplissement monétaire ont entraîné un abaissement général de la courbe en novembre et en décembre. Son profil relativement plat durant cette période donne à penser que les intervenants s'attendaient à un ralentissement prolongé. Après la réduction de 6,5% à 6%, le 3 janvier, de l'objectif des fonds fédéraux, l'accentuation de la pente au-delà de deux ans montre que ce ralentissement semblait alors devoir peu durer (graphique I.2). Le brusque plongeon de la courbe aux échéances rapprochées reflète la prise en compte d'une détente par la Fed, pouvant atteindre jusqu'à 100 points de base, avant le troisième trimestre 2001.

... bien que la pente reflète aussi des opérations de couverture hypothécaire

Deux facteurs, outre les perspectives de l'activité et de la politique monétaire, ont influencé la courbe des rendements du dollar EU: le raccourcissement de la duration effective des portefeuilles hypothécaires et la modification correspondante des positions de couverture des opérateurs. Comme lors de périodes récentes de baisse des taux d'intérêt, une hausse des refinancements de prêts hypothécaires est venue réduire la duration effective des titres fondés sur les flux de remboursements. Les opérateurs ont donc adapté la duration de leurs positions de couverture. Or, s'ils le faisaient auparavant en ajustant leurs positions courtes sur titres du Trésor américain, la liquidité insuffisante de ce marché les a amenés à se tourner vers les contrats d'échange, dont la pente de la courbe s'est accentuée dans la tranche 2-5 ans et aplatie pour les échéances plus longues. Cela a peut-être aussi contribué à comprimer les marges sur contrats d'échange à une période où les autres marges de crédit augmentaient (voir ci-après).





Les opérateurs ont également anticipé une réduction des taux à court terme sur la courbe des contrats d'échange en euros, même si la Banque centrale européenne n'est pas revenue sur ses mesures de rigueur monétaire du premier semestre 2000. La baisse de la courbe des rendements de l'euro correspond à la moitié environ de celle du dollar EU. Le reflux des prix du pétrole (graphique I.3) et le renforcement de l'euro ont atténué la crainte d'un dépassement de l'objectif d'inflation de la BCE en 2001. Ces anticipations de détente monétaire semblent moins liées à une incidence directe du ralentissement américain sur les exportations nettes européennes (que l'on prévoit limitée) mais plutôt à d'éventuelles répercussions en Europe sur les rendements des placements et la confiance des entreprises, reflétant notamment les nombreuses acquisitions récentes de sociétés américaines. L'assouplissement monétaire devrait cependant être modéré, car les prévisions tablent sur une croissance fondamentalement stable et un recul du chômage dans la zone euro.

Baisse des rendements dans la zone euro également ...

Au Japon, la courbe des rendements des contrats d'échange en yens n'a que peu diminué, à partir de niveaux déjà très faibles, il est vrai. Son aplatissement dans le segment long tend à montrer que les perspectives de reprise durable se sont estompées, étant donné la lenteur des réformes structurelles et la fragilité persistante du secteur bancaire. Le ralentissement économique aux États-Unis a également fait redouter des répercussions négatives sur les exportations japonaises et les investissements technologiques des entreprises, au moment même où les précédents programmes de relance budgétaire avaient de moins en moins d'effet sur la demande intérieure. Le plongeon des cotations boursières a en outre suscité des préoccupations envers les banques nippones, dont le bilan paraît souvent très exposé à l'égard des cours des actions.

... et, dans une faible mesure, au Japon

L'évolution des perspectives de croissance des trois grandes zones économiques s'est reflétée sur les changes: l'euro s'est vivement redressé face au dollar EU de début novembre jusqu'à janvier et le yen s'est affaibli par rapport à l'euro et au dollar EU en décembre et durant la première quinzaine de l'année (graphique I.3). L'appréciation de l'euro s'est accompagnée d'une augmentation des émissions nettes dans cette monnaie, ce qui a confirmé le schéma observé les trimestres précédents d'une concentration des émissions sur les monnaies plus fortes (voir pages 26-30).

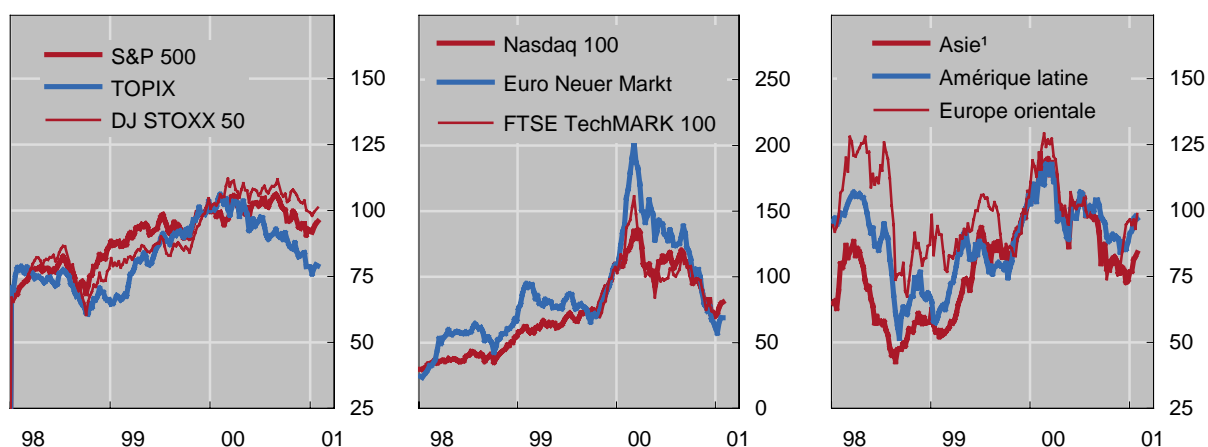
Actions: déprime due aux avertissements sur les résultats

Révision en baisse des bénéfices entraînant un recul des valeurs technologiques ...

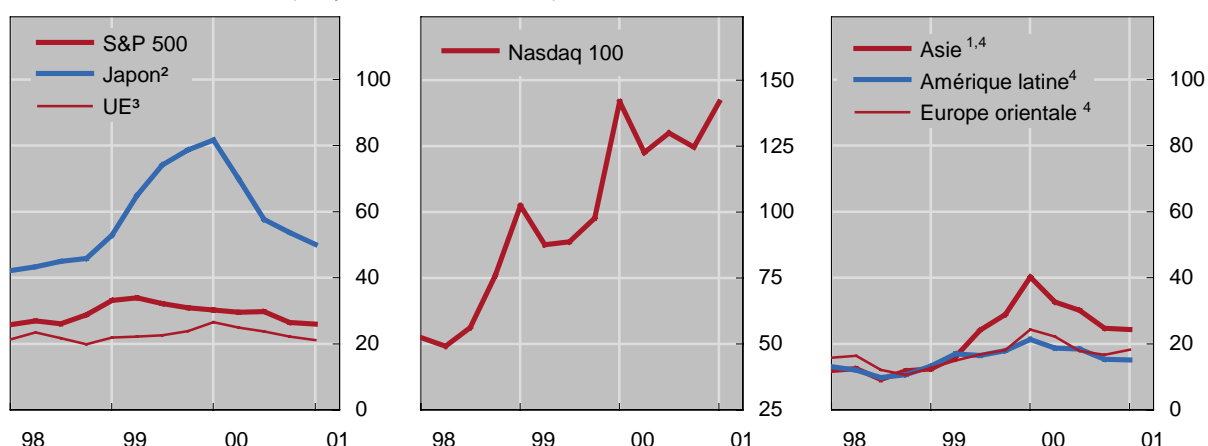
La correction amorcée en avril sur les marchés mondiaux des actions s'est accélérée au quatrième trimestre (graphique I.4). De manière générale, c'est le secteur technologique qui a été le plus touché, plusieurs facteurs continuant de peser sur les valorisations: une série d'avertissements sur les résultats, de

Indicateurs boursiers

Indices (moyenne hebdomadaire; fin décembre 1999 = 100)



Ratios cours/bénéfices (moyenne trimestrielle)



¹ Hors Japon. ² Ratio calculé (par Datastream) pour l'ensemble du marché. ³ Moyenne pondérée des principaux pays. ⁴ Indice SFI Investable.

Sources: Bloomberg; Datastream; SFI; données nationales.

Graphique I.4

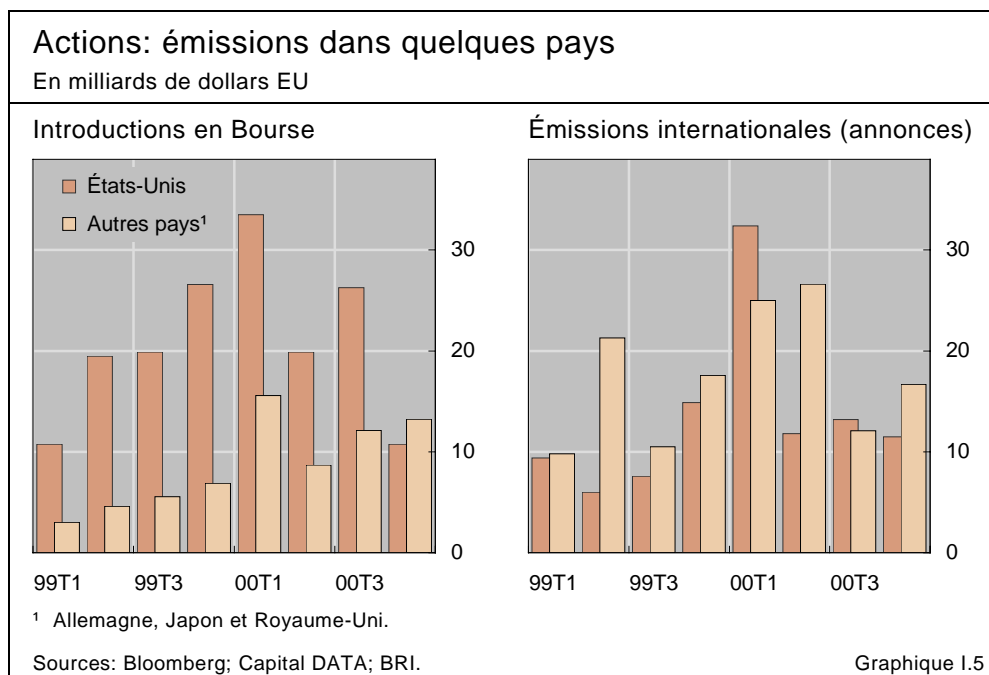
mauvais chiffres de ventes et des déclassements de valeurs vedettes. En octobre, AT&T, Cisco et Lucent, par exemple, ont lancé des avertissements sur leurs résultats. En novembre, les ventes particulièrement faibles d'un grand détaillant de jouets sur Internet ont provoqué une réduction de moitié de sa capitalisation boursière. Le Nasdaq 100 a chuté de 34% au cours du trimestre. Comme souvent ces derniers temps, les secteurs technologiques en Europe ont suivi le mouvement, les indices Euro Neuer Markt et FTSE TechMARK 100 perdant respectivement 45% et 32%¹. Sur ces marchés, les ratios cours/bénéfices sont pourtant restés nettement supérieurs aux niveaux habituels; cela semble indiquer que, malgré cette érosion des valorisations, les intervenants escomptent un retour rapide à des taux de croissance élevés des bénéfices.

C'est l'ensemble des actions qui a souffert de la détérioration progressive des perspectives concernant les bénéfices. Au quatrième trimestre, 744 entreprises américaines ont publié des avertissements sur leurs résultats et 161 seulement de bonnes nouvelles. L'indice Standard & Poor's 500 a régressé de 8%, le Dow Jones STOXX 50 européen de 5% et le TOPIX japonais de 13%. Une des conséquences de ces turbulences aura été l'augmentation du volume de dérivés sur actions, les intervenants cherchant à se protéger contre l'accroissement de la volatilité (voir pages 33-36).

La mauvaise tenue des actions au quatrième trimestre, notamment avec la chute des valeurs technologiques, a fortement freiné les introductions en Bourse aux États-Unis, même si la tendance a été moins nette sur les autres grands marchés (graphique I.5). Les émissions d'actions internationales

... et un repli boursier général

Ralentissement des introductions en Bourse ...



¹ Cette tendance récente des marchés des actions à suivre une évolution parallèle segment par segment est examinée, pour la zone euro, dans l'encadré en fin de section.

(augmentations de capital comprises) sont, elles, restées stables; quelques entreprises, qui s'étaient lourdement endettées en vue de recourir plus tard aux marchés des actions pour rembourser leur dette, ont dû y renoncer en raison de ces conditions difficiles, imposant parfois aux banques une exposition non désirée.

... les marchés étant sensibles aux données économiques ...

Comme pendant la majeure partie de 2000, les actions technologiques américaines ont fortement réagi aux statistiques macroéconomiques. Les baisses les plus marquées du Nasdaq ont eu lieu, en octobre et décembre, le jour même de l'annonce des chiffres des emplois non agricoles et des résultats de l'enquête NAPM. Pour leur part, les intervenants sur titres du Trésor EU ont eu tendance à réagir aux entrées et sorties de capitaux attendues sur le marché des actions plutôt qu'aux répercussions de l'évolution macroéconomique sur la courbe des rendements. Le jour où la Fed a effectué sa réduction inattendue des taux, par exemple, les rendements des titres à 5 ans et 10 ans ont en fait augmenté, les investisseurs dénouant leurs positions de précaution pour revenir sur le marché des actions. C'est seulement le lendemain que la modification des anticipations liée à la détente monétaire s'est traduite par une baisse.

... pour se stabiliser après la réduction des taux par la Fed

Les marchés des actions ont paru reprendre confiance après la réduction des taux par la Fed, le 3 janvier. Ce jour, le Nasdaq 100 a gagné 19%, record absolu sur une séance. Après des fluctuations désordonnées pendant plusieurs jours, il a commencé à remonter régulièrement, la hausse atteignant 11% sur le mois. Le S&P 500 a pris 5% le jour de la détente des taux et augmenté de 3% sur le mois. Les Bourses européennes ont suivi une évolution semblable, une volatilité initiale faisant place à une avancée continue, tandis que la place japonaise restait dans l'ensemble atone. De même que les secteurs technologiques avaient été les premiers à plonger en 2000, ils ont donné le signal du redressement en janvier. Les marchés des actions des pays émergents, en particulier Taiwan et Corée, ont généralement suivi les indices des valeurs technologiques des pays industrialisés, avec une chute au quatrième trimestre, puis une remontée début 2001. Avec de nouvelles révisions en baisse des prévisions de bénéfices dans le secteur technologique, les marchés mondiaux des actions ont dû céder, début février, une bonne partie du terrain gagné.

Entreprises: hiérarchisation des marges en fonction de l'endettement

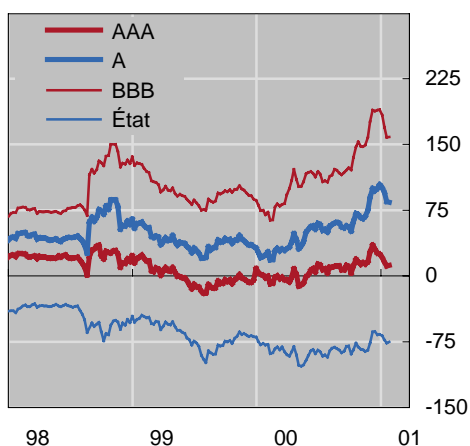
Hausse des marges face aux préoccupations suscitées par l'endettement ...

Les signes de ralentissement économique aux États-Unis ont entraîné une forte hausse des marges de crédit pour plusieurs catégories de titres durant les derniers mois de 2000 (graphique I.6). Après avoir absorbé un accroissement notable des émissions de titres par les entreprises, les investisseurs se sont montrés de plus en plus inquiets face à l'ampleur de leur endettement. Ces craintes se sont concrétisées quand la croissance des bénéfices des sociétés a paru menacée. Bien que la hausse des marges

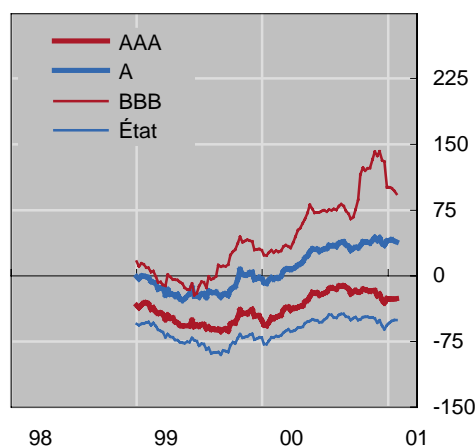
Obligations d'État et d'entreprises: marges de crédit¹

En points de base

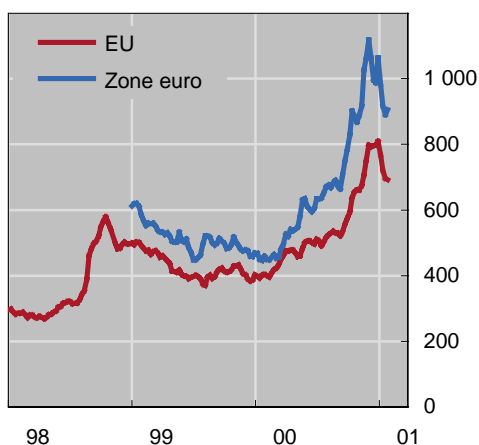
États-Unis



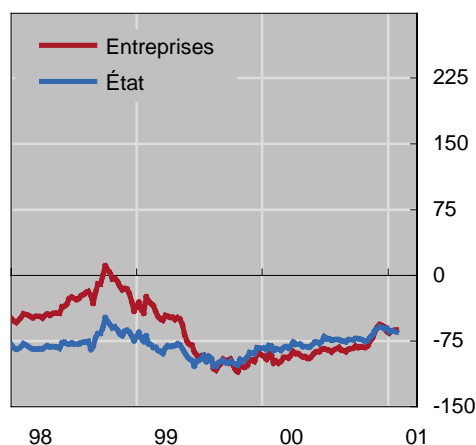
Zone euro



Haut rendement



Japon



¹ Écart de rendement de l'indice obligataire Merrill Lynch par rapport au taux des contrats d'échange 10 ans; moyenne hebdomadaire.

Sources: Bloomberg; Merrill Lynch.

Graphique I.6

ait commencé dès les turbulences sur le marché des actions au printemps, elle s'est particulièrement accentuée à l'automne. La détérioration des perspectives économiques en fin d'année n'a pas seulement renforcé le scepticisme des investisseurs vis-à-vis des stratégies d'endettement des télécoms, elle a également fait naître des préoccupations à l'égard d'autres sociétés lourdement endettées. Des problèmes sectoriels, comme les difficultés rencontrées par les producteurs d'électricité en Californie, leur ont rappelé que même les créances sûres en apparence sont exposées à de brusques revers de fortune.

Cette élévation des marges au quatrième trimestre correspond clairement à une hiérarchisation des risques de crédit. Elle a particulièrement affecté les titres à haut rendement: l'indice US High Yield Master de Merrill Lynch (instruments en dollars EU) montre que leur prime par rapport aux taux des contrats d'échange est passée d'environ 530 à près de 800 points de base

... surtout pour les obligations à haut rendement ...

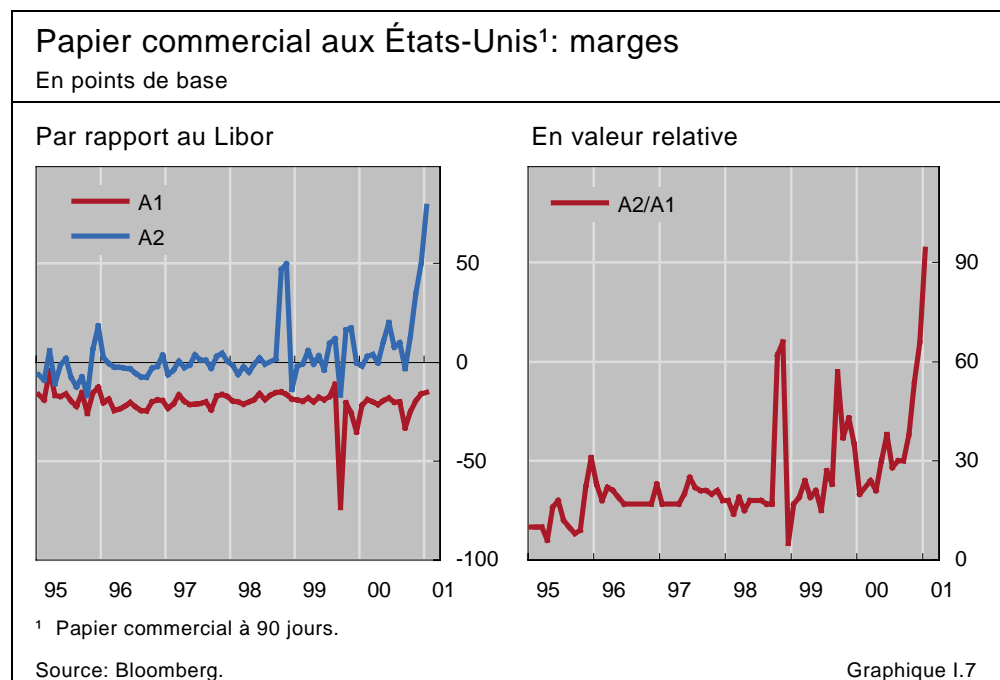
... mais aussi pour les crédits de bonne qualité moins bien notés ...

... et pour le papier commercial

entre début septembre et la fin de l'année. Un indice comparable euro est monté de 670 à près de 1 000 points de base pendant ce temps, sous l'effet notamment de la défaillance d'Esprit Telecom, le 15 décembre. Les marges n'ont pas varié autant pour les titres de bonne qualité: elles ont augmenté de quelque 70 points de base pour les obligations BBB en dollars EU et très peu bougé pour les obligations AAA. La même différenciation a pu être observée pour les émissions en euros, où les marges s'étaient déjà fortement accrues en début d'année, avant de se stabiliser pendant l'été à des niveaux historiquement élevés.

Les craintes suscitées par la qualité de crédit des entreprises ont également touché le papier commercial, du fait en partie que certains emprunteurs se sont tournés vers le marché monétaire (voir II.2) à un moment où les banques étaient peu disposées à accroître leurs prêts. À signaler à cet égard que les agences de notation ont déclassé la dette de Xerox, grand émetteur dans ce segment, ce qui a contraint l'entreprise à tirer sur sa ligne de substitution, que les banques auraient été réticentes à activer. De plus, deux gros producteurs californiens d'électricité ont fait défaut en janvier.

Si le creusement des écarts de rendement entre les émissions en dollars EU les mieux notées (A1/P1) et les moins bien notées (A2/P2) est devenu fréquent en fin d'année, il a pris cette fois une ampleur inhabituelle (graphique I.7). Pendant une courte période, le différentiel a même été supérieur à ce qu'il était après le moratoire russe et l'épisode LTCM en 1998, voire au moment du passage à l'an 2000 (lorsque les taux interbancaires se sont tendus davantage que ceux du papier commercial).



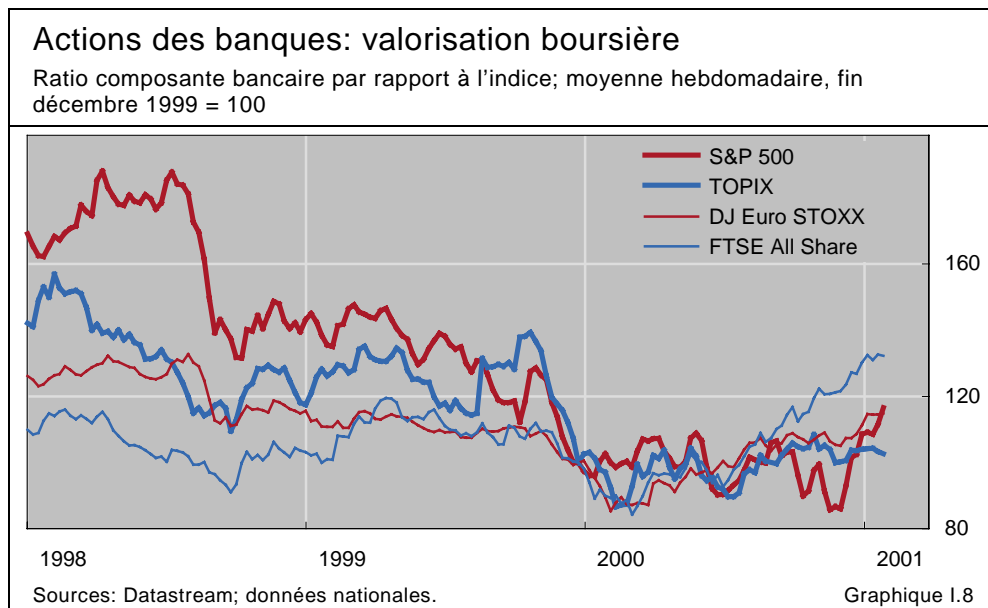
En janvier 2001, la réduction des taux d'intérêt par la Fed et le redressement connexe du marché des actions ont abaissé les marges à la fois pour les titres à haut rendement et pour les valeurs de bonne qualité. Après un retour initial au niveau antérieur, les marges sont redevenues exceptionnellement élevées en fin de mois, les investisseurs continuant à se défier des emprunteurs de moindre qualité.

Les émissions nettes, notamment d'obligations à taux fixe à long terme, des résidents américains et des économies en développement ont été freinées par l'ampleur des marges. Elles ont cependant progressé, dans l'ensemble, grâce aux banques, sur le marché monétaire, et aux emprunteurs européens et institutions internationales, sur l'obligataire. Les émissions d'entités établies aux États-Unis et dans les marchés émergents ont redémarré en janvier, favorisées par la contraction des marges et un regain d'optimisme après la réduction des taux d'intérêt par la Fed. Les valeurs à haut rendement en ont particulièrement profité: Charter Communications, notée B+/B2, a collecté \$1,75 milliard sur le marché intérieur américain le 5 janvier.

Si la détérioration de la qualité de crédit perçue fin 2000 a surtout affecté les marges sur les titres, son incidence possible sur le secteur bancaire a fait naître des préoccupations. Plusieurs banques, surtout en Europe, étaient jugées trop engagées vis-à-vis des télécoms (voir encadré sur les prêts consortiaux page 21). Il était à craindre, en outre, que les emprunteurs moins bien notés, incapables d'émettre du papier commercial en raison des turbulences sur ce marché, effectueraient des tirages sur les lignes de substitution, alourdissant ainsi les risques dans les portefeuilles bancaires. Or, les crédits consortiaux à cet effet ont connu une forte expansion ces dernières années, se situant à \$92,4 milliards en 2000, contre \$59 milliards en 1999 et \$42 milliards en moyenne annuelle de 1992 à 1998.

Freinage des émissions nettes d'obligations

Préoccupations pour les banques ...



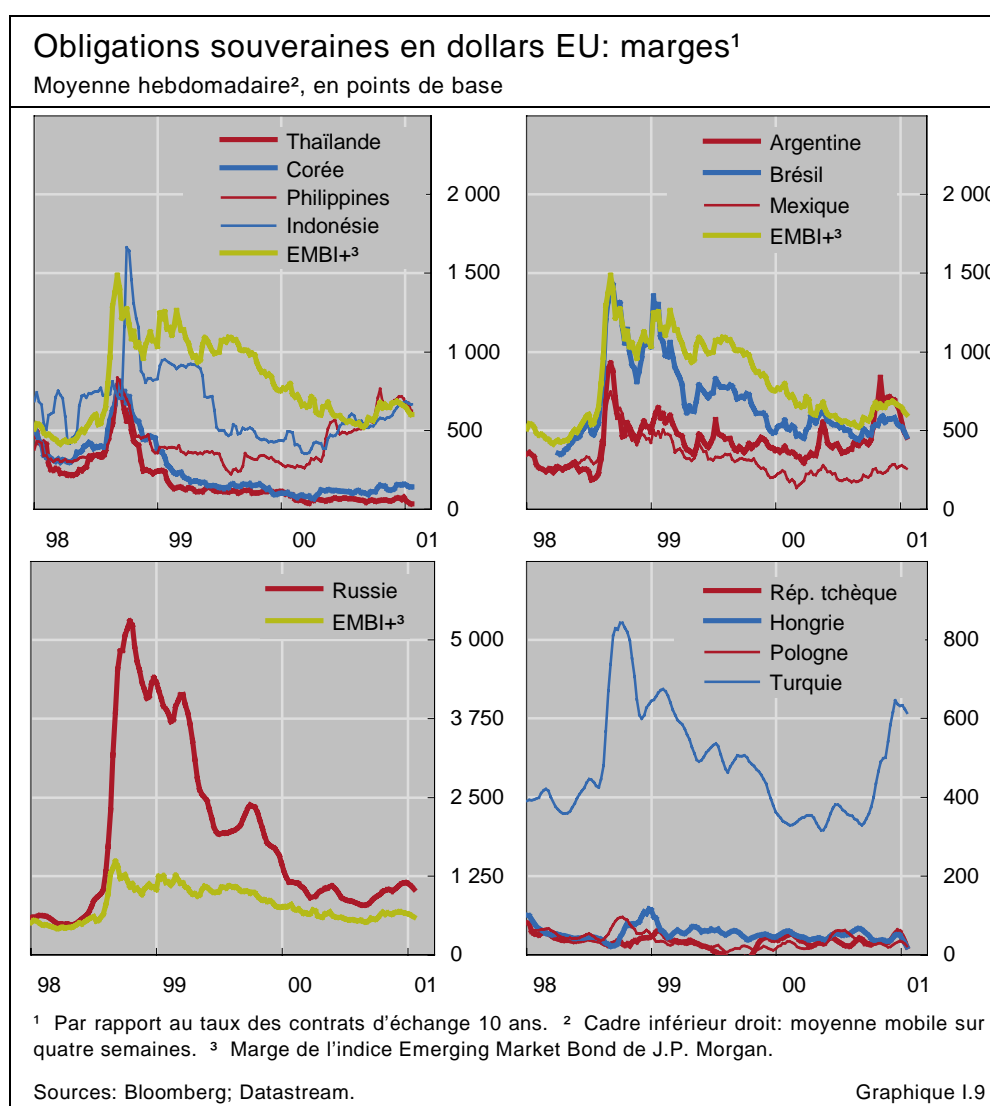
... mais leurs actions suivent les indices larges

Il n'est pas facile d'apprécier l'ampleur des risques perçus. Cependant, les valorisations boursières du secteur bancaire des économies avancées en 2000 amènent à conclure que ces risques n'ont pas été jugés si importants (graphique I.8). Les actions bancaires au Royaume-Uni ont, en effet, obtenu des résultats supérieurs à l'indice, tandis qu'aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, elles ont pour l'essentiel suivi son évolution. Il convient toutefois de noter que les secteurs bancaires avaient auparavant eu tendance à être à la traîne et que les indices larges ont eux-mêmes enregistré une baisse substantielle en 2000.

Marchés émergents: ralentissement inégal des émissions de titres

Hausse des marges pour les émetteurs des marchés émergents ...

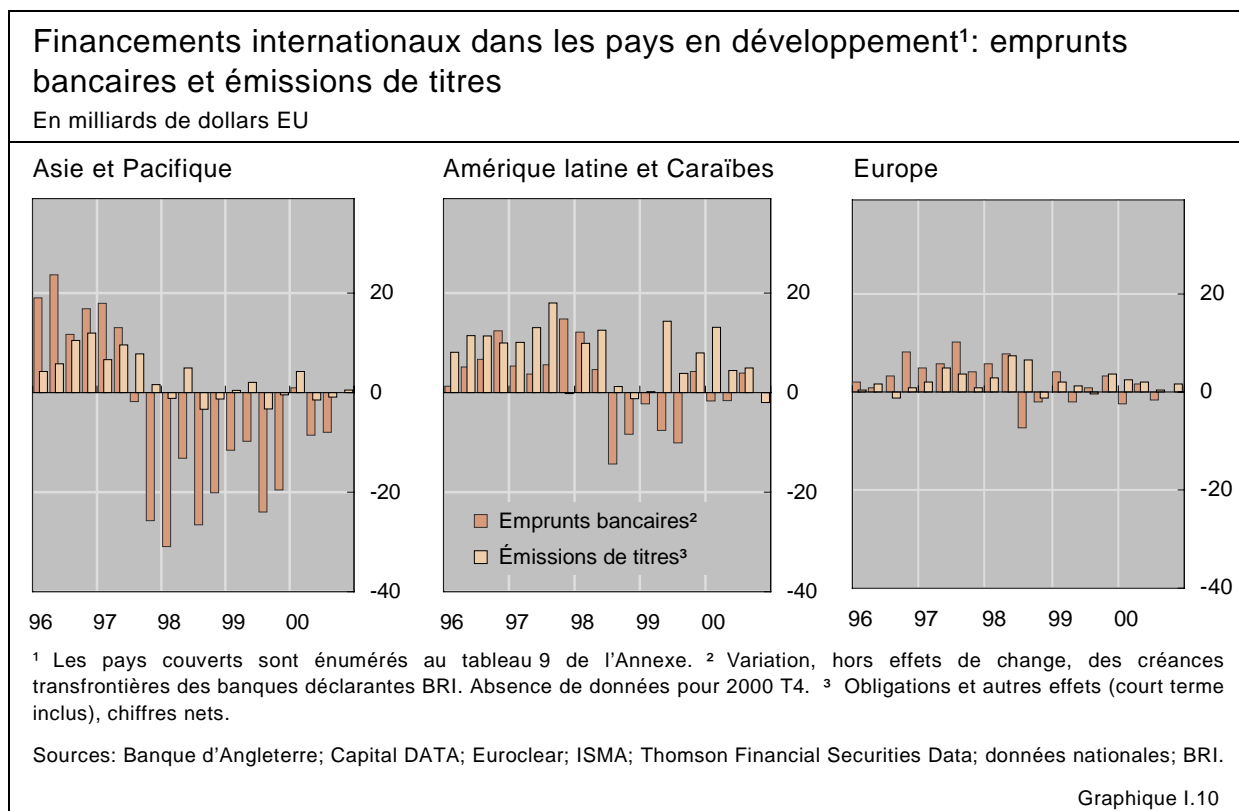
Dans les économies émergentes, les perspectives de croissance se sont assombries au quatrième trimestre, par crainte que la baisse de la demande aux États-Unis ne freine les exportations et les flux d'investissements. En outre, une instabilité financière en Argentine et en Turquie a rappelé que, dans de nombreux pays, le redressement demeure fragile et exposé à une perte de



confiance des marchés. La hausse des marges sur les crédits aux entreprises a rejailli sur la dette souveraine. Les investisseurs ont néanmoins veillé à différencier les pays en fonction de leur qualité de crédit perçue (graphique I.9). Si la prime de l'indice large EMBI+ par rapport aux taux des contrats d'échange en dollars EU est passée de 560 à 680 points de base entre octobre et la fin de l'année, les marges appliquées à de gros emprunteurs comme le Mexique, le Brésil, la Thaïlande et la Corée n'ont guère varié. Quant aux émetteurs souverains d'Europe centrale, leurs marges sont restées faibles, témoignant de leurs bons résultats économiques et des progrès continus de l'ouverture à l'Est de l'Union européenne.

... mais avec hiérarchisation

Les investisseurs n'ont pas tardé à réviser la tarification de la dette des pays en proie à des problèmes particuliers. Les marges ont ainsi doublé pour l'Argentine, lorsque sont apparus des doutes sur la capacité du gouvernement à appliquer les réformes budgétaires requises. La Turquie a subi des turbulences financières quand les difficultés d'une banque locale à forte croissance ont fait naître des inquiétudes sur la stabilité du système financier. Ces deux pays avaient été parmi les principaux emprunteurs au troisième trimestre (voir pages 16-23). Dans chaque cas, un programme de soutien du FMI a évité une crise plus grave et apporté le répit nécessaire à une véritable restructuration. L'Indonésie et les Philippines, notamment, ont vu se réduire leur accès au marché pour des raisons d'ordre politique; le changement de gouvernement aux Philippines, fin janvier, a depuis contribué à améliorer les perspectives pour la dette de ce pays.



Certains
emprunteurs se
tournent vers les
prêts consortiaux

Avec la hausse des marges et la montée des incertitudes entourant les perspectives mondiales, les émissions ont vivement régressé au quatrième trimestre pour pratiquement tous les résidents des marchés émergents (graphique I.10). Certains se sont tournés vers les prêts consortiaux, \$34 milliards de nouvelles facilités ayant été accordées, surtout aux meilleures signatures. D'autres emprunteurs potentiels, comme de nombreuses économies asiatiques, n'avaient pas de grands besoins de financement, en raison de la persistance d'excédents courants. En janvier 2001, les investisseurs se sont trouvés mieux disposés envers les émissions des marchés émergents, notamment parce que les réductions de taux de la Fed ont suscité un regain d'intérêt pour les titres à haut rendement. Plusieurs pays, dont le Brésil, ont ainsi obtenu des fonds substantiels durant les premières semaines de l'année, tandis que l'Argentine a échangé quelque \$5 milliards d'emprunts à court terme contre des obligations à plus longue échéance début février. Avec l'amélioration du sentiment, la prime de l'indice EMBI+ par rapport aux taux des contrats d'échange était revenue à 590 points de base fin janvier.

Tarifcation des actions de la zone euro: les pratiques de place devancent les structures institutionnelles

Effet pays et effet secteur

Kostas Tsatsaronis

La mise en place d'une infrastructure unifiée pour la négociation des actions en Europe demeure un objectif insaisissable pour les places organisées de la région. La résistance des structures institutionnelles nationales et des intérêts locaux contrecarre les efforts réitérés dans ce sens. L'échec récent du projet de fusion entre London Stock Exchange et Deutsche Börse constitue un cas d'espèce. Pourtant, les intervenants aspirent de plus en plus à un tel environnement depuis l'avènement de l'euro. Dans les mois qui ont précédé son instauration, la majorité des investisseurs institutionnels, banques d'affaires et gestionnaires d'actifs ont entrepris de sortir de leur cadre national pour conduire leur analyse et leur négociation sur actions à l'échelle européenne en fonction des secteurs d'activité.

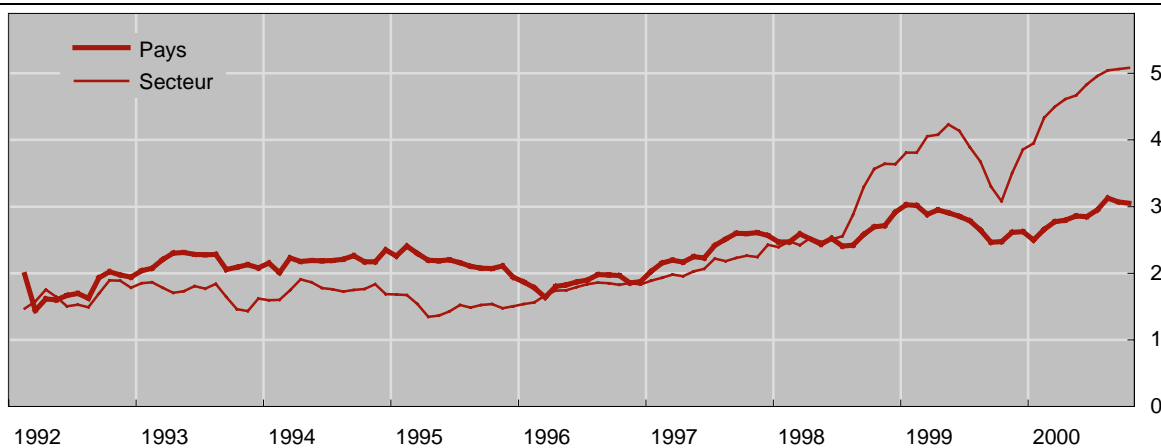
Cette réorganisation résulte d'évolutions économiques qui ont abouti à réduire l'importance relative des facteurs macroéconomiques propres à chaque pays affectant la tarification des actions de la zone euro. L'intégration économique au sein de l'Union européenne progresse depuis les années 60 avec la levée des barrières économiques et l'expansion constante des échanges commerciaux transfrontières. Le lancement de la monnaie unique a accéléré ce processus en éliminant le risque de change au niveau des économies de l'UEM. En outre, la création de l'Eurosystème a mis en place une orientation monétaire uniforme et le Traité de Maastricht a favorisé la cohérence des politiques budgétaires.

Par suite du synchronisme croissant des conditions économiques des divers pays, la tarification du risque sur actions repose de plus en plus sur les facteurs spécifiques aux secteurs industriels dans une perspective paneuropéenne. Des études récentes au sein des intervenants montrent que les trois quarts environ des gestionnaires d'actions européennes croient actuellement à la supériorité des stratégies de répartition des actifs fondées sur les secteurs industriels, alors que 10% seulement estiment que les facteurs pays restent prépondérants. Cette proportion était encore de 20% et 50% respectivement en 1997, ce qui montre le rôle joué par l'euro dans ce changement.

Le graphique illustre cette évolution du poids relatif des facteurs pays et secteur dans la tarification du risque sur actions. Le rendement mensuel des actions de très grandes sociétés de la zone euro se décompose en plusieurs éléments: risques de marché agrégés, effets spécifiques au pays, effets

Actions européennes: effet pays et effet secteur, moyennes sur 1992-2000

Surcroît de rendement, en points de %



Sources: Datastream; calculs BRI.

propres au secteur industriel et risque idiosyncrasique[®]. Les sociétés considérées figurent dans l'indice FTSE Eurotop 300 de neuf pays de la zone euro et sont regroupées en dix secteurs selon le système de classification FTSE. Par construction, l'effet pays et l'effet secteur estimés peuvent être interprétés comme le surcroît de rendement que rapporterait un portefeuille équilibré orienté sur le pays ou secteur considéré par rapport à un portefeuille dans lequel chaque pays et secteur serait représenté en proportion de sa capitalisation boursière. Le graphique indique des mesures de l'effet global pays et secteur sur les rendements, qui sont les moyennes, pondérées en fonction de la capitalisation boursière, du poids absolu des divers facteurs pays et secteur. Il apparaît que l'effet agrégé des facteurs sectoriels a fini par dépasser l'impact des facteurs pays dans les quelques mois qui ont précédé l'instauration officielle de la monnaie unique et que son importance ne cesse d'augmenter depuis deux ans.

Cette constatation montre bien qu'il est important de rationaliser le processus de négociation des actions dans la zone euro, actuellement caractérisé par des structures juridiques, institutionnelles et techniques fondées sur les marchés nationaux. Les gestionnaires d'actifs désireux de suivre des stratégies d'investissement à l'échelle européenne sont aujourd'hui confrontés à de multiples pratiques et conventions de places ainsi qu'aux particularités de plusieurs systèmes d'exécution et de règlement des opérations, étant donné que les places nationales demeurent le cadre de négociation naturel des actions individuelles. À cet égard, l'infrastructure institutionnelle semble marquer le pas sur la main invisible du marché dans leur dialectique évolutive.

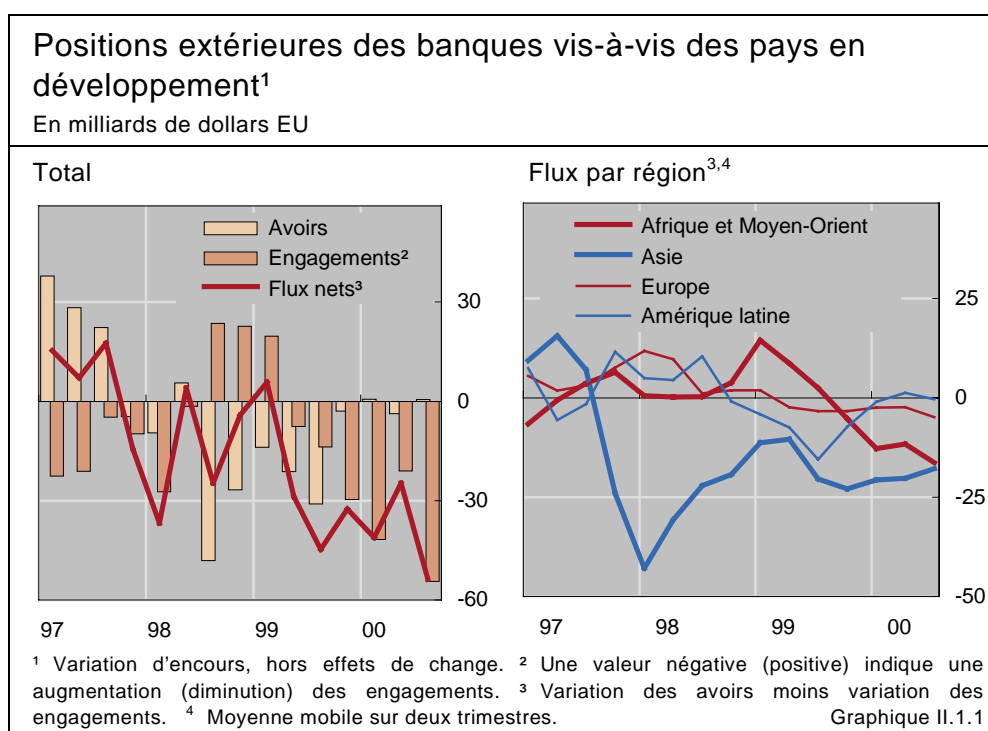
[®] La décomposition repose sur une technique de régression exposée par S. L. Heston et K. G. Rouwenhorst, «Does industrial structure explain the benefits of international diversification?», *Journal of Financial Economics*, vol. 36, n° 1, août 1994, et par K. G. Rouwenhorst, «European equity markets and the EMU», *Financial Analysts Journal*, mai/juin 1999.

II. Principaux aspects des financements internationaux

1. Marché bancaire

Au troisième trimestre 2000, d'importants transferts de fonds ont eu lieu des pays exportateurs de pétrole et des autres pays en développement vers les banques commerciales de la zone déclarante. De fait, les flux nets en provenance du monde en développement ont dépassé les sorties trimestrielles enregistrées lors des crises financières de 1997-99 (graphique II.1.1). Cette fois, cependant, les mouvements observés tiennent davantage à la vive augmentation des dépôts qu'à la diminution des créances. Les créances transfrontières sur les pays en développement n'ont pratiquement pas varié, de nouveaux remboursements d'Asie compensant les modestes crédits accordés à l'Argentine, au Brésil, à la Turquie et à quelques autres de ces pays.

Selon les dernières statistiques territoriales, la vive progression des dépôts des pays en développement s'est accompagnée d'un regain substantiel d'activité sur le marché bancaire international. L'encours des prêts



interbancaires s'est accru de \$68 milliards, avec le réacheminement de fonds, via diverses places bancaires, aux emprunteurs de pays développés. Les prêts transfrontières au secteur non bancaire de ces pays se sont gonflés de \$15 milliards, sous l'effet des tirages effectués sur des crédits consortiaux à des sociétés européennes de télécommunications. Les banques, japonaises en particulier, ont continué d'acquérir de gros montants de titres de dette et d'autres actifs émis par les résidents américains et européens.

Forte augmentation des dépôts des pays en développement

Les dépôts records des pays en développement ...

Les flux entre les banques et leur clientèle peuvent refléter des changements des deux côtés du bilan: à l'actif, en cas de nouveaux prêts ou d'achats de titres, et au passif, sous forme d'augmentation des dépôts. Entre 1997 et 1999, les modifications touchant l'actif des bilans bancaires expliquent l'essentiel des sorties nettes des pays en développement vers les établissements de la zone déclarante; autrement dit, le volume des remboursements était largement supérieur à celui des octrois de crédits (graphique II.1.1). Depuis quelques trimestres, l'actif des banques vis-à-vis des pays en développement s'est plus ou moins stabilisé. C'est donc par suite de l'évolution au passif, en l'occurrence la forte progression des dépôts des pays exportateurs de pétrole, que des montants substantiels ont continué d'aller des pays en développement vers les banques commerciales étrangères.

... stimulent les sorties nettes vers les banques internationales

En augmentation régulière depuis mi-1999, ces flux de dépôts vers les banques déclarantes ont atteint le montant record de \$54 milliards au troisième trimestre 2000 (tableau II.1.1). Cette accélération, conjuguée à la quasi-stabilité des créances bancaires sur ces pays, a porté les sorties nettes de cette zone à \$120 milliards sur les neuf premiers mois de l'année, soit l'équivalent de 2% du PIB du monde en développement; à titre de comparaison, elles s'établissaient à \$61 milliards en 1998 et \$100 milliards en 1999.

Les plus gros dépôts proviennent des pays exportateurs de pétrole ...

Les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont effectué, au troisième trimestre, un tiers des dépôts en provenance du monde en développement. À elle seule, l'Arabie Saoudite a déposé plus de \$7 milliards, après avoir réduit ses transferts aux banques internationales au premier semestre 2000. L'Iran, le Koweït, la Libye et le Venezuela ont continué, eux aussi, à confier des sommes substantielles aux banques déclarantes.

... ainsi que de Taiwan et de la Chine continentale

Parmi les pays en développement hors OPEP, les principaux déposants ont été Taiwan (\$6,4 milliards), ce qui constitue une augmentation record de ses dépôts, et la Chine continentale (\$5,1 milliards). Dans ces deux cas, les apports en devises au système bancaire local progressent à vive allure depuis quelques trimestres, grâce en partie au différentiel d'intérêt négatif entre les dépôts en monnaie locale et ceux en devises². Dans le même temps, les

² Pour une analyse de l'expansion des dépôts en devises dans le système bancaire chinois, voir l'étude de R. N. McCauley et Y. K. Mo intitulée «Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine», *Rapport trimestriel BRI*, août 2000.

Positions extérieures des banques envers les pays en développement¹

En milliards de dollars EU

| | 1998 | 1999 | | 2000 | | | Encours à fin sept. 2000 | |
|----------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------------------------|---------|
| | Année | Année | T3 | T4 | T1 | T2 | | T3 |
| Créances | -78,7 | - 68,9 | -31,0 | - 2,9 | 0,6 | - 3,7 | 0,5 | 898,9 |
| Afrique et Moyen-Orient | 21,8 | 0,1 | 2,2 | 5,3 | - 6,3 | - 1,0 | - 0,6 | 148,6 |
| Arabie Saoudite | 6,4 | 2,0 | 2,0 | 0,9 | - 1,2 | - 0,1 | 0,1 | 24,7 |
| Asie et Pacifique | -96,3 | - 61,8 | -24,4 | -17,6 | 2,8 | - 7,3 | - 5,8 | 299,7 |
| Chine | -10,1 | - 17,1 | - 7,3 | - 5,7 | 0,1 | - 3,4 | - 1,7 | 60,4 |
| Taiwan | - 0,5 | - 3,3 | - 0,6 | 0,7 | 1,3 | - 0,1 | - 0,8 | 20,0 |
| Europe | 3,8 | 8,9 | 2,0 | 4,8 | - 0,6 | 2,6 | 1,4 | 158,9 |
| Russie | - 6,1 | - 6,5 | - 1,7 | - 1,4 | - 1,4 | - 1,4 | - 3,2 | 35,3 |
| Turquie | 2,8 | 5,8 | 1,4 | 1,3 | 2,7 | 2,6 | 2,5 | 45,0 |
| Amérique latine | - 8,0 | - 16,1 | -10,9 | 4,5 | 4,7 | 1,9 | 5,5 | 291,7 |
| Argentine | 0,6 | 0,7 | - 2,0 | 1,1 | - 1,3 | - 0,1 | 2,1 | 48,3 |
| Brésil | -10,2 | - 8,9 | - 3,3 | 3,9 | 1,4 | 0,1 | 3,1 | 90,7 |
| Engagements ² | -17,3 | 31,3 | 13,8 | 29,6 | 41,7 | 21,0 | 54,4 | 1 014,7 |
| Afrique et Moyen-Orient | 13,6 | - 6,9 | 0,8 | 17,2 | 7,3 | 8,7 | 22,4 | 302,1 |
| Arabie Saoudite | 13,3 | - 17,9 | 1,2 | 1,2 | - 0,4 | - 0,9 | 7,2 | 54,6 |
| Asie et Pacifique | 3,6 | 4,8 | 3,8 | 0,0 | 26,5 | 9,5 | 13,0 | 341,9 |
| Chine | 5,4 | - 4,0 | 5,6 | - 0,2 | 12,0 | 10,4 | 5,1 | 94,1 |
| Taiwan | 1,1 | 7,5 | 3,5 | 2,8 | - 0,1 | 0,6 | 6,4 | 51,9 |
| Europe | -19,3 | 20,1 | 6,1 | 7,4 | 1,8 | 4,9 | 8,7 | 115,5 |
| Russie | - 2,3 | 3,7 | 0,9 | 0,9 | 2,4 | 3,4 | 3,2 | 24,9 |
| Turquie | - 7,2 | 3,3 | 0,4 | 1,9 | 0,0 | - 0,6 | 0,3 | 17,8 |
| Amérique latine | -15,2 | 13,3 | 3,2 | 5,1 | 6,2 | - 2,1 | 10,2 | 255,2 |
| Argentine | 1,2 | 0,0 | - 2,0 | 3,7 | 0,4 | 0,1 | 3,4 | 41,4 |
| Brésil | - 8,4 | 2,2 | 3,4 | - 2,0 | 1,2 | - 8,9 | 3,1 | 48,5 |
| Flux nets ³ | -61,4 | -100,2 | -44,8 | -32,5 | -41,1 | -24,7 | -53,9 | - 115,8 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| <i>Dépôts membres OPEP</i> | 19,5 | - 19,9 | - 0,2 | 14,1 | 1,9 | 9,5 | 18,0 | 222,3 |

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Dépôts essentiellement. Les autres engagements représentent moins de 1% de l'encours total. ³ Avoirs (créances) moins engagements. Tableau II.1.1

banques locales ont assez peu prêté en devises à leurs résidents, se retrouvant donc avec des excédents qu'elles ont placés auprès des banques commerciales étrangères.

Quasi-stabilité des créances sur les pays en développement

À la différence des années 70, où les pétrodollars déposés auprès des banques internationales avaient alimenté l'accroissement des prêts transfrontières aux pays en développement, les flux récents n'ont pas été recyclés vers ces pays. L'encours des créances sur ce groupe n'a guère varié, en effet, depuis le dernier trimestre 1999. Au troisième trimestre 2000, il n'a que très peu augmenté (\$0,5 milliard), seconde progression trimestrielle seulement depuis mi-1998 (tableau II.1.1). Les banques ont continué d'accroître leur exposition envers quelques pays d'Europe et d'Amérique latine,

Les flux de dépôts ne sont pas réacheminés vers les pays en développement

évolutions largement compensées cependant par de nouveaux remboursements des pays en développement d'Asie.

Poursuite de l'accroissement des créances sur la Turquie

Selon les statistiques territoriales, trois pays se sont partagé l'essentiel des crédits accordés au troisième trimestre par les banques déclarantes aux marchés émergents: Brésil (\$3,1 milliards), Turquie (\$2,5 milliards) et Argentine (\$2,1 milliards). Entre janvier et septembre 2000, les créances transfrontières sur la Turquie ont progressé beaucoup plus que sur tout autre pays en développement; pour un peu moins de la moitié, ces fonds sont allés à des banques, le reste étant réparti à peu près également entre entreprises et secteur public. Des données plus récentes sur les crédits consortiaux font penser que les créances des banques déclarantes sur ce pays ont continué de s'accroître au quatrième trimestre, malgré la montée des préoccupations sur la stabilité de son secteur financier (page 21).

| Créances transfrontières des banques ¹ | | | | | | | | |
|---|--------|---------|-------|-------|-------|--------|--------------------------|----------|
| En milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| | 1998 | 1999 | | 2000 | | | Encours à fin sept. 2000 | |
| | Année | Année | T3 | T4 | T1 | T2 | | T3 |
| Envers les pays développés | 564,9 | 458,6 | 191,4 | 95,7 | 481,1 | 112,4 | 147,4 | 7 842,5 |
| <i>dont: intra-euro 11</i> | 296,7 | 252,1 | 84,7 | - 1,3 | 107,2 | - 13,5 | 26,1 | 1 474,5 |
| Prêts interbancaires ² | 286,1 | 29,6 | 125,1 | - 1,1 | 334,1 | 8,0 | 55,6 | 4 628,7 |
| Prêts au secteur non bancaire | 21,4 | 114,8 | 2,5 | 25,4 | 40,9 | - 13,1 | 15,4 | 1 349,7 |
| Titres ³ | 257,4 | 314,1 | 63,7 | 71,4 | 106,1 | 117,6 | 76,4 | 1 864,1 |
| Envers les places franches | -172,5 | -102,3 | -26,0 | 35,1 | -51,3 | 5,9 | 29,4 | 1 180,1 |
| Prêts interbancaires ² | -166,9 | -139,7 | -47,0 | 36,9 | -64,0 | -17,1 | 14,2 | 790,9 |
| Prêts au secteur non bancaire | - 26,7 | 9,3 | 12,9 | - 9,5 | - 0,9 | 12,6 | - 1,6 | 234,4 |
| Titres ³ | 21,1 | 28,2 | 8,1 | 7,8 | 13,6 | 10,4 | 16,8 | 154,8 |
| Envers les pays en développement | - 78,7 | - 68,9 | -31,0 | - 2,9 | 0,6 | - 3,7 | 0,5 | 898,9 |
| Prêts interbancaires ² | - 63,4 | - 58,6 | -22,4 | - 4,6 | 5,9 | - 9,8 | - 7,1 | 347,7 |
| Prêts au secteur non bancaire | - 8,9 | - 16,8 | - 8,6 | - 2,1 | -16,2 | - 0,2 | 0,0 | 404,3 |
| Titres ³ | - 6,4 | 6,5 | 0,0 | 3,7 | 11,0 | 6,3 | 7,6 | 146,9 |
| Non attribué | - 33,5 | - 23,9 | - 4,3 | -12,0 | 11,3 | - 2,2 | 6,2 | 203,3 |
| Total | 280,1 | 263,5 | 130,1 | 116,0 | 441,7 | 112,4 | 183,6 | 10 124,8 |
| Prêts interbancaires ² | 32,1 | -218,0 | 42,6 | 2,0 | 281,5 | -24,0 | 67,6 | 5 838,0 |
| Prêts au secteur non bancaire | - 26,8 | 104,0 | 9,5 | 22,3 | 25,9 | - 1,4 | 8,4 | 2 017,5 |
| Titres ³ | 274,8 | 377,5 | 78,0 | 91,6 | 134,3 | 137,7 | 107,5 | 2 269,4 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| Crédits consortiaux ⁴ | 905,3 | 1 025,9 | 265,4 | 286,2 | 267,5 | 372,3 | 426,6 | |

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Y compris transactions intragroupes. ³ Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs qui représentent moins de 5% de l'encours total des créances. ⁴ Facilités conclues.

Tableau II.1.2

Au troisième trimestre, le Brésil et l'Argentine ont davantage fait appel aux prêts bancaires qu'aux émissions de titres, se démarquant ainsi de l'évolution générale des créances sur les pays en développement. Les banques des États-Unis, en particulier, ont transféré d'importantes ressources à leurs filiales brésiliennes et prêté, en outre, des montants quasi records à la clientèle non bancaire d'Argentine. Les entreprises de ce pays devant honorer un échéancier exceptionnellement lourd de remboursements d'obligations internationales au quatrième trimestre, il est possible que certaines aient sollicité les banques internationales pour faire face à leurs échéances.

Accélération des prêts à l'Argentine et au Brésil

Parmi les marchés émergents, la Russie enregistre la plus forte contraction de créances au troisième trimestre, avec un recul supérieur à \$3 milliards. L'explication tient beaucoup plus à la finalisation d'un accord de restructuration de dette auprès des banques commerciales qu'à une réduction des crédits. L'encours des prêts transfrontières à ce pays a diminué, en effet, par suite de l'annulation, notamment par les banques allemandes, de prêts datant de l'époque soviétique, tandis que les avoirs sous forme de titres se sont renforcés du fait de la conversion de prêts en obligations internationales.

La restructuration de la dette réduit les créances sur la Russie

L'interbancaire stimulé par les dépôts et les transactions interétablissements

Le processus de recyclage des importants dépôts des pays en développement a contribué à l'expansion de \$68 milliards des prêts interbancaires au troisième trimestre (tableau II.1.2). Un tiers environ de ces flux a bénéficié aux banques britanniques et un quart à celles de la zone euro, le reste étant réparti entre les établissements américains et les places franches. Ces fonds ont ensuite été réacheminés vers les emprunteurs des pays développés ainsi que les succursales situées dans des places franches.

Nouveaux dépôts essentiellement auprès des banques en Europe

L'interbancaire a également été stimulé par les opérations des banques suisses et américaines avec leurs établissements à l'étranger. Les premières ont ainsi transféré des sommes substantielles vers les États-Unis, qui ont ensuite été reprêtées à des entreprises américaines. Selon les statistiques bancaires consolidées, l'exposition des banques suisses à l'égard du secteur privé non bancaire des États-Unis s'est accrue de \$10 milliards au troisième trimestre, ce qui représente la moitié de l'augmentation totale de celle des banques déclarantes envers les emprunteurs américains.

Incidence des transactions interétablissements sur les prêts interbancaires

Rebond des prêts au secteur non bancaire européen

Les prêts directs aux emprunteurs non bancaires des pays développés ont augmenté de \$15 milliards, après une contraction au deuxième trimestre (tableau II.1.2). Les crédits transfrontières à la clientèle américaine, qui avait collecté les plus gros montants au trimestre précédent, ont toutefois fléchi de \$11 milliards.

Prêts bancaires aux entreprises européennes ...

Crédits consortiaux au quatrième trimestre 2000

Blaise Gadancz

Le marché des crédits consortiaux est resté dynamique au quatrième trimestre 2000, avec \$394 milliards de facilités conclues. En termes corrigés des variations saisonnières, les annonces sont toutefois en repli, pour la première fois depuis deux ans. Sur l'ensemble de 2000, un record a été établi, avec \$1 500 milliards d'annonces, soit 42% de plus qu'en 1999.

Au quatrième trimestre, les sociétés de télécommunications ont collecté \$74 milliards. Si le troisième avait été dominé par les entreprises européennes de ce secteur, les télécoms nord-américaines ont été cette fois les plus actives. La plus grosse opération a concerné AT&T, qui a obtenu une facilité de \$25 milliards dans le cadre de son programme de papier commercial. Au total, les crédits consortiaux aux opérateurs de télécommunications se sont inscrits à \$256 milliards en 2000, plus de trois fois le montant de 1999. Dans ce secteur, les prêts accordés au premier trimestre ont été suivis, au deuxième, par une forte progression des émissions d'obligations, liées au refinancement de ces prêts. Au second semestre, cependant, les émissions de titres se sont ralenties, tandis que les prêts consortiaux ont atteint des records.

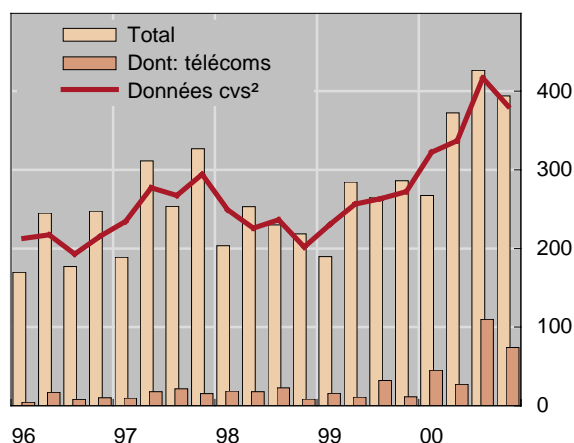
Même si, depuis quelques trimestres, les fusions et acquisitions se font moins nombreuses dans les pays développés, en particulier aux États-Unis, des volumes substantiels de crédits consortiaux continuent de soutenir ces activités. En effet, les annonces liées aux fusions, acquisitions et RES ont progressé de 22% en 2000 par rapport à l'année précédente, avec un total de \$214 milliards. Il se peut que l'évolution médiocre des actions ait incité les entreprises à préférer les prêts consortiaux pour financer ces opérations.

L'accès des pays en développement aux crédits consortiaux continue de s'améliorer, surtout pour les pays dont le risque de crédit est jugé de meilleure qualité. Les marges sur les facilités conclues en dollars EU sont tombées à 115 points de base au quatrième trimestre 2000, après un maximum de près de 280 points début 1999. Les montages destinés aux emprunteurs des pays en développement ont atteint \$34 milliards sur ce trimestre, record depuis 1997. Dans cette catégorie, les emprunteurs chiliens ont obtenu les plus gros montants, avec \$4,7 milliards, devant la Turquie (\$4,4 milliards). Malgré l'apparition de tensions dans le système bancaire turc, les établissements de ce pays sont parvenus à mettre sur pied un certain nombre de crédits consortiaux au quatrième trimestre.

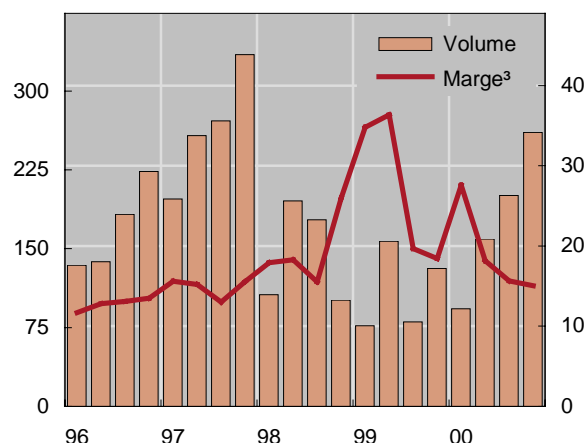
Prêts consortiaux internationaux¹

En milliards de dollars EU (d) et points de base (g)

Facilités conclues



Prêts aux pays en développement



¹ La méthodologie de compilation a été modifiée (voir notes figurant après l'Annexe statistique) pour rapprocher la couverture de celle des statistiques bancaires BRI. ² Procédé d'ajustement saisonnier X11 Arima, US Census Board (méthode multiplicative). ³ Par rapport au Libor; moyenne, pondérée en fonction des volumes, des facilités conclues en dollars EU.

Sources: Capital DATA; BRI.

Les prêts au Japon ont encore diminué (-\$13 milliards), en raison essentiellement de la poursuite du dénouement des prêts aux résidents nippons comptabilisés par les établissements des banques japonaises à Hong-Kong et dans d'autres places franches. En revanche, les crédits aux emprunteurs non bancaires européens ont redémarré (+\$38 milliards).

Ces prêts vers l'Europe ont été liés en grande partie au financement des sociétés de télécommunications. Au troisième trimestre 2000, d'importants crédits consortiaux ont ainsi été mis sur pied dans plusieurs pays européens³. Selon les statistiques territoriales, les emprunteurs non bancaires de ces pays - France, Pays-Bas, Royaume-Uni et Finlande, en particulier - ont été les principaux bénéficiaires de prêts transfrontières, ce qui donne à penser que ces crédits consortiaux ont été au moins partiellement tirés.

Les prêts transfrontières à la clientèle non bancaire européenne ont été accordés pour moitié par des banques sises au Royaume-Uni et, pour le reste, par des établissements de la zone euro, Allemagne en particulier. Même si les banques de ces pays ont été parmi les principaux bénéficiaires des dépôts des pays en développement, il n'apparaît pas que ces fonds ont étayé les prêts aux emprunteurs non bancaires européens au troisième trimestre. En effet, ces dépôts étaient principalement libellés en dollars EU, l'euro arrivant loin derrière avec moins de 15% du total. En revanche, les prêts transfrontières octroyés à la clientèle non bancaire de la zone euro l'ont été surtout en euros, de même qu'une part importante des octrois au secteur non bancaire britannique (le reste étant plutôt en livres sterling).

... dont les télécoms

Ces prêts étaient principalement libellés en euros ...

Créances transfrontières des banques déclarantes: ventilation par monnaie¹

En milliards de dollars EU

| | 1998 | 1999 | | 2000 | | | Encours à fin sept. 2000 | |
|--|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|----------------|
| | Année | Année | T3 | T4 | T1 | T2 | | T3 |
| Dollar EU | 121,7 | 28,6 | 23,8 | 96,0 | 113,7 | 68,7 | 79,1 | 4 177,4 |
| Euro ² | 415,8 | 487,1 | 159,3 | 8,2 | 240,5 | 41,6 | 63,2 | 2 724,5 |
| <i>dont: intra-euro 11</i> | <i>160,7</i> | <i>352,1</i> | <i>87,8</i> | <i>7,3</i> | <i>104,0</i> | <i>- 9,3</i> | <i>20,8</i> | <i>1 199,9</i> |
| Yen | - 24,8 | -198,8 | -25,8 | 27,7 | 11,7 | 28,6 | - 8,1 | 876,2 |
| Livre sterling | 44,0 | 12,8 | 7,6 | -15,4 | 46,3 | 3,0 | 20,8 | 449,0 |
| Franc suisse | 4,5 | 20,1 | 6,2 | - 0,4 | 28,9 | -30,5 | 7,7 | 227,1 |
| Autres et non attribué | -281,1 | - 88,0 | -40,8 | - 0,1 | 0,6 | 1,0 | 20,8 | 1 670,6 |
| Total des créances | 280,1 | 261,8 | 130,1 | 116,0 | 441,7 | 112,4 | 183,6 | 10 124,8 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| <i>Créances en devises sur les résidents³</i> | <i>- 9,1</i> | <i>45,9</i> | <i>28,2</i> | <i>-26,5</i> | <i>128,2</i> | <i>29,0</i> | <i>9,0</i> | <i>1 284,6</i> |

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Les statistiques comprennent les transactions transfrontières en euros entre résidents de la zone euro. 1998: cinq monnaies remplacées par l'euro (BEF, DEM, FRF, ITL et NLG) et Écu, qui faisaient tous l'objet d'une déclaration séparée; 1999 T1: variation ajustée par estimation pour corriger le transfert de la catégorie «Autres et non attribué» à la catégorie «Euro» de six monnaies (ATS, ESP, FIM, IEP, LUF et PTE) qui n'étaient pas notifiées séparément dans les positions en devises. ³ Le tableau 5D de l'annexe statistique présente une ventilation par monnaie de ces créances. Tableau II.1.3

³ Voir encadré «Crédits consortiaux au troisième trimestre 2000» dans l'édition de novembre 2000 du *Rapport trimestriel BRI*.

... traduisant notamment des mouvements de fonds via Londres

Les montants en euros prêtés à cette clientèle européenne ne provenaient donc pas des pays en développement mais principalement de la zone euro. Les banques de cette zone avaient transféré d'importantes sommes en euros à leurs succursales du Royaume-Uni au deuxième trimestre, et il apparaît que certains de ces fonds ont été reprêtés le trimestre suivant au secteur non bancaire. Ces mouvements de fonds expliquent en grande partie le gonflement des positions en euros sur le marché bancaire international aux deuxième et troisième trimestres (tableau II.1.3).

Persistance d'importantes acquisitions de titres américains et européens

Les banques ont continué d'acheter des volumes substantiels d'actions et de titres de dette au troisième trimestre (tableau II.1.2). Le schéma antérieur s'est confirmé, les titres européens étant les plus recherchés après avoir été dépassés par ceux des États-Unis au trimestre précédent. Les placements transfrontières en titres émis par les résidents européens ont totalisé \$43 milliards, contre \$31 milliards pour les titres américains.

Les banques japonaises recherchent les obligations d'entreprises et agences américaines ...

Comme au deuxième trimestre, les banques sises au Japon ont été les principaux acheteurs de titres (\$39 milliards), américains pour les deux tiers. Ces établissements ont particulièrement recherché les obligations d'entreprises et agences américaines. Selon le système de déclaration US Treasury International Capital, les résidents japonais, banques essentiellement, ont acquis \$8 milliards de titres de ces agences au troisième trimestre; il s'agit d'un montant record, qui représente près d'un tiers de leurs achats nets d'actions et de titres de dette des États-Unis.

... mais freinent leurs acquisitions d'obligations en euro-yens

Les achats, par les banques japonaises, de titres émis par les résidents européens ont atteint \$12 milliards, dans la lignée du trimestre précédent. Une part significative de ce montant a été investie en *Bund* et *Pfandbriefe* allemands. Au deuxième trimestre, les acquisitions pour des comptes de fiducie - par opposition aux comptes propres des banques - d'obligations internationales en yens, y compris celles émises par les sociétés de télécommunications, avaient contribué à l'augmentation notable des créances japonaises sur la clientèle non bancaire européenne⁴. Cependant, ces achats de titres en euro-yens se sont nettement ralentis au troisième trimestre, comme d'ailleurs les émissions correspondantes, ce qui explique notamment la contraction de \$8 milliards des positions transfrontières en yens, après plusieurs trimestres d'expansion (tableau II.1.3).

⁴ Dans les statistiques bancaires internationales BRI, les positions des banques japonaises englobent les placements des comptes de fiducie administrés par ces établissements. Bien qu'ils apparaissent comme créances de ces banques, les montants de ces comptes ne représentent pas une exposition directe des banques nippones, puisque le risque reste supporté par le bénéficiaire de ces comptes. Voir *Guide to the International Banking Statistics* disponible sur le site BRI (www.bis.org) pour une analyse plus détaillée du traitement des comptes de fiducie dans ces statistiques.

Recentrage des statistiques bancaires consolidées BRI

Ingo Fender et Allen Frankel

Le Comité sur le système financier mondial (CSFM), organe de surveillance des statistiques bancaires internationales BRI, s'est donné pour principe de les réviser périodiquement pour qu'elles restent une source essentielle d'informations sur les marchés financiers internationaux. La qualité des statistiques financières est en effet nécessaire, même si elle ne suffit pas en soi, pour étayer les décisions des agents publics et privés. C'est pourquoi, à partir d'études qu'il a effectuées au lendemain de la crise asiatique, le CSFM a institué, à l'automne 1999, un groupe de travail chargé d'examiner les modifications qu'il conviendrait d'y apporter. Il désirait notamment en étendre la couverture aux instruments dérivés, qui, grâce à leur développement rapide ces dernières années, représentent probablement désormais une grande proportion des expositions bancaires internationales.

Présidé par Satoshi Kawazoe (Banque du Japon), ce groupe de travail vient de faire paraître un rapport présentant ses conclusions^①. Il a estimé que, dans la mesure du possible, les chiffres bancaires consolidés devraient couvrir tous les aspects pertinents des expositions des établissements financiers, y compris garanties données, facilités de crédit conditionnelles non utilisées et contrats de hors-bilan. Il a en outre proposé que les statistiques détaillées soient recentrées sur le risque final, c'est-à-dire en termes nets des garanties reçues, en vue d'élaborer un système en accord avec les méthodes de gestion des risques des banques commerciales. Il a parallèlement souligné qu'il importait de continuer à collecter les données bancaires sur la base de la résidence de l'emprunteur immédiat, qui permet de recouper les compilations par pays des statistiques sur la dette extérieure. Pour ces raisons, le groupe de travail a recommandé les orientations suivantes:

- i) les statistiques consolidées BRI devraient être restructurées de manière à présenter les données sur la base du risque final, la BRI continuant de compiler et publier les informations essentielles sur la base de l'emprunteur immédiat;
- ii) les nouvelles séries devraient être disponibles fin 2004;
- iii) la BRI devrait réviser sa présentation des données relatives aux engagements de crédit pour bien montrer que ceux-ci mesurent des financements éventuels, donc un risque de crédit.

Le Rapport Kawazoe a souhaité que la mise en œuvre pratique des recommandations soit confiée à un groupe d'experts statisticiens des banques centrales. Réuni pour la première fois à la BRI en octobre 2000, ce groupe d'experts a procédé à un échange de vues préliminaire sur un projet précisant les données à collecter et le niveau de détail à atteindre.

Il est à noter que les propositions du groupe de travail concordent pleinement avec les recommandations d'autres instances internationales - Comité de la surveillance bancaire du Système européen de banques centrales et Forum sur la stabilité financière, notamment. Il convient donc de les saluer comme un pas décisif vers l'élaboration d'une source fiable de statistiques bancaires consolidées compatibles avec les procédures internes des banques pour la mesure du risque. En ce sens, l'amélioration des statistiques devrait appuyer les efforts de nombreuses instances nationales et internationales en faveur de la stabilité financière internationale et conforter la place centrale des statistiques bancaires BRI parmi les sources d'information à destination des acteurs des marchés financiers.

^① *Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics* (Rapport Kawazoe), Comité sur le système financier mondial, Bâle, septembre 2000 (www.bis.org).

| Présentation possible des données sur le risque final (par comparaison avec le format actuel): propositions du Rapport Kawazoe | |
|---|--|
| A. <i>Présentation actuelle (novembre 2000): emprunteur immédiat</i> | B. <i>Présentation possible (à partir de fin 2004): risque final</i> |
| <i>Créances internationales consolidées des banques déclarantes BRI</i> | <i>Expositions internationales consolidées des banques déclarantes BRI¹</i> |
| Créances contractuelles déclarées sur la base de l'emprunteur immédiat | Créances déclarées sur la base du risque final. Par secteur: |
| A1. <i>Ventilation par échéance:</i> ➤ < 1 an, 1-2 ans, ≥ 2 ans, non attribué | B1. <i>Banques</i> ➤ ventilation par échéance |
| A2. <i>Ventilation par secteur:</i> ➤ banques, secteur public, secteur privé non bancaire, non attribué | B2. <i>Secteur privé non bancaire</i> ➤ ventilation par échéance |
| A3. <i>Total</i> | B3. <i>Secteur public</i> ➤ ventilation par échéance |
| | B4. <i>Dérivés de gré à gré, valeur de marché (déclarés sur la base du risque final)</i> |
| A4. <i>Facilités de crédit non utilisées et de soutien</i> | B5. <i>Mesure de base des expositions des banques (B1+B2+B3+B4)</i> |
| A5. <i>Positions en monnaie locale des établissements à l'étranger vis-à-vis des résidents</i> ➤ avoirs et engagements | B6. <i>Facilités conditionnelles (éventuellement, ventilation par secteur)</i> |
| A6. <i>Exposition nette à l'égard du risque² (pour mémoire: sur la base du risque final)</i> | B7. <i>Mesure de base des expositions des banques en regard de circonstances exceptionnelles (B5+B6)</i> |
| ¹ B5+B4 (expositions sur dérivés) est pratiquement équivalent à A6. Les données collectées sous B6 sont plus homogènes que sous A4. B7 sert à indiquer l'importance des engagements conditionnels. ² A6 = A3 moins garanties reçues (en termes nets). | |

2. Marché des titres de dette

Au quatrième trimestre 2000, les marges de crédit ont continué de s'accroître et les emprunteurs se sont adaptés à des conditions de financement moins favorables. Les émissions nettes ont atteint \$328 milliards dans l'ensemble (tableau II.2.1); leur hausse de 21% s'est toutefois concentrée sur le marché monétaire, le compartiment long à taux fixe connaissant un repli notable. Les investisseurs ont en outre privilégié les meilleures signatures. Par ailleurs, les émissions nettes des pays en développement ont marqué le pas. Le fait que l'activité n'a pas diminué davantage dans le compartiment à long terme est dû

| Titres internationaux: émissions nettes | | | | | | | | |
|--|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| En milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | | | | Encours à fin déc. 2000 |
| | Année | Année | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | |
| Total | 1 215,1 | 1 138,2 | 205,5 | 260,5 | 280,3 | 269,8 | 327,7 | 6 277,8 |
| Effets jusqu'à 1 an ¹ | 66,4 | 122,0 | 17,3 | 1,2 | 24,4 | 14,9 | 81,6 | 370,1 |
| Obligations et autres effets ¹ | 1 148,8 | 1 016,2 | 188,3 | 259,3 | 255,9 | 254,9 | 246,1 | 5 907,7 |
| <i>Notes à taux variable</i> | 333,1 | 333,2 | 72,0 | 78,1 | 91,5 | 78,0 | 85,6 | 1 521,0 |
| <i>Obligations classiques à taux fixe</i> | 784,5 | 674,5 | 110,4 | 180,6 | 163,0 | 176,4 | 154,6 | 4 151,7 |
| <i>Titres liés aux actions</i> | 31,1 | 8,4 | 5,9 | 0,7 | 1,4 | 0,5 | 5,9 | 235,0 |
| Pays développés | 1 136,5 | 1 065,6 | 191,6 | 232,6 | 267,5 | 252,8 | 312,6 | 5 363,8 |
| <i>États-Unis</i> | 481,8 | 407,5 | 82,1 | 86,3 | 92,2 | 124,5 | 104,5 | 1 703,6 |
| <i>Japon</i> | 2,7 | - 34,6 | - 6,7 | -13,2 | - 2,7 | -11,7 | - 6,9 | 281,6 |
| <i>Zone euro</i> | 490,6 | 535,0 | 93,4 | 115,3 | 139,1 | 121,8 | 158,9 | 2 181,7 |
| Places franches | 13,0 | 16,1 | 3,0 | 1,6 | 3,2 | 6,7 | 4,6 | 77,1 |
| Pays en développement | 41,0 | 34,1 | 12,2 | 22,2 | 3,1 | 8,0 | 0,8 | 454,8 |
| Institutions internationales | 24,6 | 22,4 | - 1,3 | 4,1 | 6,4 | 2,2 | 9,7 | 382,0 |
| Secteur privé | 996,5 | 894,2 | 173,0 | 194,8 | 238,2 | 202,1 | 259,1 | 4 652,9 |
| <i>Institutions financières</i> ² | 645,0 | 622,3 | 114,9 | 159,2 | 159,6 | 116,2 | 187,3 | 3 079,4 |
| <i>Entreprises</i> | 351,6 | 271,9 | 58,1 | 35,6 | 78,6 | 86,0 | 71,8 | 1 573,5 |
| Secteur public ³ | 194,0 | 221,6 | 33,8 | 61,6 | 35,7 | 65,4 | 58,9 | 1 242,9 |
| <i>Administrations centrales</i> | 36,0 | 26,4 | 10,7 | 14,5 | 10,1 | 2,6 | - 0,9 | 469,0 |
| <i>Organismes publics et autres</i> | 158,0 | 195,2 | 23,1 | 47,1 | 25,5 | 62,7 | 59,8 | 773,9 |

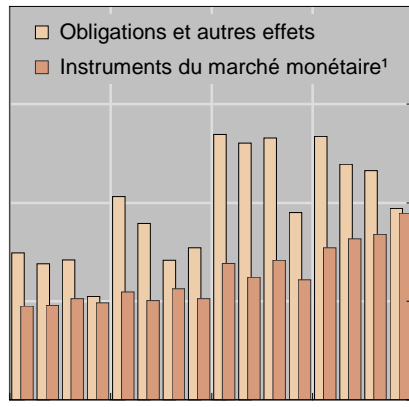
¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres institutions financières. ³ Hors institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau II.2.1

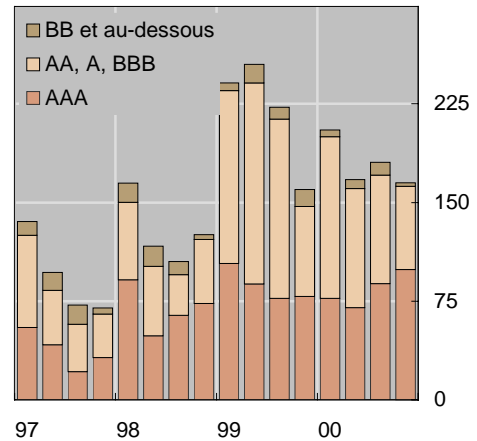
Émissions classiques à taux fixe: annonces, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie



Par notation²



¹ À l'exclusion des titres amortis en cours de trimestre. ² Y compris obligations émises dans le cadre d'une documentation EBMTN.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Graphique II.2.1

aux banques européennes bien notées et aux agences américaines, qui sont restées très présentes sur le marché primaire. De surcroît, d'importants emprunteurs semblent avoir accéléré leurs émissions en prévision d'une nouvelle dégradation des conditions du crédit. Sur l'année, la vigueur relative du dernier trimestre a porté le volume global net à \$1 138 milliards, à peine moins qu'en 1999; en fait, les obligations et autres effets (\$1 778 milliards) progressent en termes bruts (tableau II.2.2), mais restent inférieurs en termes nets, en raison d'une augmentation des remboursements.

Déplacement vers le court terme par suite de l'ampleur des marges

Baisse des émissions longues, largement compensée par les emprunts sur le marché monétaire

L'ampleur des marges de crédit sur les emprunts à longue échéance a favorisé les émissions dans le compartiment court, moins touché. Pour les obligations et autres effets à taux fixe, les émissions nettes ont régressé de \$176 à \$155 milliards, leur plus bas de l'année. Cette contraction a été largement compensée par leur vive expansion sur le marché monétaire, où elles ont plus que quintuplé, à \$82 milliards, grâce à une augmentation (à \$237 milliards) des émissions brutes (graphique II.2.1, cadre de gauche) et à une diminution des remboursements. Cela donne à penser que certains débiteurs ont renouvelé leurs crédits courts plutôt que de les refinancer sur le compartiment long. Sur l'année, les instruments monétaires ont ainsi presque doublé, tandis que les titres longs à taux fixe ont notablement fléchi.

Le dynamisme des instruments monétaires reflète la résurgence de l'intermédiation: les banques commerciales demeurent les principaux emprunteurs, avec 55% des émissions brutes au quatrième trimestre, qui ont

vraisemblablement servi à nourrir des crédits à la clientèle. Les entreprises n'en ont pas moins recherché parfois directement des ressources, par europapier commercial notamment: leurs émissions brutes sous cette forme sont passées de \$49 à \$57 milliards. Deux des grands émetteurs, GE Capital et GMAC International Finance, ont ainsi obtenu des fonds en euros pour éviter les difficultés rencontrées par le segment du dollar EU en décembre.

Le ralentissement dans le compartiment long a surtout affecté les moins bonnes signatures: on observe un recul de \$82 à \$64 milliards des émissions brutes de notation inférieure à triple A (graphique II.2.1, cadre de droite) et une contraction plus marquée pour les annonces dans la catégorie de moindre qualité, qui ne représentent plus que 27% de leur montant du troisième trimestre, alors que les émissions brutes triple A se sont accrues de \$89 à \$99 milliards. Le ralentissement aurait été plus marqué si certains emprunteurs n'avaient pas anticipé leur collecte de fonds par crainte d'une détérioration des conditions début 2001. Ce serait le cas de Citigroup, qui a émis en décembre des titres à taux fixe à 2, 5 et 10 ans pour un montant total dépassant \$4 milliards.

Intensification des émissions brutes des entreprises triple A ...

Présence toujours active des agences fédérales américaines et retrait des télécoms

Le dynamisme dans la catégorie la mieux notée est essentiellement attribuable aux agences fédérales américaines⁵, qui ont collecté \$60 milliards nets, somme très voisine de leur record du troisième trimestre. Dans le seul domaine des crédits au logement, leurs émissions brutes d'obligations et autres effets atteignent \$48 milliards, soit \$25 et \$23 milliards respectivement pour Fannie Mae et Freddie Mac, cette dernière s'étant aussi adressée au segment de l'euro (€5 milliards, échéance 15 janvier 2006). En termes nets sur l'année, les émissions d'agences se chiffrent à \$196 milliards, en hausse de 28% par rapport à 1999. Les meilleures signatures bancaires européennes ont également été actives. KfW International Finance, filiale notée triple A d'une banque allemande de développement, a effectué plusieurs émissions à taux fixe en dollars et livres sterling, pour plus de \$10 milliards.

... et émissions massives des agences fédérales américaines de crédit au logement

En revanche, les télécoms ont continué de réduire leur appel au marché, les investisseurs restant à l'écart et les marges demeurant élevées. Leurs émissions brutes, après un maximum au deuxième trimestre, sont à leur plus bas de l'année, même si leurs annonces (\$19 milliards) sont en hausse de 22% par comparaison avec le dernier trimestre 1999. British Telecom a collecté \$10 milliards (plus de la moitié du total) et France Telecom \$4,6 milliards, pour refinancer sa dette à court terme en Europe. Sur l'année, les émissions brutes du secteur (\$114 milliards) sont en augmentation de 35% par rapport à 1999 et représentent quelque 6% de l'ensemble.

⁵ Le succès des titres d'agences américaines s'explique en partie par le fait qu'ils s'apparentent étroitement aux valeurs du Trésor. Voir encadré en fin de section.

Obligations et autres titres de dette internationaux: émissions brutes

En milliards de dollars EU

| | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | | | |
|--|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Année | Année | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Total des annonces | 1 768,5 | 1 777,6 | 352,3 | 471,5 | 451,8 | 464,9 | 389,4 |
| Notes à taux variable | 484,9 | 564,2 | 102,2 | 125,6 | 143,6 | 157,7 | 137,2 |
| Obligations classiques à taux fixe | 1 231,5 | 1 166,4 | 237,5 | 333,9 | 298,5 | 291,1 | 242,9 |
| Titres liés aux actions ¹ | 52,1 | 47,1 | 12,6 | 12,1 | 9,6 | 16,1 | 9,3 |
| Dollar EU | 775,4 | 752,2 | 132,0 | 198,2 | 183,1 | 210,8 | 160,1 |
| Euro | 676,5 | 607,4 | 139,5 | 170,9 | 147,4 | 145,5 | 143,5 |
| Yen | 118,9 | 201,9 | 36,7 | 48,8 | 75,6 | 49,7 | 27,9 |
| Autres monnaies | 197,7 | 216,2 | 44,2 | 53,7 | 45,6 | 58,9 | 57,9 |
| Secteur privé | 1 373,9 | 1 372,7 | 279,7 | 355,0 | 366,9 | 350,4 | 300,5 |
| <i>Institutions financières</i> ² | 896,8 | 932,0 | 184,7 | 262,5 | 230,8 | 228,3 | 210,4 |
| <i>Entreprises</i> | 477,1 | 440,7 | 95,0 | 92,4 | 136,1 | 122,1 | 90,1 |
| <i>dont: télécoms</i> | 84,3 | 113,8 | 15,7 | 24,7 | 46,7 | 23,2 | 19,2 |
| Secteur public | 316,8 | 335,3 | 57,7 | 96,9 | 64,7 | 100,0 | 73,7 |
| <i>Administrations centrales</i> | 94,2 | 66,8 | 17,1 | 27,3 | 16,2 | 18,0 | 5,3 |
| <i>Organismes publics et autres</i> | 222,6 | 268,5 | 40,6 | 69,5 | 48,6 | 81,9 | 68,5 |
| Institutions internationales | 77,8 | 69,6 | 14,9 | 19,7 | 20,1 | 14,5 | 15,2 |
| Émissions effectives | 1 773,0 | 1 776,7 | 387,1 | 448,9 | 445,4 | 466,5 | 415,9 |
| Remboursements | 624,2 | 760,6 | 198,8 | 189,6 | 189,5 | 211,6 | 169,8 |

¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. ² Banques commerciales et autres institutions financières.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tableau II.2.2

Préférence confirmée pour le dollar EU

Reprise en euros

Confirmant la tendance décrite dans les éditions antérieures du *Rapport trimestriel BRI*, le dollar EU (en légère hausse, avec \$153 milliards nets) précède l'euro comme monnaie d'émission, avec une avance toutefois réduite (tableau II.2.3). La monnaie européenne, en se renforçant, a en effet connu une vive reprise, passant de \$86 à \$128 milliards, du fait en partie que les résidents européens ont été les principaux emprunteurs.

En termes d'émissions nettes sur l'année, le dollar EU, avec \$543 milliards, se situe au même niveau qu'en 1999, tandis que l'euro est revenu de \$571 à \$441 milliards. La bonne tenue de la devise américaine, notamment à l'égard de l'euro, a contribué à cette évolution, les emprunteurs renouant avec leur habitude d'émettre dans la monnaie la plus forte. La parenthèse de 1999 s'expliquait peut-être par une volonté de s'implanter dans la nouvelle unité.

Repli des économies émergentes

Si les indices de la dette des économies émergentes dénotent une élévation globale des marges souveraines au quatrième trimestre, les situations individuelles ont notablement divergé (voir Vue d'ensemble), ce qui montre une

hiérarchisation plus fine des risques de crédit par les investisseurs. Les émissions nettes des pays en développement ont ainsi chuté, revenant de \$8 milliards à moins de \$1 milliard (tableau II.2.1). Quelques-uns ont sollicité le marché, malgré le coût, alors que d'autres, qui avaient pourtant pu bénéficier de conditions favorables, se sont abstenus. Sur l'année, les émissions nettes sont tombées à \$34 milliards, en recul de 17% par rapport à 1999, les fonds ayant été surtout collectés au premier trimestre.

Repli des émissions nettes à moins de \$1 milliard

Les pays affectés d'une forte marge ont pu atténuer leurs coûts en se tournant vers une monnaie à taux faible. La République fédérative du Brésil et la République de Turquie se sont ainsi adressées au marché samourai, pour obtenir respectivement ¥60 milliards à plus de 5 ans (coupon 4,75%) et ¥50 milliards à 3 ans (coupon 3,0%). Ces transactions, si elles ne sont pas assorties de contrats d'échange, comportent un risque de change, car le yen peut s'apprécier à l'égard des monnaies dans lesquelles ces pays reçoivent leurs recettes d'exportations.

Le Brésil et la Turquie se tournent vers le marché samourai

Les pays en développement d'Asie continuant de bénéficier d'excédents courants, les emprunteurs souverains n'ont guère eu de raisons de s'endetter, malgré des marges assez attrayantes, à l'exception notable de la Fédération de Malaysia, qui a obtenu €650 millions à 5 ans. Parmi les sociétés de la région qui ont le plus collecté de fonds figurent les télécoms, dont China Mobile (\$690 millions) et Telekom Malaysia Global (\$300 millions). Si des pays comme la Thaïlande ont surmonté la crise de 1997, certaines de leurs entreprises pâtissent encore d'un excès d'endettement et sont privées d'accès aux marchés financiers.

| Émissions nettes de titres de dette internationaux: ventilation par monnaie et région ¹ | | | | | | | | |
|--|-----------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| En milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| | | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | | | |
| | | Année | Année | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Europe | Dollar EU | 54,9 | 176,6 | 0,5 | 33,1 | 35,9 | 40,3 | 67,2 |
| | Euro | 488,5 | 378,5 | 98,9 | 100,7 | 98,7 | 68,9 | 110,2 |
| | Yen | 6,2 | 43,6 | 2,5 | 3,7 | 31,1 | 7,6 | 1,2 |
| | Autres monnaies | 77,7 | 87,5 | 12,0 | 19,5 | 14,6 | 22,0 | 31,3 |
| Amérique du Nord | Dollar EU | 435,5 | 320,5 | 72,9 | 67,9 | 71,4 | 102,6 | 78,7 |
| | Euro | 45,6 | 47,7 | 7,4 | 8,9 | 8,7 | 15,0 | 15,0 |
| | Yen | - 1,3 | 16,0 | 0,3 | 5,2 | 4,6 | 2,5 | 3,8 |
| | Autres monnaies | 15,1 | 14,6 | 2,5 | 2,3 | 0,8 | 3,4 | 8,0 |
| Autres régions | Dollar EU | 54,5 | 45,7 | 2,0 | 21,8 | 11,1 | 5,6 | 7,2 |
| | Euro | 36,9 | 14,8 | 9,3 | 5,2 | 4,8 | 1,6 | 3,3 |
| | Yen | - 12,1 | - 21,0 | - 4,3 | - 10,5 | - 3,8 | - 3,4 | - 3,3 |
| | Autres monnaies | 13,5 | 13,7 | 1,4 | 2,6 | 2,5 | 3,5 | 5,1 |
| Total | Dollar EU | 545,0 | 542,7 | 75,4 | 122,8 | 118,4 | 148,5 | 153,1 |
| | Euro | 571,0 | 441,0 | 115,7 | 114,8 | 112,1 | 85,5 | 128,5 |
| | Yen | - 7,2 | 38,7 | - 1,6 | - 1,6 | 31,8 | 6,7 | 1,7 |
| | Autres monnaies | 106,3 | 115,9 | 15,9 | 24,5 | 17,9 | 29,0 | 44,4 |

¹ Selon le pays d'origine de l'émetteur.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau II.2.3

Les banques centrales gèrent-elles activement leurs réserves en dollars EU?

Ben S. C. Fung et Robert N. McCauley

Les banques centrales détiennent en valeurs du Trésor EU près de la moitié de l'encours aux mains des non-résidents (quelque \$1 200 milliards) et plus d'un dixième de l'encours total. Si elles s'emploient à réduire la part de ces titres dans leurs réserves^①, elles figureront encore longtemps cependant parmi les gros détenteurs. Dans le même temps, elles se tournent vers les titres des agences fédérales américaines.

Étant donné la diminution attendue des émissions, la liquidité du marché peut dépendre du dynamisme de leur gestion de portefeuille. Une valeur du Trésor EU placée à l'adjudication et conservée jusqu'à son échéance équivaut pratiquement, du point de vue de la liquidité du marché, à une mise en pension. Il importe donc de connaître le comportement des banques centrales à cet égard et son évolution.

Volume d'activité sur valeurs du Trésor EU

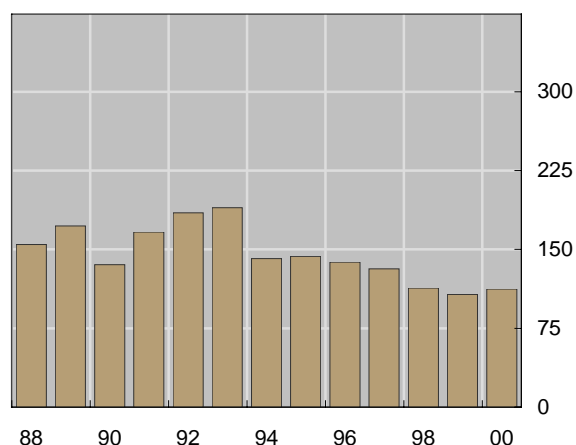
En général, les banques centrales, tout en ne suivant pas une stratégie de détention jusqu'à l'échéance, pratiquent une gestion de portefeuille beaucoup moins active que les autres investisseurs étrangers. Le premier graphique montre le volume d'activité annuel (ratio ventes et achats bruts par rapport à l'encours) sur valeurs du Trésor EU pour les investisseurs non résidents de 1988 à 2000^②. Sur la période, celui-ci se situe à 145% en moyenne pour les banques centrales, variant entre un peu plus de 100% et 190%, ce qui signifie qu'elles ne conservent pas tous ces titres jusqu'à terme. Les autres non-résidents affichent un volume d'activité bien plus élevé (900%), amplifié par les opérations des fonds spéculatifs, qui se développent depuis une dizaine d'années. La gestion des banques centrales est donc nettement moins active (dans un rapport de un à six).

Cette gestion devient d'ailleurs de moins en moins active. Le volume d'activité suit une courbe en U inversée sur les années 90, avec un maximum vers 1993, qui semble refléter une corrélation positive avec les cotations. La baisse de 1994, par exemple, correspond à des dégagements sur le marché. Depuis le maximum de 1993, le taux s'est réduit de près de moitié, pour se situer à un peu plus de 100% sur les dernières années.

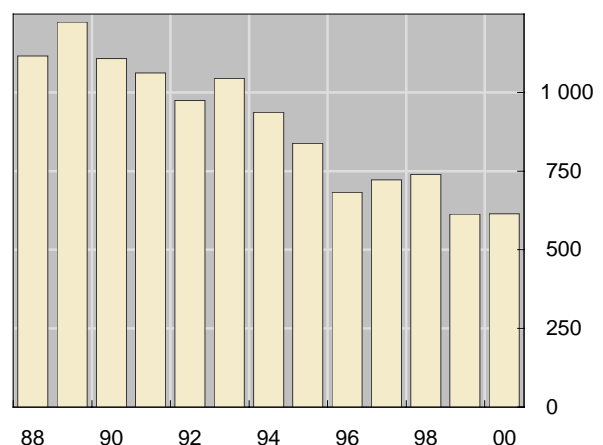
Valeurs du Trésor EU détenues par les non-résidents

Volume d'activité, en %

Banques centrales



Autres détenteurs



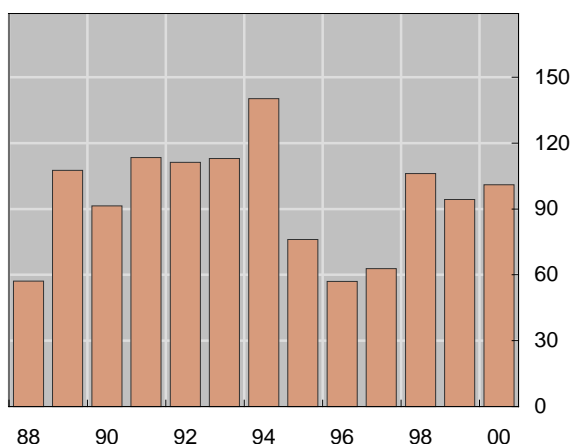
Source: US Department of the Treasury.

^① Fung et McCauley, «Composition par instrument des réserves de change en dollars EU», *Rapport trimestriel BRI*, novembre 2000, pp. 62-63. ^② Pour 2000, le pourcentage est calculé en rythme annuel d'après les données des six premiers mois, seules disponibles.

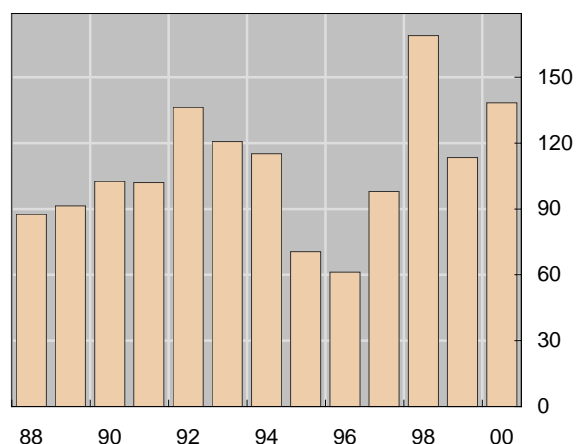
Valeurs d'agences fédérales détenues par les non-résidents

Volume d'activité, en %

Banques centrales



Autres détenteurs



Sources: US Department of Commerce; US Department of the Treasury; calculs des auteurs.

Actuellement, le désengagement à l'égard des titres du Trésor est plus rapide pour les autres investisseurs que pour les banques centrales. Cette évolution dans la composition des détenteurs en faveur des agents aux méthodes de gestion moins dynamiques accentue le tassement du volume d'activité. Ensemble, ces facteurs peuvent réduire encore la liquidité de marché au moment où l'offre se contracte.

Volume d'activité sur valeurs des agences fédérales américaines

Dans ce compartiment, la différence est beaucoup moins sensible. Le volume d'activité pour les titres des agences fédérales américaines (second graphique) s'inscrit en moyenne à un peu moins de 100% pour les banques centrales (contre 108% pour les autres investisseurs), avec des extrêmes à 50% et 140%.

Il s'est légèrement redressé récemment, après avoir diminué au milieu des années 90. Entre 1988 et 1994, il avait presque triplé, culminant à quelque 140% en 1994 au moment où la Réserve fédérale commençait à durcir son orientation monétaire, puis avait baissé de moitié, revenant à 60% environ pendant les trois années suivantes. Depuis 1998, il a regagné des niveaux proches de ceux du début des années 90. Pour les autres non-résidents, le volume d'activité suit une évolution semblable et varie dans une fourchette comparable, avec toutefois un maximum plus tardif et plus élevé: 170% en 1998, après l'épisode LTCM. Parallèlement à cette hausse générale du volume d'activité ces dernières années, les portefeuilles se sont étoffés; les deux facteurs sont de nature à améliorer la liquidité de ce compartiment.

En conclusion, si les tendances se poursuivent, les banques centrales pourraient prochainement pratiquer une gestion plus active de leurs titres d'agences que de leurs valeurs du Trésor. Leur portefeuille de titres d'agences reste faible par rapport à celui des valeurs du Trésor (\$51 milliards, contre \$422 milliards à fin 1999, selon les chiffres du Trésor EU), mais elles le développent davantage (en 1999: \$20 milliards d'acquisitions d'un côté, \$10 milliards de cessions nettes de l'autre)[®]. Ces chiffres peuvent indiquer que les banques centrales gèrent de plus en plus la durée de leur portefeuille global par recours aux titres d'agences fédérales, alors qu'elles le faisaient auparavant en ajustant la composition de leur portefeuille de valeurs du Trésor EU.

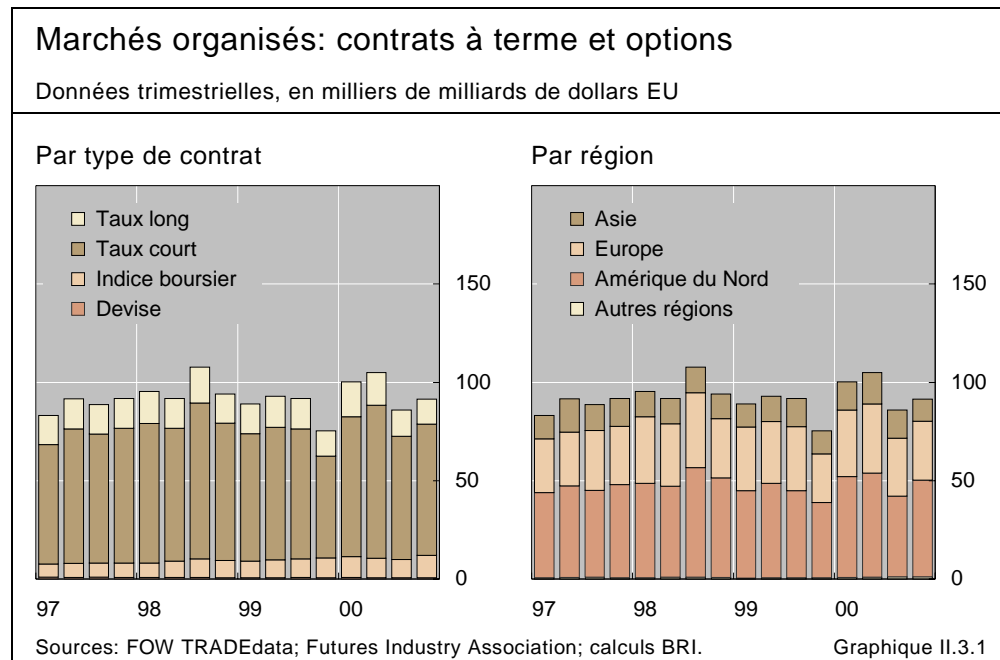
[®] Les avoirs des banques centrales en titres d'agences sont probablement plus importants, car les achats qu'elles opèrent sur l'euro-obligataire ne leur sont pas nécessairement attribués dans les statistiques du Trésor EU.

3. Marchés dérivés

La valeur en dollars des dérivés négociés sur les marchés organisés a quelque peu augmenté au quatrième trimestre 2000, principalement sous l'effet des instruments sur actions. Le segment à revenu fixe a enregistré un léger accroissement, la progression en volume des contrats du marché monétaire ayant largement compensé le repli sur les obligations d'État. L'activité globale dans ce compartiment semble demeurer autour des niveaux du troisième trimestre 1998, l'évolution des divers contrats se neutralisant. Sur l'ensemble de 2000, les transactions se sont redressées après le ralentissement de l'année précédente.

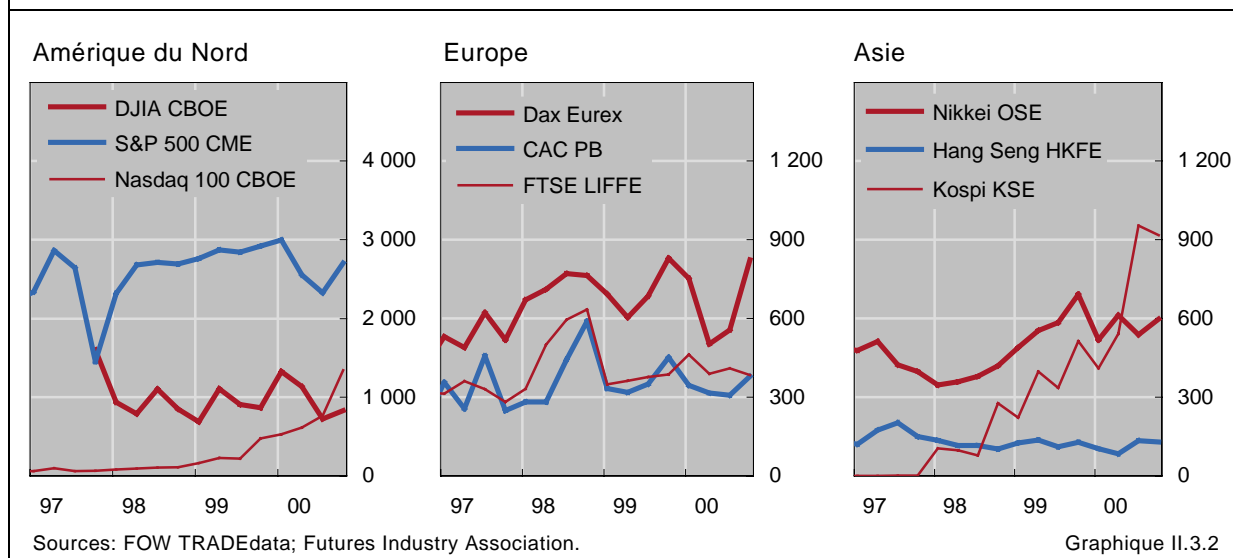
Marchés organisés: légère progression

La valeur en dollars des contrats recensés par la BRI a augmenté de 6%, à \$91 500 milliards. Venant après une forte contraction au troisième trimestre, cette évolution contraste avec celle des deux années antérieures, où l'activité faiblissait au quatrième trimestre.



Principaux contrats à terme et options sur actions

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



Reprise induite par les contrats sur indices boursiers

L'évolution des marchés mondiaux des actions semble avoir joué un rôle clé dans la reprise. Ainsi, l'augmentation globale de la valeur en dollars des transactions a résulté essentiellement des contrats sur indices boursiers (en hausse de 22%, à \$11 400 milliards), la forte progression en Amérique du Nord et en Europe compensant largement le recul dans d'autres zones géographiques. Les nouvelles pressions sur les marchés mondiaux des actions ont accentué la volatilité réelle et implicite, ce qui a manifestement incité les investisseurs à couvrir leurs positions (analyse détaillée dans la Vue d'ensemble)⁶. Ces pressions ont été liées aux préoccupations des intervenants au sujet d'un ralentissement économique aux États-Unis et aux perspectives de bénéfices et d'expansion moins favorables pour les sociétés technologiques. L'activité sur indices des valeurs de ce secteur a été particulièrement soutenue. Ainsi, les transactions sur le contrat Nasdaq 100 (qui retrace ces valeurs) de CBOE se sont accrues de 77%. En outre, des places ouvertes récemment à la négociation sur dérivés, comme la Bourse de Corée, ont connu un puissant développement.

La faiblesse des marchés des actions incite les investisseurs à se couvrir

Vigueur des contrats du marché monétaire

L'essor a été moins marqué dans le compartiment à revenu fixe (4%, à \$79 400 milliards), la progression assez importante en Amérique du Nord ayant neutralisé les reculs en Europe et en Asie. Le repli des contrats sur obligation

⁶ L'activité globale liée aux actions pourrait être supérieure aux statistiques agrégées de la BRI, qui n'englobent pas les options sur actions individuelles. Bien que celles-ci représentent une part croissante du négoce sur instruments liés aux actions, l'absence de données sur leur valeur en dollars empêche leur inclusion dans les statistiques BRI.

Les anticipations de détente monétaire aux États-Unis stimulent les contrats

d'État (-5%, à \$12 700 milliards) a été largement contrebalancé par le regain d'activité sur instruments du marché monétaire (6%, à \$66 700 milliards), notamment aux États-Unis (+20%) où, une fois encore, les signes de ralentissement économique ont renforcé les anticipations de détente des taux. Le dynamisme des produits du marché monétaire peut également s'expliquer par l'expansion persistante des contrats d'échange de taux: les instruments à terme et options sur eurodollar (dérivés à court terme les plus activement négociés) sont généralement utilisés, en effet, pour couvrir les contrats d'échange de taux et options d'échange.

Instruments à revenu fixe: déplacement des références

Certains contrats bénéficient d'une désaffection pour les références traditionnelles

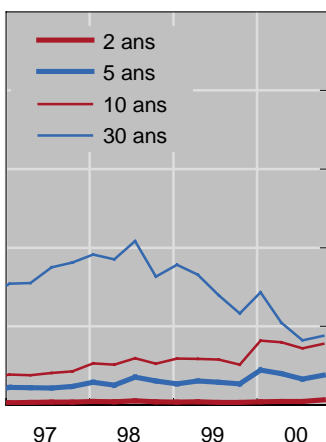
Confronté à la vive concurrence du gré à gré, le segment à revenu fixe des marchés organisés ne parvient pas à dépasser son niveau record du troisième trimestre 1998⁷. Rares sont les contrats lancés ces dernières années par les places confirmées qui ont rencontré un grand succès, de sorte que les gains enregistrés par certains s'expliquent essentiellement par une désaffection pour les références traditionnelles. Cette évolution a caractérisé le marché américain, où les remboursements nets d'obligations d'État, conjugués à une préférence du Trésor américain pour les échéances moyennes, ont affecté la liquidité du contrat sur obligation du Trésor, quasiment remplacé par celui sur le titre à 10 ans (Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références, pages 39-46).

Une telle réorientation de l'activité a eu lieu en Europe à la fin des années 90, Eurex focalisant les transactions sur le long terme de la courbe de l'euro et LIFFE sur le court terme. Les gains de ces deux places dans leurs niches respectives témoignent de la reconnaissance généralisée de leurs

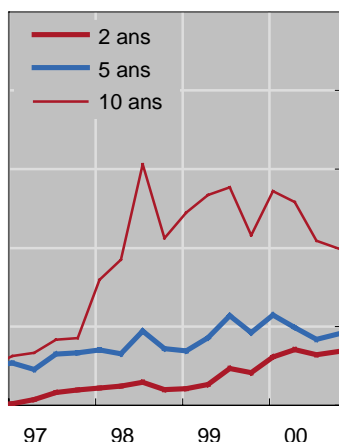
Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

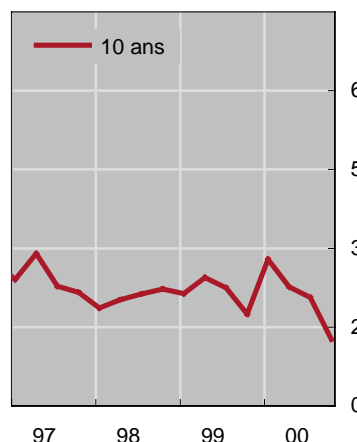
États-Unis



Allemagne



Japon



Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

Graphique II.3.3

⁷ Pour une analyse plus détaillée, voir *Rapport trimestriel BRI*, novembre 2000.

contrats comme références pour la zone euro. En outre, sur Eurex, un déplacement analogue à celui du marché américain semble s'être produit récemment, la progression du contrat à court terme euroschatz compensant en partie, depuis quelque temps, le recul de l'eurobund.

L'activité sur instruments à revenu fixe risque d'être encore affectée par plusieurs facteurs: rachats de titres de dette publique en Amérique du Nord; baisse des émissions nettes en Europe; progression des financements paragouvernementaux et privés. Premièrement, l'importance croissante des émissions non souveraines est appelée à encourager les marchés organisés à lancer des contrats ayant pour sous-jacents des titres d'entreprises ou bien adossés à des actifs. Ainsi, en septembre 2000, la Bond Market Association des États-Unis a chargé un groupe de travail de proposer un contrat à terme sur obligation d'entreprise et CBOT a annoncé des instruments sur titres garantis par des hypothèques. Deuxièmement, les marchés organisés pourraient tester des produits reposant sur des indices larges à revenu fixe plutôt que sur des titres spécifiques d'État ou d'entreprises, comme le font les banques d'affaires depuis quelques années. Certes, il existe depuis la décennie 80 des indices larges sur titres américains, mais les plus récents offrent une couverture mondiale.

En Asie, en revanche, aucune réorientation de l'activité n'a été observée ni ne semble probable. Le marché des instruments japonais à revenu fixe est resté concentré sur l'obligation d'État à 10 ans, les contrats sur les autres obligations d'État étant très peu négociés; les contrats sur ces titres d'État stagnent depuis quelques années, en raison sans doute de l'idée assez répandue que l'évolution des taux longs s'inscrira dans une étroite fourchette.

La diminution des émissions de titres d'État favorise l'innovation

L'activité sur obligations d'État japonaises reste concentrée

Redressement des marchés organisés sur l'année 2000

Sur l'année, la valeur totale des produits financiers recensés par la BRI s'est redressée de 10% par rapport à 1999, à \$383 000 milliards, le compartiment des indices boursiers ayant le plus progressé (12%, à \$41 000 milliards). Il convient de noter que ce montant est sans doute sous-évalué car les statistiques BRI ne prennent pas en compte tous les types d'activités (notamment contrats sur marchandises et options sur actions individuelles). Les instruments sur taux d'intérêt se sont également bien développés (10%, à \$339 000 milliards), essentiellement sur le marché monétaire. En revanche, les contrats sur devises ont poursuivi leur recul, avec un tassement de 8%, à \$2 600 milliards: la gestion du risque de change restant l'apanage du gré à gré, ils ne représentent qu'une faible part des transactions des marchés organisés.

Les principaux marchés organisés en 2000

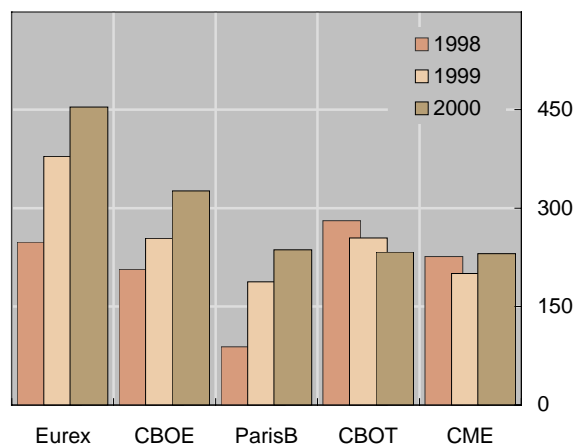
Serge Jeanneau

Dresser une comparaison entre places n'est pas simple, car l'activité peut se mesurer à la fois en nombre de contrats négociés et sur la base de la valeur en dollars des transactions. La plupart des centres optent pour la première solution, qui permet de déterminer aisément les niveaux d'activité relatifs mais peut aussi manquer de précision, étant donné que la taille des contrats peut varier sensiblement sur une même place, de l'une à l'autre et dans le temps. À l'inverse de la section consacrée aux marchés dérivés dans ce rapport, l'analyse qui suit reflète essentiellement les pratiques de la profession, en se plaçant plutôt sous l'angle du nombre de contrats que sous celui de la valeur en dollars. Il est ainsi possible d'effectuer une comparaison entre marchés sur des contrats pour lesquels les calculs de valeur sont difficilement disponibles (surtout les options sur actions individuelles et les contrats sur marchandises). Toutefois, une tentative cherchant parallèlement à comparer l'activité en termes de valeur donne des résultats totalement différents.

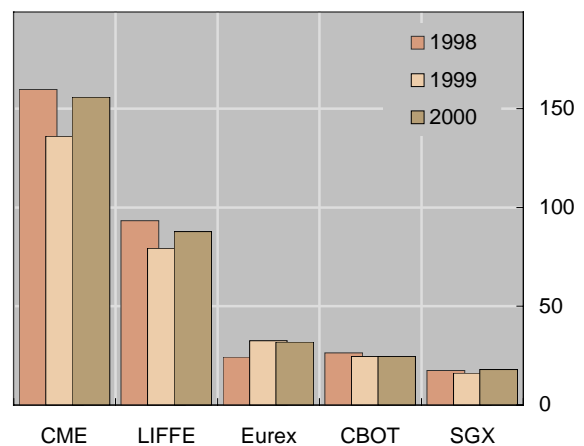
L'année 2000 a été principalement caractérisée par la confirmation de la position dominante d'Eurex dans le monde, avec une progression de 21%, à 445 millions de contrats, grâce surtout au lancement de l'euro en 1999, qui a attiré les liquidités vers les contrats sur obligations du gouvernement allemand. Plus récemment, Eurex a également profité de la participation croissante des petits investisseurs aux marchés européens des actions en proposant de nouveaux contrats sur indices boursiers et diverses options sur actions individuelles d'entreprises allemandes et européennes. En outre, la création d'Eurex, qui résulte de la fusion de Deutsche Terminbörse et de SOFFEX à l'automne 1998, a occasionné un surcroît d'activité globale sur cette place. Dans le même temps, CBOE s'est substitué à CBOT comme deuxième centre, l'expansion rapide des options sur actions individuelles ayant contribué à stimuler de 28% le volume des transactions, qui s'est chiffré à 326 millions de contrats.

Volumes de transactions

En millions de contrats



En milliards de dollars EU



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

MATIF/ParisBourse est passé de la cinquième position en 1999 à la troisième, avec une augmentation de 26%, à 236 millions d'unités; l'essor de ces dernières années a résulté essentiellement du regroupement de centres locaux en une seule entité ainsi que de la réduction de la taille nominale des contrats sur actions. Les transactions ont également bénéficié du renouveau du contrat à terme euronotionnel, dans le cadre notamment des efforts mis en œuvre par les banques françaises pour qu'il se redresse, après ses faibles niveaux de 1998 et 1999.

CBOT reste au quatrième rang, avec une faible marge cependant, malgré une deuxième année consécutive de repli (-8%), à 233 millions de contrats. Le contrat sur obligation du Trésor, qui en est depuis longtemps le produit phare, a été affecté par les effets conjugués de la diminution des

émissions nettes de titres du Trésor américain et de sa préférence nouvelle pour les échéances moyennes. CME occupe la cinquième position, avec une progression de 15%, à 231 millions de contrats. Cet essor, lié à la forte augmentation des transactions sur son principal contrat eurodollar, s'explique par les incertitudes concernant l'évolution de l'activité économique et de la politique monétaire aux États-Unis et, dans une certaine mesure, par la poursuite de l'expansion des contrats d'échange sur taux d'intérêt ainsi que par l'attrait des contrats sur actions destinés à la petite clientèle.

Une analyse fondée sur la valeur en dollars des transactions donne un tableau complètement différent. S'il n'existe actuellement aucune comparaison de cette nature sur le volume relatif de l'activité sur les marchés organisés, la BRI produit de telles données concernant une catégorie de contrats financiers, en particulier sur taux d'intérêt, indices boursiers et devises^①. Les chiffres obtenus montrent que l'activité globale sur les places proposant des instruments du marché monétaire est nettement plus élevée que sur celles qui sont spécialisées dans les obligations d'État ou indices boursiers. Ainsi, CME et LIFFE ont été de loin les deux centres les plus actifs en 2000^②. Une telle différence en valeur relative est due au fait que les contrats du marché monétaire présentent généralement des valeurs notionnelles supérieures à celles des contrats sur obligation d'État ou des instruments sur actions. Parallèlement à d'autres aspects des caractéristiques des contrats, leur valeur nominale est conçue par les places pour conférer à l'instrument un marché aussi large que possible et anticipe le comportement des intervenants en matière de couverture et de prise de risque ainsi que le coût d'une transaction d'un certain montant. Comme l'incidence d'une modification donnée des taux d'intérêt est plus faible sur le prix des titres courts que sur les longs, les contrats à court terme sont généralement assortis de montants nominaux plus élevés que les contrats à terme sur actifs à long terme.

Il convient de noter cependant qu'une évolution vers un système de déclaration fondé sur les valeurs ne faciliterait pas nécessairement les comparaisons entre places. Comme le montre l'analyse de la conception d'un contrat sur instruments à revenu fixe, les amples différences dans la durée des actifs sous-jacents impliquent que, même au sein d'une grande catégorie de risques de marché, les contrats ne peuvent simplement pas être comparés ou additionnés en termes de dollars. Les comparaisons d'une place à l'autre devraient probablement se concentrer sur des contrats de même nature.

^① Ne sont pas compris les contrats sur actions individuelles ou sur marchandises. ^② En revanche, Eurex et CBOT n'arrivent respectivement qu'aux troisième et quatrième rangs, alors que MATIF est en neuvième position. Singapore Exchange (SGX) est cinquième, grâce à la négociation active d'instruments du marché monétaire.

III. Études

Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références

L'éventualité d'une contraction notable de l'encours des titres du Trésor des États-Unis amène à se demander comment le marché obligataire en dollars EU au sens large pourrait alors fonctionner; ces titres jouent, en effet, un rôle important pour les acteurs du marché: références pour la fixation des prix d'autres valeurs, instruments de couverture et de positionnement en termes de durée et de volatilité, actifs sous-jacents pour les contrats à terme et sûretés pour certains emprunts.

Pour répondre à cette question, peut-être faudrait-il remonter à près d'un siècle, afin d'examiner les mécanismes du marché obligataire des États-Unis avant la Première Guerre mondiale, alors que les titres de la dette publique étaient peu répandus. Cependant, nombre d'éléments qui contribuent aujourd'hui au fonctionnement des marchés des capitaux, tels que les titres adossés à des hypothèques, les contrats à terme et les options, n'existaient pas, de sorte qu'il paraît difficile de tirer des enseignements concluants de cette époque. La présente étude examine la question sous l'angle de l'évolution du rôle des valeurs du Trésor et autres titres de dette sur le *marché monétaire* américain durant les deux dernières décennies, pour voir si certaines conclusions pourraient s'appliquer au *marché obligataire* du dollar. Il s'agit donc d'une période où les instruments de financement modernes avaient déjà cours.

Il apparaît surtout que, sur les deux dernières décennies, les instruments privés ont éclipsé les titres de la dette publique, malgré leur croissance rapide, en tant que références sur le marché monétaire américain. Il s'est agi, en fait, d'un déplacement progressif, les opérateurs jugeant avantageux d'utiliser d'abord un instrument, puis un autre, en fonction du choix prépondérant des autres intervenants. Dernièrement, le marché obligataire s'est peu à peu détourné des titres d'État et aurait pu continuer dans cette voie même s'il n'y avait pas eu de réduction de l'encours de ces titres. Sous cet angle, donc, toute contraction durable de l'offre d'obligations du Trésor des États-Unis ne ferait qu'amplifier cette tendance.

Le marché monétaire du dollar a opéré un déplacement ...

... les opérateurs ayant opté pour une autre référence

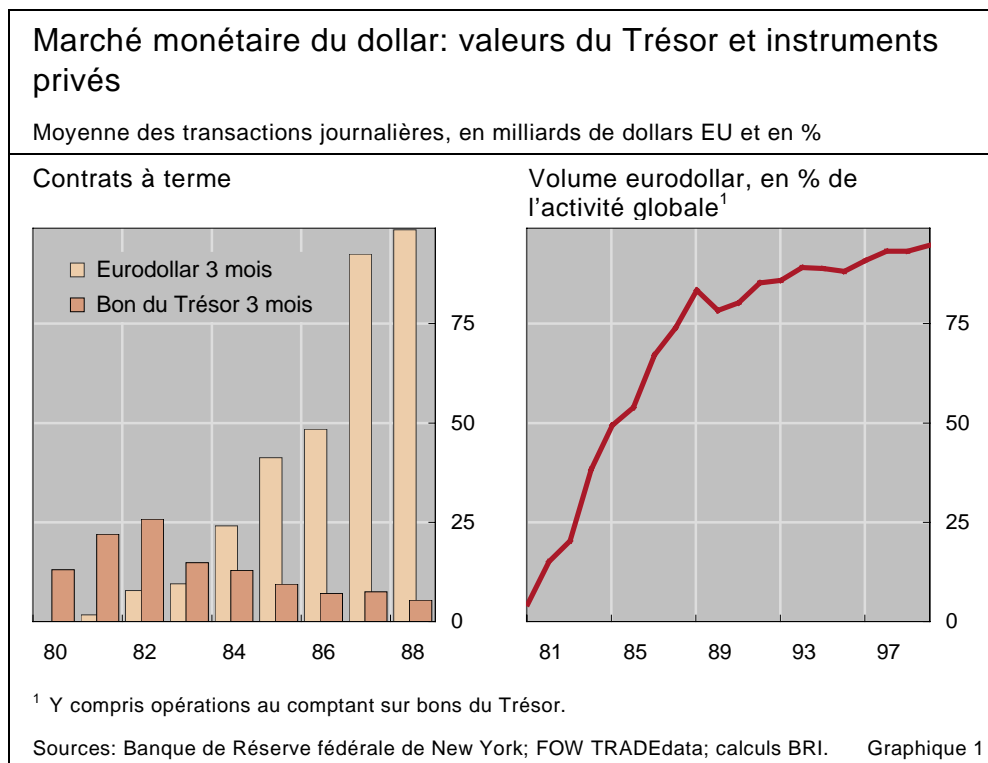
Marché monétaire: déplacement des références

Sur le marché monétaire, les bons du Trésor bénéficiaient autrefois d'un statut privilégié: références pour la fixation des prix, instruments de couverture et de positionnement ainsi qu'actifs sous-jacents pour les contrats à terme. Il y a vingt-cinq ans, un contrat à terme sur bon à 3 mois était lancé sur un marché au comptant déjà bien fourni. Son succès fut rapide et, à l'été 1982, il représentait un volume d'activité journalier supérieur à celui des transactions au comptant sur bons du Trésor des courtiers déclarants.

En 1981, un contrat à terme sur une «famille» de certificats de dépôt de grandes banques américaines était proposé, avec livraison au comptant des certificats des dix premiers de ces établissements. Après un bon départ, ce contrat souffrit, à partir d'août 1982, de la sélectivité accrue des investisseurs pour la qualité de la signature des banques au lendemain de la crise de la dette des pays en développement. Une variante de la loi de Gresham s'appliqua alors, faisant des certificats des banques moins bien jugées les instruments les moins chers à livrer sur le contrat à terme. Ce contrat finit par disparaître, le mauvais crédit chassant le bon et la crise latino-américaine pesant sur la tarification.

Au printemps 1982, cependant, un contrat à terme sur taux bancaire, mieux conçu, commença de s'échanger à Chicago. S'appuyant sur une moyenne tronquée des taux affichés d'un groupe de banques internationales de première catégorie sises à Londres, ce contrat eurodollar donnait lieu à un règlement au comptant. En septembre 1982, un produit analogue, lancé à

En 1982, la négociation d'un contrat eurodollar s'ouvre à Chicago ...

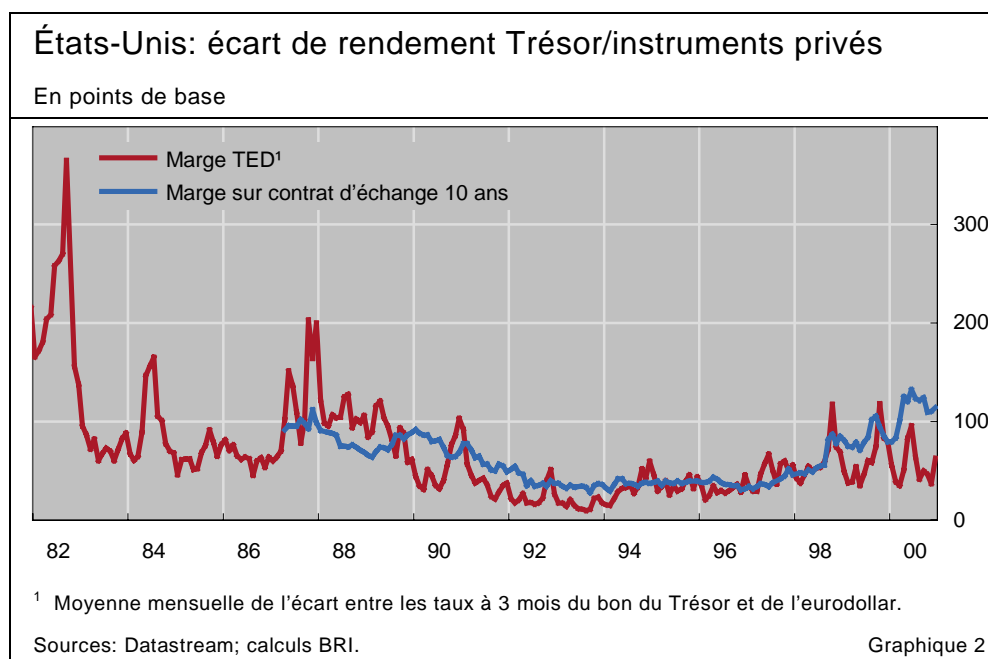


... et dépasse, deux ans plus tard, celle du contrat sur bon du Trésor

Le taux eurodollar suivait plus étroitement ceux des titres privés

Londres, permettait à la fois le règlement par livraison et par paiement comptant (pour éviter de tomber sous le coup de la législation britannique sur le jeu). Les opérations sur ces contrats progressèrent lentement et furent stimulées, dans le cas de celui de Chicago, par la proximité de sa corbeille de négociation et de celle du contrat sur bon du Trésor. Ce voisinage facilita les transactions sur la marge TED, correspondant à l'écart entre le taux du bon du Trésor et le taux eurodollar. L'activité sur ce dernier prit toutefois son essor en 1984, où elle dépassa le volume des transactions sur le contrat concurrent (partie gauche du graphique 1).

Cet envol a d'autant plus surpris que ce contrat ne portait pas, lui, sur un sous-jacent très actif. De plus, le contrat sur bon du Trésor reposait sur une meilleure assise de crédit, à savoir les recettes fiscales des États-Unis, et s'était imposé avant l'apparition de son concurrent. Pourquoi, alors, le contrat eurodollar est-il devenu la première référence sur le marché monétaire américain? Il semble que la qualité de la signature de l'État américain ait finalement joué à son détriment. Pour une banque désireuse de faire correspondre à court terme actif et passif, ou de se positionner par rapport aux anticipations générales de taux d'intérêt, le taux du contrat eurodollar donnait une approximation beaucoup plus proche de ses coûts d'emprunt et taux débiteurs marginaux que celui sur bon du Trésor américain. De même, les intermédiaires soucieux de protéger la valeur d'un portefeuille d'instruments à court terme, tels que certificats de dépôt, acceptations bancaires ou papier commercial, se sont rendu compte que le taux du contrat eurodollar suivait plus étroitement les taux de ces titres privés. En couvrant un portefeuille de titres privés avec une position courte en contrats à terme sur bon du Trésor, ils s'exposaient en fait au risque de base, c'est-à-dire à une augmentation de la marge TED.



Les périodes de turbulences sur le marché monétaire illustrèrent le risque induit par l'utilisation d'un taux public pour représenter des taux privés. Au printemps 1984, les graves difficultés de Continental Illinois déclenchèrent une recherche de la qualité, qui entraîna un élargissement brutal de la marge TED (graphique 2). Les positions longues sur effets privés, couvertes approximativement par une position courte en bons du Trésor, furent inefficaces, donnant lieu à des pertes des deux côtés, le prix des effets privés baissant tandis que celui des bons du Trésor montait.

En 1984, la recherche de la qualité voua à l'échec les stratégies de couverture par bons du Trésor

Les augmentations brutales et considérables de la marge TED pouvaient également refléter des déséquilibres entre l'offre et la demande. Au printemps 1987, la forte demande de bons du Trésor, émanant des banques centrales qui venaient d'intervenir pour soutenir le dollar, s'est heurtée à une offre moins abondante, suite à des recouvrements d'impôts plus élevés que prévu. Les épisodes de cette nature ont contraint les opérateurs à reconsidérer leurs pratiques traditionnelles, au point de saper le net avantage en termes de liquidité offert par le contrat sur bon du Trésor.

Cette tendance au remplacement d'un instrument d'État par un instrument privé s'est généralement renforcée dans le cadre d'un processus de «déplacement des références». Un tel déplacement dénote une situation stratégique, dans laquelle les avantages d'un choix, pour un acteur donné, dépendent de manière positive d'un choix analogue opéré par d'autres⁸. En l'occurrence, à mesure que les banques ou autres intermédiaires passaient, les uns après les autres, du contrat sur bon du Trésor au contrat eurodollar, ce dernier gagnait en profondeur et en liquidité et devenait plus attrayant. Ce processus n'est toutefois pas allé à ses limites, en ce sens que le contrat eurodollar a supplanté son concurrent du Trésor, mais sans l'éliminer complètement (partie droite du graphique 1)⁹.

Dynamique du déplacement des références

Il est intéressant de se demander si cette coexistence de deux contrats résulte du jeu du marché ou bien de conditions juridiques et institutionnelles plus favorables aux bons du Trésor. Ainsi, jusqu'à une date récente, les taux des prêts étudiants de US Student Loan Marketing Association ont continué d'être référencés sur les taux des bons du Trésor; puis, en 1999, les banques ont fini par obtenir du Congrès de se fonder sur un instrument privé¹⁰.

⁸ Thomas C. Schelling, *Micromotives and Macrobehavior* (New York: Norton, 1978). Voir également BRI, 70^e Rapport annuel (Bâle: juin 2000), pp. 124-127.

⁹ Marcia Stigum, *The Money Market*, 3^e édition (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1990), p. 757, s'interroge sur l'existence des contrats à terme sur bons du Trésor (*Bill Futures: A Dying Contract?*).

¹⁰ A la demande des banques, le Congrès a intégré dans *Higher Education Amendments Act* de 1998 une directive chargeant le Congressional Budget Office d'étudier la possibilité de ne plus utiliser comme références les taux des bons du Trésor, mais ceux des contrats eurodollar (Libor), ou d'un autre instrument privé, pour les taux des prêts étudiants. En 1999, dans *Ticket to Work and Incentives Improvement Act*, le Congrès a décidé de prendre provisoirement, jusqu'en 2003, un autre taux: celui du papier commercial à 3 mois, qui suit généralement de près le Libor. Voir Congressional Budget Office, *A Framework for Projecting Interest Rate Spreads and Volatilities*, memorandum, janvier 2000. Ce choix peut sembler curieux. Le fait que le taux du papier commercial à 3 mois évolue dans le sillage du Libor est le seul attrait de cet instrument: Stigum, *op. cit.*, p. 728, note d'ailleurs qu'un contrat à terme sur un effet commercial A-1, P-1 à 90 jours n'a jamais suscité beaucoup d'intérêt, car le

Marché obligataire: déplacement des références?

Sur l'obligataire, un déplacement requiert une solide référence privée

Le marché obligataire risque-t-il d'adopter comme référence un instrument privé? Au vu de ce qui précède, la réponse à cette question pourrait dépendre de l'existence d'une référence privée solide et de l'apparition de fluctuations spectaculaires de la marge entre instruments publics et privés.

En l'absence d'un taux privé standard, il est peu probable qu'un instrument privé supplante les valeurs du Trésor. Ce qu'il faudrait, c'est une forme de convention concernant la portion longue de la courbe des rendements, analogue à une moyenne tronquée des taux à 3 mois d'un groupe de banques, qui sert de référence privée uniforme et de haute qualité sur le marché monétaire du dollar. Les moyennes, depuis longtemps disponibles, des rendements sur l'encours des obligations privées de première catégorie ne présentent pas les caractéristiques requises. Cependant, depuis le milieu des années 80, le marché des dérivés de gré à gré fournit une autre solution intéressante: le taux fixe que les grandes banques sont disposées à négocier contre eurodollars dans le cadre d'un contrat d'échange de taux.

Le taux du contrat d'échange de taux d'intérêt présente des avantages par rapport à une moyenne de rendements obligataires

Il est avantageux à plusieurs égards de prendre le taux de ces contrats d'échange plutôt qu'une moyenne des rendements de l'encours d'obligations. Comme les nouveaux contrats d'une certaine durée sont négociés quotidiennement, leur échéance est constante d'un jour sur l'autre, contrairement à l'échéance moyenne de tout indice d'encours d'obligations. De plus, leurs taux sont cotés à leur valeur nominale, de sorte qu'ils sont épargnés par les effets fiscaux et comptables affectant le cours des obligations sur le marché secondaire, qui s'échangent avec une décote ou une prime.

L'épisode LTCM a souligné le risque des stratégies de couverture au moyen de contrats sur titres du Trésor

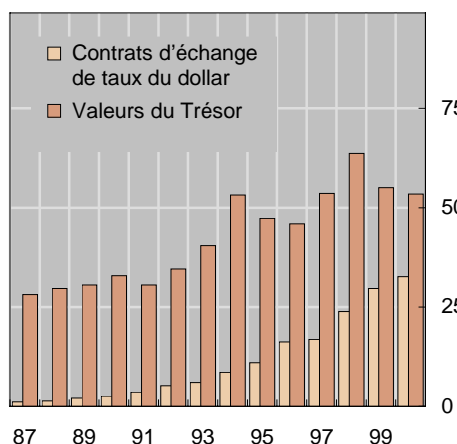
Depuis quelques années, le marché obligataire a subi des épisodes aussi traumatisants que la crise de Continental Illinois sur le marché monétaire. La chute de Long-Term Capital Management en 1998 a constitué le plus grave et a porté un rude coup aux pratiques de couverture d'instruments privés, tels que titres adossés à des hypothèques ou obligations d'entreprise, au moyen de positions courtes sur bons du Trésor ou obligations d'État, tant sur les marchés au comptant qu'à terme. Là encore, comme cette couverture était approximative, ces portefeuilles ont enregistré des pertes à la fois au niveau des positions longues sur titres privés et des positions courtes sur titres d'État. Plus récemment, les annonces de rachats d'obligations du Trésor américain ont généralement entraîné un élargissement des marges, de même que les déséquilibres de l'offre et de la demande avaient modifié les écarts sur le marché monétaire.

marché réel du papier commercial concerne celui dont l'échéance initiale est inférieure ou égale à 30 jours.

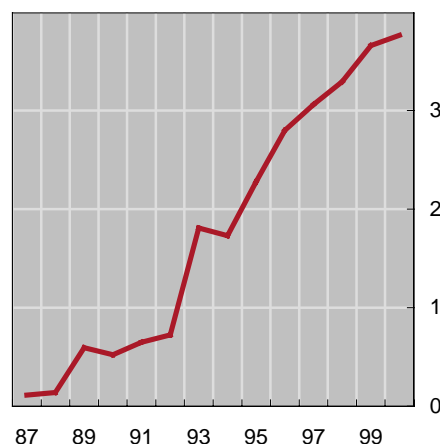
Marché obligataire du dollar: valeurs du Trésor et autres instruments

Moyenne des transactions journalières, en milliards de dollars EU et en %

Contrats à terme sur valeurs du Trésor et contrats d'échange



Contrats d'échange et instruments hors Trésor, en % de l'activité globale¹



¹ Activité obligataire: contrats d'échange; opérations au comptant et à terme sur valeurs du Trésor; obligations d'agences, euro-obligations et obligations planétaires en dollars EU.

Sources: Banque de Réserve fédérale de New York; banques centrales nationales; Cedel; Euroclear; FOW TRADEdata; ISDA; estimations BRI.

Graphique 3

En raison de l'existence d'une référence utilisable et d'épisodes de sévères élargissements des marges, les instruments privés supplantent aujourd'hui les titres du Trésor sur le marché obligataire des États-Unis. En d'autres termes, certains signes indiquent que la référence est de plus en plus le contrat d'échange au détriment du papier du Trésor. L'activité sur ces contrats (et sur les options correspondantes) est ainsi en progression par rapport à celle des contrats à terme et options sur valeurs du Trésor (partie gauche du graphique 3). Des résultats qualitatifs analogues sont obtenus en incluant les transactions au comptant (partie droite du graphique 3). Il convient de noter, en particulier, que les opérations sur titres du Trésor américain assortis de coupons ont culminé en 1998, tandis que celles sur instruments privés poursuivent leur expansion. La comparaison des parties gauches des graphiques 1 et 3, d'une part, et des parties droites, d'autre part, permet de penser que le processus en cours sur le marché obligataire atteint une ampleur semblable à celui qui a touché le marché monétaire au milieu des années 80.

Des signes montrent que la référence est de plus en plus le contrat d'échange au détriment du papier du Trésor

Chaque intervenant qui change de stratégie incite davantage les autres à faire de même

Les contrats d'échange sont encore négociés de gré à gré ...

... mais les regroupements à l'échelle mondiale dans le secteur bancaire risquent de conduire à une négociation sur un marché organisé

Comme sur le marché monétaire, les opérateurs sur l'obligataire ont un comportement gréaire¹¹. Ainsi, chaque intervenant qui renonce à utiliser des valeurs du Trésor pour couvrir des instruments privés enlève de la liquidité au marché de la dette publique et en ajoute à celui des contrats d'échange, ce qui incite les autres participants à faire de même.

Pour l'avenir, les instruments privés sur l'obligataire pourraient toutefois s'avérer moins intéressants qu'ils ne l'étaient sur le marché monétaire au début des années 80, notamment parce que les contrats d'échange continuent d'être négociés de gré à gré, malgré des tentatives de création d'un marché organisé. Cette situation serait due, entre autres, au fait que la clientèle exige des contrats d'échange sur mesure. Même si l'explication est en partie fondée, il est indéniable également que les banques les mieux notées se sont opposées à toute centralisation. En effet, une structure centralisée aboutirait à l'uniformisation de la qualité de la signature des opérateurs et, partant, à une érosion de l'avantage concurrentiel des meilleures notations, en particulier de la préférence accordée actuellement par les investisseurs à un petit nombre de contreparties de relativement bonne qualité, étant donné que beaucoup de contrats courent sur plusieurs années (les opérateurs les plus actifs sur contrats d'échange de taux peuvent aussi bénéficier d'informations exclusives sur les flux d'ordres). Bien qu'il soit de plus en plus fréquent d'exiger des sûretés permettant aux signatures moins prestigieuses d'accéder au marché, les contrats d'échange sont probablement pénalisés par des coûts de transaction plus élevés et demeurent moins liquides que s'ils étaient négociés sur un marché organisé.

Cependant, compte tenu des regroupements en cours à l'échelle mondiale dans le secteur bancaire, il risque de s'avérer plus difficile de limiter rigoureusement ces contrats au gré à gré. Les investisseurs qui prêtent attention à la cote de crédit des établissements sont de moins en moins en mesure de diversifier le risque de crédit de contrepartie, notamment dans leurs opérations sur dérivés. Paradoxalement, la concentration croissante des portefeuilles de contrats d'échange pourrait favoriser celle des transactions - sous la forme d'un marché organisé. Dans ce cas, le risque de contrepartie serait, bien entendu, supporté par ce marché, sur la base d'accords de répartition entre tous les participants.

¹¹ Dans la vue d'ensemble de l'étude intitulée *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* (Bâle, 1999), le CSFM examine les raisons de la concentration de la liquidité pour le marché des obligations d'Etat sur les émissions de référence (voir notamment pp. 15-16). Dans une des analyses composant cette étude, Michael Fleming et Asani Sarkar (*Liquidity in U.S. Treasury Spot and Futures Markets*) s'intéressent à la concentration de la liquidité sur des échéances spécifiques du marché du Trésor américain, tandis que Hideaki Higo (*The Change of Liquidity in the Life Cycle of Japanese Government Securities*) constate que certaines obligations d'Etat japonaises, qui étaient au départ des références, continuent de représenter un volume d'activité croissant, bien après avoir perdu ce statut.

Conclusion

La crainte que les marchés obligataires modernes ne puissent pas fonctionner efficacement en l'absence de titres d'État, et notamment des valeurs du Trésor américain, est probablement infondée. Sur le marché monétaire, les bons du Trésor ont d'ores et déjà cédé la première place aux engagements bancaires, et le même mouvement pourrait être en train de gagner l'obligataire. Peut-être s'avérera-t-il que le rôle central de la dette publique n'est rien de plus qu'un héritage de la finance en temps de guerre et qu'en période de paix les marchés sont naturellement enclins à faire confiance aux références privées. Sous cet angle, toute réduction prolongée de l'encours de la dette publique ne ferait qu'accélérer une tendance déjà bien engagée.

Cependant, même s'il en était ainsi, des questions délicates demeurent. Dans un environnement de forte contraction de l'offre de titres d'État, la recherche de la qualité pourrait-elle accentuer l'écart entre instruments publics et instruments privés, ce qui aurait des conséquences négatives pour la solvabilité des portefeuilles restant exposés à ce risque? Et, si les titres d'État venaient à disparaître, la tendance moderne qui délaisse les instruments privés pour les instruments publics en reviendrait-elle au système antérieur privilégiant le papier-monnaie, voire les espèces?

Toute réduction prolongée de l'encours de la dette publique ne ferait que conforter la confiance dans les références privées

Renforcement des systèmes financiers par l'application de normes internationales

Stratégie d'ensemble

Les normes internationales peuvent atténuer la fragilité des systèmes internes

Les récentes crises financières ont amené la communauté internationale à souligner la nécessité de mesures concrètes pour atténuer la fragilité des systèmes financiers internes. Ses efforts pour préserver la stabilité financière nationale et internationale reposent surtout sur l'élaboration et l'application de normes favorisant des politiques plus saines et des structures d'entreprise et de marché plus solides.

Stratégie d'ensemble pour favoriser la mise en œuvre des normes

La communauté internationale à l'origine de ces normes a pris diverses initiatives qui forment une stratégie d'ensemble destinée à en favoriser l'application. S'appuyant sur ces travaux, le Forum sur la stabilité financière (FSF) a constitué l'an passé un Groupe d'étude sur la mise en œuvre des normes, représentant les instances concernées, des organes de surveillance, des autorités nationales des pays émergents et développés ainsi que des institutions financières internationales (IFI) et des associations internationales. Ce Groupe d'étude a orienté sa stratégie dans plusieurs directions¹²:

- développer un sens de la responsabilité au sein des pays sur la nécessité d'appliquer les normes;
- fixer les priorités pour l'application des normes, en tenant compte des spécificités nationales;
- mettre au point des méthodologies offrant des orientations pratiques pour l'évaluation du respect des normes clés;
- effectuer des exercices d'évaluation coordonnés par le FMI et la Banque mondiale, pour mieux identifier les vulnérabilités, les priorités et les besoins d'assistance;
- créer des incitations à appliquer les normes par des mesures officielles et le jeu des mécanismes de marché;
- mobiliser les ressources internationales requises pour fournir l'assistance technique et la formation permettant de constituer les capacités nécessaires à une mise en œuvre effective et durable.

¹² Présidé par Andrew Sheng, Président de la Hong Kong Securities and Futures Commission, le Groupe d'étude sur la mise en œuvre des normes a rédigé un rapport approuvé et publié par le FSF en mars 2000 (www.fsforum.org/Reports/).

La présente étude examine en détail comment satisfaire à chacune de ces exigences pour assurer le succès de la stratégie.

Responsabilité

L'application effective des normes internationales exige par-dessus tout qu'un pays accepte pleinement sa responsabilité à cet égard, concrétisée par un consensus national et l'engagement des autorités. Étant donné la complexité des systèmes financiers, la mise en œuvre concernera un grand nombre d'agents et affectera peut-être divers intérêts constitués, ce qui peut soulever des difficultés pour les responsables nationaux chargés des aspects de la stabilité financière, même s'ils sont souvent désireux d'appliquer les normes et bien au fait des améliorations indispensables. Pour aider à surmonter ces difficultés, il convient de réunir un consensus politique interne, que des évaluations extérieures, en signalant objectivement les faiblesses, peuvent contribuer à forger. La communauté internationale porte elle aussi un vif intérêt à l'application de saines pratiques, car l'incidence des crises peut rejaillir d'un pays sur l'autre. Néanmoins, la «pression» internationale doit jouer avec discrétion, de manière à ne pas faire obstacle au consensus interne. L'action dans ce domaine doit suivre un rythme établissant un équilibre adéquat entre celui que dictent la responsabilité ainsi que les ressources nationales et celui qui est souhaitable dans une perspective mondiale.

Un sens de la responsabilité au sein du pays - consensus et engagement des autorités - est un facteur crucial de succès

Priorités

La mise en œuvre de l'ensemble des normes (le compendium FSF en regroupe plus de soixante) serait une tâche ardue, allant au-delà des possibilités de la plupart des économies, dans un avenir proche. Chacune devra donc fixer des priorités, sans oublier que de nombreuses normes sont interdépendantes (ainsi, l'efficacité de la surveillance et de la réglementation repose sur la qualité des pratiques comptables et du cadre juridique). En vue de faciliter le processus, le FSF propose d'accorder la priorité, en tenant compte des spécificités nationales, à douze normes fondamentales pour la solidité des systèmes financiers (encadré à la fin de cette étude), que l'on peut classer en trois grandes catégories: politique macroéconomique et transparence; infrastructure des établissements et des marchés; réglementation et surveillance financières. Le compendium présenté sur le site FSF (www.fsforum.org) met ces normes en évidence.

Les priorités doivent être adaptées aux spécificités nationales

Méthodologies d'évaluation

Pour déterminer les priorités, il importe de connaître les principales lacunes des pratiques courantes par rapport aux normes internationales. Comme ces dernières sont le plus souvent formulées sous forme de principes assez généraux, une connaissance approfondie de ces principes et des pratiques courantes est requise pour mener cette évaluation. En vue de faciliter l'exercice, de nombreuses instances ont mis au point ou élaborent des critères

L'évaluation des pratiques courantes au regard des normes peut être un préalable utile

précis ou des méthodologies destinés à fournir des orientations concrètes, qui permettront de dessiner un profil global des points forts et des faiblesses.

Dispositif d'évaluation

Un examen régulier des progrès dans l'application des normes peut largement aider à redéfinir le programme d'action et faire apparaître les besoins d'assistance technique et de formation. Trois approches sont possibles: autoévaluation, évaluation par des pairs ou par des experts appointés. Les méthodologies élaborées par les diverses instances seront ici d'un grand secours.

Initiatives FMI-
Banque mondiale:
le PESF vise
à évaluer les
vulnérabilités
du secteur
financier ...

L'expérience a généralement montré que l'autoévaluation, utile pour dresser un inventaire initial, est à compléter par une vérification extérieure indépendante. Pour cela, le FMI et la Banque mondiale ont récemment construit un dispositif d'évaluation du respect des normes et politiques concernées en collaboration avec des autorités nationales et d'autres instances internationales. L'une des pièces maîtresses en est le Programme d'évaluation du secteur financier (PESF), mené conjointement par les institutions de Bretton Woods avec la coopération de divers organes nationaux et instances de normalisation, qui met en lumière les vulnérabilités du secteur financier et les réformes prioritaires¹³. Encore expérimental, le Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) y tient également une place majeure: il rassemble des évaluations synthétiques sur les progrès réalisés par une économie dans plusieurs domaines; il incorpore les résultats du PESF sur les aspects financiers, des évaluations concernant la diffusion de données et la transparence des finances publiques, mais aussi des appréciations sur d'autres plans: gouvernance d'entreprise, comptabilité et audit¹⁴.

... tandis que le
ROSC est un
instrument
d'information
publique

Incitations

L'intérêt est
la motivation
primordiale ...

L'application des normes internationales doit d'abord être motivée par des considérations d'intérêt. Étant donné que les crises comportent des coûts élevés, l'intérêt des économies est de les prévenir. Un système financier solide et sain contribue en outre à la croissance du revenu par habitant puisqu'il amplifie le taux d'épargne, améliore l'allocation des ressources et accroît l'efficacité des services financiers.

Des incitations - mesures officielles et jeu des mécanismes de marché - peuvent renforcer cette motivation. Suite à la publication du rapport du Groupe d'étude du FSF, un Groupe de suivi a été chargé de déterminer quelles

¹³ Un PESF comporte, pour un pays donné, des évaluations au regard des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace et du Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière. Selon les spécificités nationales, des analyses peuvent également porter sur les principes fondamentaux dans les domaines des opérations sur titres, assurances et systèmes de paiement et de règlement.

¹⁴ Le site FMI donne des informations détaillées sur ce type de rapport et sur les modules déjà disponibles pour diverses économies (www.imf.org/external/standards/index.htm).

mesures d'incitation pouvaient être envisagées à l'égard des pays¹⁵, en examinant les possibilités offertes du côté des opérateurs ainsi que par les instruments de surveillance, la réglementation et l'accès au marché.

Puisque les normes ont vocation à renforcer les systèmes financiers nationaux et internationaux, le secteur officiel a des raisons de favoriser leur mise en œuvre. La communauté internationale appelle donc les pays à effectuer et publier des évaluations; mener un dialogue avec les IFI sur les politiques à adopter; participer aux vérifications par les pairs. Dès que nécessaire, elle doit appuyer ses encouragements en fournissant assistance technique et ressources. L'octroi de financements officiels, comme les lignes de crédit préventives du FMI, a parfois été subordonné à des progrès ultérieurs dans ce domaine. Sur le plan national, les autorités de réglementation et de contrôle peuvent également, par exemple, encourager les établissements du secteur financier à utiliser l'information sur le respect des normes dans leur processus d'évaluation des risques; elles peuvent aussi considérer cet aspect dans leurs décisions sur l'accès au marché.

L'intérêt et les incitations sont cependant des motivations sans doute insuffisantes. Le jeu des forces du marché - à travers la prise en compte du respect des normes dans la détermination des prix des actifs et l'allocation des ressources - sera vraisemblablement plus efficace à long terme. Pour cela, des conditions doivent être remplies. Il faut, d'une part, que les opérateurs connaissent bien ces normes et les jugent utiles à leur évaluation des risques; d'autre part, qu'ils aient accès à une information fiable et actuelle, et qu'ils l'exploitent.

Le Groupe de suivi a évalué dans quelle mesure ces conditions préalables étaient satisfaites en effectuant une enquête informelle auprès de plus de cent acteurs opérant sur les grandes places de onze juridictions. Les efforts de sensibilisation du FSF, du FMI et de la Banque mondiale ont montré que les incitations de marché sont tout à fait aptes à donner de bons résultats, mais aussi que des efforts supplémentaires sont nécessaires sur de nombreux fronts pour mieux faire connaître les normes et amener les opérateurs à en tenir compte pour la détermination des prix et l'allocation des ressources. Les autorités nationales, les institutions de Bretton Woods, les autres instances de normalisation et le FSF s'y emploient au moyen de publications, conférences, séminaires et actions de sensibilisation. Le secteur privé est également à l'origine de plusieurs initiatives. Il convient en outre de poursuivre l'analyse sur l'utilité d'une prise en compte de l'application des normes dans les évaluations du risque et d'améliorer la présentation de l'information relative aux progrès réalisés par les économies dans ce domaine.

... renforcée par des incitations officielles ...

... et, surtout, par les forces du marché, plus efficaces à long terme

Efforts à poursuivre pour tirer tout le bénéfice des incitations de marché

¹⁵ Présidé par Axel Nawrath, Directeur Général au ministère allemand des Finances, le Groupe de suivi des incitations à la mise en œuvre des normes internationales a publié un rapport approuvé par le FSF en septembre 2000 (www.fsforum.org/Reports/).

Ressources

Soutien des IFI, des instances de normalisation et des autorités nationales

L'application des normes exige d'abondantes ressources, ce qui place de nombreux pays devant de sérieuses difficultés pratiques. Un renforcement durable des systèmes financiers passe par la constitution de capacités. C'est pourquoi les autorités nationales, diverses IFI comme la BRI, le FMI et la Banque mondiale ainsi que des instances de normalisation apportent leur soutien en fournissant assistance technique et formation. Pour sa part, le FSF est à l'origine de la création, par la BRI et les institutions de Bretton Woods, d'un répertoire de l'offre mondiale de formation, accessible sur Internet, présentant les cours offerts par divers organismes pour améliorer la qualité de la surveillance financière¹⁶. D'abord centré sur le contrôle bancaire, ce répertoire sera élargi à un vaste éventail d'activités financières, couvrant assurances ainsi que systèmes de paiement et de règlement. L'Institut pour la stabilité financière, sis à la BRI (Bâle), coopère avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et un nombre croissant d'autres instances de normalisation pour fournir une formation approfondie aux responsables de la surveillance, afin d'améliorer et renforcer les systèmes financiers.

Les contraintes de ressources obligent à cibler l'assistance

Comme la demande potentielle d'assistance est très grande, la communauté internationale sera inévitablement confrontée à des contraintes de ressources. Pour en assurer un bon usage, l'assistance devra être ciblée et utilisée à des effets durables dans les pays bénéficiaires.

Conclusion

Sans être une panacée, les normes favorisent la solidité des systèmes financiers et une croissance durable

L'application des normes ne suffit pas à garantir la stabilité financière et ne représente pas une fin en soi, ni un remède magique. Elle doit plutôt être perçue comme un moyen de promouvoir des systèmes financiers sains, donc une croissance soutenue. Elle y parvient surtout en améliorant le fonctionnement du secteur financier, ce qui contribue à réduire l'accumulation des risques ainsi que des vulnérabilités et, par conséquent, à éviter les crises et leurs coûts en termes de production et d'emploi.

¹⁶ Voir www.fsforum.org/Training/Home.html.

Normes fondamentales pour la solidité des systèmes financiers

Le FSF appelle les pays à mettre en œuvre en priorité, en tenant compte des spécificités nationales, les douze normes ci-dessous, fondamentales pour la solidité des systèmes financiers. Si elles résultent d'un consensus international de portée variable, elles sont toutes généralement acceptées comme des exigences minimales en matière de bonnes pratiques. Certaines sont applicables à plus d'un domaine (www.fsforum.org/Standards/KeyStds.html).

| Domaine | Norme | Instance |
|---|---|-------------------|
| <i>Politique macroéconomique et transparence</i> | | |
| Politiques monétaire et financière | Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière | FMI |
| Politique budgétaire | Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques | FMI |
| Diffusion des données | Norme spéciale de diffusion des données (NSDD)/Système général de diffusion des données (SGDD) ¹ | FMI |
| <i>Infrastructure des établissements et des marchés</i> | | |
| Insolvabilité | ² | Banque mondiale |
| Gouvernance d'entreprise | Principes relatifs au gouvernement d'entreprise | OCDE |
| Comptabilité | Normes comptables internationales (IAS) | CNCI ³ |
| Audit | Normes de vérification internationales (ISA) | FIC ³ |
| Paiement et règlement | Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique | CSPR |
| Intégrité des marchés | 40 recommandations du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux | GAFI |
| <i>Réglementation et surveillance financières</i> | | |
| Contrôle bancaire | Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace | CBCB |
| Opérations sur titres | Objectifs et principes de la régulation financière | OICV |
| Compagnies d'assurances | Insurance Core Principles | AICA |

¹ Les économies sont toutes invitées à adopter le SGDD ou, pour celles qui ont ou envisageraient d'avoir accès aux marchés internationaux des capitaux, les NSDD, plus contraignantes. ² Plusieurs instances, coordonnées par la Banque mondiale, œuvrent à la mise au point dans ce domaine de principes et lignes directrices, dont l'application sera facilitée par la Commission des Nations Unies sur le droit commercial international (CNUDCI), qui a adopté la Loi type sur l'insolvabilité internationale en 1997. ³ À la différence des autres instances, le Comité des normes comptables internationales (CNCI) et la Fédération internationale des comptables (FIC) sont des organismes privés.

Principales instances de normalisation

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB)

Institué par les banques centrales du G 10, il sert de forum permanent de coopération entre pays membres sur les questions de contrôle bancaire. Il formule des normes et lignes directrices générales en matière prudentielle et recommande des normes de meilleures pratiques bancaires, en appelant les autorités de contrôle à les appliquer (www.bis.org).

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR)

Institué par les banques centrales du G 10, il sert de forum permanent de coopération entre banques centrales membres sur les questions liées aux systèmes de paiement et de règlement. Il surveille et analyse l'évolution des systèmes domestiques de paiement, de règlement et de compensation, ainsi que des dispositifs de compensation transfrontières et multidevises. Il sert aussi à coordonner les fonctions de surveillance des banques centrales du G 10 concernant ces dispositifs. Il formule des normes et lignes directrices générales et recommande des codes de meilleures pratiques, en appelant les autorités concernées à les appliquer (www.bis.org).

Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI)

Institué par le Sommet du G 7 tenu à Paris en 1989, il a énoncé un programme initial de lutte contre le blanchiment comportant 40 recommandations, modifiées en 1996 pour tenir compte des nouvelles pratiques et menaces potentielles dans ce domaine. Le GAFI comprend 26 pays membres et surveille les progrès de l'application des mesures antiblanchiment. Il procède par autoévaluation annuelle, doublée d'une évaluation mutuelle plus détaillée. Il examine en outre les tendances, techniques et contre-mesures ainsi que leurs implications pour les 40 recommandations; il agit en faveur de leur adoption et application par les pays non membres (www.oecd.org/fatf).

Comité des normes comptables internationales (CNCI)

Instance privée constituée en 1973, elle a pour objectif d'harmoniser les principes comptables utilisés par les entreprises et autres organismes dans le monde entier. Son Conseil est chargé d'élaborer et d'approuver les normes comptables internationales. À ce jour, 40 d'entre elles ont été promulguées (www.iasc.org.uk).

Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA)

Établie en 1994, elle constitue un forum de coopération entre autorités de contrôle et de réglementation des assurances originaires de plus de 100 juridictions. Elle est chargée d'élaborer des principes et normes, approuvés sur le plan international, favorisant une réglementation et une surveillance efficaces. Après avoir mis au point des principes fondamentaux (Insurance Core Principles) et l'«Insurance Concordat» ainsi que d'autres normes, elle concentre son activité normative sur les domaines suivants: solvabilité, prestation de services transfrontières, gestion des risques liés aux actifs, surveillance des conglomérats financiers, réassurance, code de conduite pour les opérations de marché et commerce électronique (www.iaisweb.org).

Fédération internationale des comptables (FIC)

Composée d'associations professionnelles nationales représentant les comptables des secteurs public et privé ainsi que des groupements spécialisés ayant de fréquents contacts avec les comptables, elle s'efforce de promouvoir la profession et d'harmoniser ses normes sur le plan mondial, pour favoriser des prestations homogènes de haute qualité. Par l'intermédiaire de son Comité international de normalisation de la vérification (CINV), elle a énoncé les Normes de vérification internationales (ISA) et les International Auditing Practice Statements (IAPS) (www.ifac.org).

Fonds monétaire international (FMI)

Il élabore des normes internationales dans les domaines directement en rapport avec son mandat - surveillance du système monétaire international - et en assure la surveillance. En collaboration avec d'autres instances, il a mis au point des normes internationales pour la compilation et la diffusion de données ainsi que la transparence en matière de politiques budgétaire, monétaire et financière; il a aussi contribué à l'évaluation et à la mise en œuvre des normes internationales de contrôle bancaire. Il a en outre préparé pour plusieurs pays, à titre expérimental, des rapports sur l'application des normes et codes de meilleures pratiques approuvés par la communauté internationale (www.imf.org).

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

Organisme de coopération entre régulateurs nationaux, il est composé, à titre de membres permanents, d'autorités officielles de surveillance des marchés de valeurs mobilières et de contrats à terme. Il préconise la mise en œuvre de ses normes pour la réglementation des marchés des titres afin d'en préserver l'efficacité et la solidité. Sa dimension internationale lui permet d'établir des normes pour la surveillance efficace des opérations internationales sur titres. Il œuvre à l'intégrité des marchés par une application rigoureuse des normes et de sanctions en cas d'infraction (www.iosco.org).

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)

Chargée de promouvoir des politiques assurant une croissance économique durable ainsi que l'emploi dans ses pays membres, elle vise à favoriser l'efficacité des marchés en encourageant la convergence des politiques, législations et réglementations concernant les entreprises et marchés financiers (www.oecd.org).

IV. Évolutions structurelles et réglementaires

Initiatives et rapports concernant les établissements financiers

Octobre

Le Groupe sur la banque électronique (Electronic Banking Group - EBG) du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) publie des documents officiels analysant les implications des activités de banque électronique pour la surveillance prudentielle transfrontière¹⁷. Il note que la banque électronique repose sur une technologie destinée à étendre le rayon d'action géographique «virtuel» des banques et de leurs clients, parfois au-delà des frontières nationales, sans donner lieu nécessairement à une expansion «physique» correspondante. Il souligne que de nombreux problèmes transfrontières liés au rapide développement des activités de banque électronique n'ont pas été examinés lorsque le Comité de Bâle a élaboré ses orientations actuelles. Il met l'accent, en outre, sur la nécessité d'une coopération internationale entre autorités prudentielles pour relever les défis transfrontières posés au contrôle bancaire et définit un plan d'action en quatre volets:

- i) élaboration, à partir des travaux effectués à ce jour, de principes directeurs pour une gestion prudente des risques dans les activités de banque électronique;
- ii) recherche des aspects éventuels sur lesquels les orientations existantes du Comité de Bâle requièrent une adaptation pour faciliter l'exercice d'une surveillance saine des activités transfrontières de banque électronique;
- iii) promotion d'une coopération internationale au sein de la profession bancaire ainsi qu'entre secteurs public et privé, afin de recenser les problèmes des risques liés à la banque électronique et de définir de saines pratiques pour y remédier;
- iv) incitation à échanger les divers éléments élaborés par les autorités de contrôle bancaire ainsi que les informations disponibles sur les programmes de formation en matière de banque électronique.

EBG met l'accent sur la coopération prudentielle pour les activités transfrontières de banque électronique

¹⁷ *Electronic Banking Group Initiatives and White Papers*, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Bâle, octobre 2000 (www.bis.org).

Novembre

Un groupe de onze banques internationales s'accorde sur les principes Wolfsberg, ensemble de directives communes applicables sur la base d'une libre adhésion pour lutter contre le blanchiment d'argent¹⁸. Ces règles concernent les relations des banques avec les particuliers très fortunés et couvrent les aspects suivants: acceptation de nouveaux clients; situations requérant une attention particulière; moyens de détection d'activités inhabituelles ou douteuses; identification des véritables détenteurs des comptes; sensibilisation du personnel des banques. Les autres banques ont été encouragées à adopter ces directives, mais aucun mécanisme n'a été convenu face aux établissements qui les enfreignent.

Un groupe de grandes banques s'accorde sur des principes pour lutter contre le blanchiment d'argent

La Réserve fédérale américaine et les agences de réglementation des institutions d'épargne invitent le public à se prononcer sur un avant-projet de réglementation envisageant l'application aux institutions financières non complexes d'un dispositif simplifié d'exigences de fonds propres¹⁹. Ce dispositif respecterait les principes fondamentaux du Nouvel accord de Bâle, tout en allégeant le fardeau réglementaire de tels établissements soumis au contrôle. Les commentaires sont sollicités sur les questions suivantes: définition d'une institution non complexe; détermination des critères d'admission à un dispositif de fonds propres simplifié; fixation d'un seuil minimal approprié; possibilités d'options additionnelles de mesure des fonds propres réglementaires; résolution des problèmes posés par la mise en œuvre d'un dispositif simplifié.

Les instances de réglementation américaines sollicitent des commentaires sur des exigences de fonds propres simplifiées pour les institutions financières non complexes

Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur infrastructure

Octobre

Le gouvernement suisse annonce une réduction des droits de timbre prenant effet le 1^{er} janvier 2001. Les banques nationales négociant des titres suisses sur des places étrangères seront exemptées des droits de timbre sur ces transactions, de même que les investisseurs institutionnels effectuant des opérations pour compte propre.

Aux États-Unis, les principaux opérateurs sur dérivés de crédit conviennent de supprimer les clauses de restructuration des contrats d'échange sur défaillance classiques conclus sur les entreprises américaines²⁰. Cette décision résulte pour beaucoup des pertes encourues par des vendeurs de tels contrats sur la compagnie d'assurances Consec. N'ayant plus accès au marché du papier commercial, cette société a été contrainte d'utiliser sa facilité de prêt de soutien. Par la suite, une restructuration de sa dette comprenant une prolongation d'un an de la facilité de secours a entraîné le

Les principaux opérateurs américains conviennent de supprimer les clauses de restructuration des contrats d'échange

¹⁸ www.wolfsberg-principles.com.

¹⁹ www.federalreserve.gov.

²⁰ Ils continueront de proposer, cependant, des contrats d'échange offrant une indemnisation en cas de restructuration de dette.

paiement des contrats d'échange sur défaillance conclus. Les opérateurs concernés ont trouvé que cela procurait aux acquéreurs de protection des profits injustifiés, en raison surtout de l'absence de défaillance. Depuis, les opérateurs s'inquiètent de la possibilité, pour les acheteurs, d'exercer ces contrats sur défaillance lors de restructurations de dette, en particulier si aucune défaillance n'intervient. La mesure prise pourrait, entre autres, affecter la liquidité du marché des dérivés de crédit puisque les banques européennes continuent de recourir aux clauses de restructuration.

ESF annonce un programme d'élaboration d'une contrepartie européenne unique

European Securities Forum (ESF) annonce un programme d'élaboration d'une contrepartie européenne unique et d'un dispositif de compensation pour toutes les actions européennes²¹. L'organisme précise qu'il effectuera un appel d'offres pour l'exploitation par une société externe mais que, en l'absence d'une solution satisfaisante, il s'en occupera lui-même. Il estime que le développement futur des systèmes de négociation sur titres rend les structures de propriété verticales inappropriées pour un marché financier paneuropéen. En outre, la fragmentation actuelle du traitement postnégociation rend les marchés européens moins avantageux et compétitifs. Cette initiative est suscitée par l'échec des opérateurs de marché, qui ne sont pas parvenus à un accord sur la création d'un dispositif européen de compensation des actions.

DTCC préconise un mode de compensation à l'échelle mondiale

Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), le plus grand organisme de compensation et de règlement sur titres, appelle les prestataires de services financiers à élaborer une solution de compensation à l'échelle mondiale pour abaisser les coûts, réduire les risques et favoriser l'expansion de la négociation d'instruments financiers. Dans un document officiel, DTCC annonce l'organisation d'une conférence mondiale, début 2001, pour examiner ces questions²². Le texte ne prescrit pas de solution à contrepartie centrale unique, mais recense plutôt diverses questions requérant une discussion ainsi qu'une compréhension et un accord mutuels de la profession, notamment sur les aspects suivants: normes de communication et de technologie; conventions de nantissement et de compensation des marges entre contreparties centrales; investissements technologiques communs; coordination des stratégies et projets professionnels.

London Clearing House annonce un programme d'extension de ses services de compensation sur dérivés de gré à gré. OTCDerivNet, nouvelle société créée avec huit gros opérateurs sur dérivés, reposera sur SwapClear, mis sur pied en 1999 pour la compensation des contrats d'échange de taux d'intérêt. Elle effectuera la compensation et l'appel de marge journalier d'une gamme plus large de produits de gré à gré dans un plus grand nombre de monnaies.

²¹ ESF, qui rassemble les grands utilisateurs des dispositifs européens de compensation et de règlement, a été institué en 1998 pour favoriser le développement rapide d'une infrastructure efficiente des marchés financiers européens. *ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, European Securities Forum, Francfort et Londres, décembre 2000 (www.eurosf.com).

²² *Central Counterparties: Development, Cooperation and Consolidation*, Depository Trust and Clearing Corporation, New York, octobre 2000 (www.dtcc.com).

Novembre

Les ministres européens des Finances concluent un accord visant à réduire la fraude fiscale au sein de l'Union européenne²³; la plupart des États membres partageront les informations concernant les revenus de l'épargne des non-résidents, de façon à permettre au pays d'origine de recevoir les produits fiscaux générés par ces revenus. Les pays opposés à une application rapide de ces échanges d'informations (Autriche, Belgique et Luxembourg) bénéficieront d'une période de transition de sept ans, pendant laquelle ils pourront frapper les revenus de l'épargne d'une retenue à la source de 15% les trois premières années et de 20% les quatre suivantes. L'accord stipule que les produits fiscaux seront transférés, à hauteur des trois quarts, au pays d'origine de l'investisseur. À l'issue de la période transitoire, tous les pays de l'UE seront tenus d'échanger ces informations. Toutefois, l'Autriche et le Luxembourg, qui redoutent qu'un tel accord ne déclenche une fuite d'épargne préjudiciable hors de l'Union européenne, ont souligné que leur éventuelle signature, et donc l'entrée en vigueur de la Directive sur la fiscalité de l'épargne au début de 2003, dépendrait de l'acceptation du régime de partage d'informations par plusieurs centres financiers hors EU.

Le Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières²⁴ publie son rapport intérimaire, dans lequel il recense plusieurs carences sur les marchés financiers de l'Union européenne et affirme que le Plan d'action pour les services financiers (PASF) approuvé par les chefs d'État et de gouvernement de l'UE en mars 2000 contient les principaux éléments nécessaires à la poursuite de l'intégration du marché des services financiers européens²⁵. Le Comité souligne toutefois que la procédure législative actuelle est lente et incohérente; il préconise un nouveau type de système réglementaire, capable de s'adapter rapidement et avec flexibilité à l'évolution des marchés financiers. Il formule quatre recommandations essentielles: i) seuls les grands principes de la législation sur les valeurs mobilières devraient être arrêtés au niveau communautaire, selon les procédures législatives normales de l'Union; ii) les modalités de mise en œuvre devraient être déléguées à un nouveau Comité des valeurs mobilières de l'UE, assisté par les autorités de régulation de l'Union; iii) les États membres devraient appliquer le droit communautaire dans le cadre d'une coopération accrue en vue de garantir une transposition uniforme des règles; iv) l'application des règles communautaires devrait être renforcée par une action plus vigoureuse de la Commission et par une meilleure coopération entre les États membres et leurs autorités de régulation. Un élément capital du rapport réside dans la

Les ministres européens des Finances conviennent d'échanger les informations sur les revenus de l'épargne des non-résidents

Le Comité des Sages préconise un nouveau système réglementaire pour les marchés financiers européens

²³ www.europa.eu.int.

²⁴ Le Comité, présidé par Alexandre Lamfalussy, a été institué par le Conseil ÉCOFIN en juillet 2000 et a reçu pour mission d'évaluer les conditions actuelles pour la mise en œuvre de la régulation des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne. *Premier rapport du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières* (www.europa.eu.int). Le rapport définitif a été publié fin février 2001.

²⁵ Le Plan vise à réaliser cette intégration pour 2005 au plus tard.

recommandation d'arrêter les propositions, dans la mesure du possible, selon la procédure accélérée existante et de préférer les règlements aux directives pour transposer et mettre en œuvre les nouvelles dispositions²⁶. Dans le même temps, le Comité ne recommande pas la création d'une agence réglementaire paneuropéenne pour diverses raisons: i) les règles de base harmonisées nécessaires au bon fonctionnement d'un marché intégré ne sont pas encore en place; ii) une action rapide s'impose pour combler les lacunes de la réglementation en vigueur; iii) il faudra un certain temps pour déterminer si les réformes engagées produisent ou non les résultats escomptés. S'il est approuvé par les gouvernements de l'UE début 2001, le système proposé pourrait commencer à fonctionner aux premiers mois de 2002.

La Commission européenne annonce une révision de la Directive concernant les services d'investissement

Peu après la publication du rapport intérimaire des Sages, la Commission européenne annonce une vaste révision de la Directive concernant les services d'investissement²⁷. Son but est de déterminer la meilleure manière de moderniser cette législation pour refléter les profondes mutations que connaissent les services d'investissement et l'infrastructure de négociation des marchés des titres européens. Cette démarche a été déclenchée par le fait généralement reconnu que la réglementation existante du «passeport unique», permettant aux entreprises d'offrir des services d'investissement dans toute l'Union européenne, ne fonctionne pas de manière satisfaisante, car certains États membres continuent d'imposer des restrictions au nom de la protection des investisseurs (encadré pages 14-15). Cette révision passe par une consultation, allant jusqu'à fin mars 2001, durant laquelle les travaux se concentreront sur les moyens de rendre le passeport unique pleinement opérationnel et de mettre au point un dispositif réglementaire approprié pour l'infrastructure de marché. Il s'agit de créer un environnement juridique, dans lequel le passeport deviendra plus efficace dans les opérations entre professionnels et sera progressivement étendu aux services fournis aux petits investisseurs. En ce qui concerne l'infrastructure de négociation, la Commission souligne que, aux termes de la législation de l'UE sur les valeurs mobilières, les «marchés réglementés» servent les entreprises d'investissement d'autres États membres mais qu'il n'existe pas, à proprement parler, de garanties au niveau de la communication financière, de la transparence, de l'intégrité et de la stabilité. Cette situation risque de fausser la concurrence entre les Bourses et les systèmes de négociation; la question est de savoir s'il serait utile d'appliquer des principes communs aux systèmes de négociation (y compris aux nouveaux dispositifs électroniques) et, dans l'affirmative, quels devraient être ces principes. La Commission essaie également de lancer un large débat sur la nécessité d'apporter des réponses communes, en matière de réglementation et de surveillance, à la concentration des fonctions de compensation et de règlement. Le processus de consultation,

²⁶ Les règlements sont des actes législatifs qui, une fois adoptés par le Conseil et le Parlement européen, ne requièrent aucune transposition en droit national, contrairement aux directives, pour lesquelles cela peut prendre jusqu'à dix-huit mois, voire plus.

²⁷ www.europa.eu.int.

qui s'inscrit dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers, prendra en compte les conclusions figurant dans le rapport final des Sages.

L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) annonce qu'elle lèvera la menace de sanctions économiques sur les centres financiers extraterritoriaux signant un engagement collectif de transparence et de coopération. En juin 2000, l'OCDE avait publié, dans le cadre d'un programme international en plusieurs parties de lutte contre l'évasion fiscale, une liste de pays où des pratiques fiscales dommageables existent²⁸. Ces pays avaient été prévenus qu'ils étaient passibles de mesures punitives s'ils n'acceptaient pas de coopérer d'ici juillet 2001. L'une des exigences les plus délicates est l'instauration, par les places extraterritoriales, de mécanismes permettant l'échange d'informations avec les autorités fiscales des pays membres de l'OCDE. L'OCDE entend ainsi prévenir toute objection des places franches, selon lesquelles l'OCDE les forcerait à adopter des normes plus élevées que certains de ses propres pays membres.

L'OCDE lève la menace de sanctions économiques pour les centres extraterritoriaux coopératifs

Euroclear et Clearstream, les deux grands organes internationaux de compensation, annoncent qu'ils ont convenu de mettre en place une passerelle «de jour» entre leurs systèmes de règlement. Cette initiative, qui fait suite à un arrangement semblable pour la nuit, devrait permettre d'intensifier les échanges de titres et livraisons d'espèces intrajournaliers.

Les banques commerciales opérant dans la zone euro lancent un système transfrontière de paiements de faible montant, qui devrait raccourcir le traitement des opérations et réduire les coûts correspondants. Le dispositif STEP1 permettra un traitement intégré des paiements par la plateforme de compensation Euro1, déjà utilisée par de nombreuses grandes banques internationales. La durée de traitement, qui pouvait aller jusqu'à sept jours, sera ramenée à trois environ.

European Central Securities Depositories Association (ECSDA) convient de diverses normes visant à faciliter le règlement transfrontière sur actions, en permettant aux dépositaires nationaux de s'interconnecter²⁹. ECSDA décide également de mettre en œuvre une norme livraison contre paiement pour l'échange simultané de liquidités/titres entre acquéreurs et vendeurs au moment du règlement.

OM Gruppen AB (Suède) et Morgan Stanley Dean Witter & Co. lancent Jiway, Bourse électronique visant à faciliter l'accès des petits investisseurs aux marchés des actions européens et américains. Toutefois, ses services ne sont pas offerts directement au grand public, mais réservés aux courtiers, conseillers financiers et autres intermédiaires.

²⁸ *Rapport trimestriel BRI* d'août 2000.

²⁹ L'association ECSDA a été créée en 1997 pour offrir aux dépositaires centraux de titres un forum de discussion et de coopération d'élaboration de projets d'intérêt commun. Ses travaux se sont concentrés sur le règlement sécurisé LCP (www.ecsda.com).

Décembre

Signature
d'une nouvelle
législation pour
moderniser la
réglementation de
la négociation des
contrats à terme

Le Président des États-Unis signe le Commodity Futures Modernization Act de 2000, qui introduit trois grandes nouveautés par rapport au Commodity Exchange Act: il crée une structure souple pour la réglementation de la négociation des contrats à terme; il codifie un accord entre Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et Securities and Exchange Commission (SEC) visant à abroger l'interdiction, vieille de dix-huit ans, de contrats à terme sur actions individuelles; il clarifie le statut juridique des marchés dérivés de gré à gré (certains contrats n'étant plus considérés comme illégaux)³⁰. Le nouveau cadre remplace la réglementation uniforme actuelle par des Principes fondamentaux généraux, plus souples, et établit trois catégories réglementaires pour les marchés: marchés organisés agréés, facilités de transactions sur dérivés et dispositifs d'exécution de transaction multilatérale exemptés. Ces trois catégories correspondront plus étroitement à la nature des produits et des clients. En outre, le dispositif permettra aux organismes de compensation soumis au contrôle de CFTC, des autorités de contrôle bancaire américaines ou étrangères et de SEC de compenser les opérations effectuées avec les dispositifs exemptés ainsi que les transactions bilatérales. La loi, qui reconduit l'autorité de CFTC pour cinq ans, clarifie également l'exclusion «Treasury Amendment» et charge plus spécialement CFTC des opérations de change de détail.

ESF modifie sa
stratégie relative
à une contrepartie
centrale unique

European Securities Forum (ESF) décide de ne pas soumettre d'appel d'offres pour le contrat sur la fourniture de services de contrepartie centrale. En revanche, il publiera un projet de chambre de compensation paneuropéenne unique, auquel les organismes de compensation européens seront invités à réagir et à proposer à ESF des solutions concrètes. Une demande officielle de proposition ne sera pas émise tant que les progrès avec les prestataires de services sont rapides.

Blackbird Holdings Inc. lance une plateforme de négociation électronique pour les contrats d'échange de taux d'intérêt européens. Cette société, qui a vu le jour à l'automne dernier en tant que plateforme entre courtiers pour les dérivés sur taux simples, était initialement axée sur les contrats d'échange de taux en dollars canadiens et américains. La plateforme européenne traitera les contrats en euros, livres sterling et francs suisses.

³⁰ www.cftc.gov.

Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres

Serge Jeanneau

En janvier 2001, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié un second ensemble de propositions sur un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres qui, une fois parachevé, remplacera l'actuel accord de 1988. Ce dernier a contribué à accroître la solidité et la stabilité du système bancaire international et à renforcer l'égalité des conditions de concurrence entre les grandes banques internationales. Le marché financier a toutefois connu une évolution spectaculaire au cours des dix dernières années, au point que le ratio standard de fonds propres de l'accord est devenu un indicateur moins précis de la situation financière d'un établissement et a même créé des incitations contraires.

Le nouveau dispositif répond à plusieurs objectifs: mieux aligner les exigences de fonds propres sur les risques sous-jacents, prendre en compte les améliorations apportées à la mesure et au contrôle des risques et fournir aux banques et à leurs autorités de contrôle plusieurs options pour évaluer l'adéquation de leurs fonds propres, afin que l'accord puisse s'appliquer à tous les types d'établissements. En formulant ces propositions, le Comité est convaincu d'établir les bases d'un dispositif souple de fonds propres, capable de s'adapter aux mutations du système financier et d'en renforcer la sécurité et la solidité.

Les commentaires suscités par les propositions du premier document soumis à consultation par le Comité en juin 1999 (*Rapport trimestriel BRI d'août 1999*) ainsi que le dialogue permanent avec la profession et les autorités de contrôle au niveau mondial ont été très utiles au Comité pour mettre au point les nouvelles propositions. Il admet que le Nouvel accord est plus complet et complexe que celui de 1988, en ce sens qu'il reflète naturellement les innovations des marchés financiers et la nécessité qui en résulte d'un dispositif mieux différencié en fonction des risques. L'essentiel des propositions est brièvement résumé ci-après. Pour une analyse plus détaillée, se reporter à l'ensemble des documents publiés par le Secrétariat du Comité^①.

Les propositions se fondent sur trois piliers, qui se consolident mutuellement et permettent aux banques et à leurs autorités de contrôle d'évaluer correctement les divers risques encourus. Le Nouvel accord comporte essentiellement: des exigences minimales de fonds propres affinant le dispositif de mesure exposé dans l'accord de 1988; un processus de surveillance prudentielle de l'adéquation des fonds propres de chaque banque et de ses procédures d'évaluation interne; un recours à la discipline de marché, par l'intermédiaire d'une communication financière efficace.

Premier pilier

En ce qui concerne le premier pilier - exigences minimales de fonds propres - le Comité prévoit de remplacer par un choix d'options le dispositif uniforme défini dans l'accord de 1988. Le Nouvel accord précise quelles options sont ouvertes aux banques, avec l'aval de leur autorité de contrôle, selon la complexité de leurs activités et la qualité de leur gestion des risques. Ce dispositif vise à inciter les banques à améliorer constamment leur potentiel de gestion des risques, en vue d'utiliser les options offrant le plus haut degré de différenciation en fonction du risque et de produire ainsi des exigences de fonds propres plus exactes. Pour le calcul des exigences réglementaires, le Comité attache également une plus grande importance à l'évaluation, par les banques elles-mêmes, des risques qu'elles encourent.

Pour le risque de crédit, les banques moins complexes pourront opter pour une approche standardisée perfectionnant la méthodologie de 1988 et permettant de faire appel à des évaluations de crédit externes. Celles qui disposent, pour la gestion des risques, d'outils plus élaborés et qui satisfont à des critères prudentiels stricts peuvent utiliser une approche fondée sur les notations internes: la banque procède elle-même à l'estimation de certains facteurs clés du risque de crédit, comme la probabilité de défaillance de l'emprunteur. Le Comité propose, en outre, une exigence de fonds propres explicite en regard du risque opérationnel, pour laquelle plusieurs modes de calcul sont présentés en détail. L'approche vis-à-vis des risques de marché demeure en grande partie inchangée.

^① Pour une description générale du dossier soumis à consultation, voir notamment *Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres: note explicative* (www.bis.org).

En ce qui concerne le niveau global des fonds propres, qui sera obtenu en additionnant les exigences calculées séparément pour le risque de crédit, les risques de marché et le risque opérationnel, l'objectif primordial du Comité est d'instaurer une méthodologie plus différenciée en fonction du risque qui, en moyenne, préserve le niveau de fonds propres des banques, sans l'augmenter ni l'abaisser, après prise en compte de la nouvelle exigence au titre du risque opérationnel. À l'échelle de l'établissement, naturellement, les exigences de fonds propres peuvent se trouver accrues ou réduites, en fonction de son profil de risque.

Deuxième pilier

Les travaux du Comité montrent également qu'il est essentiel de compléter les exigences minimales de fonds propres par le processus de surveillance prudentielle. Le Nouvel accord propose donc des procédures, grâce auxquelles les autorités de contrôle pourront s'assurer que chaque établissement s'est doté de processus internes sains pour évaluer l'adéquation de ses fonds propres et se fixer en la matière des objectifs correspondant aux spécificités de son profil de risque et de son cadre de contrôle. Les autorités exerceraient ensuite une surveillance de ce processus interne et pourraient, au besoin, le faire amender.

Troisième pilier

Le Comité est convaincu que les exigences et recommandations qu'il propose en matière de communication financière contribueront à la discipline de marché, en permettant aux intervenants d'évaluer les informations déterminantes pour le profil de risque et l'adéquation des fonds propres des établissements. Les propositions contiennent des recommandations plus détaillées sur la communication d'informations concernant la structure du capital, l'exposition aux risques et l'adéquation des fonds propres.

Analogies et différences par rapport aux propositions de juin 1999

Les concepts fondamentaux et l'architecture des deux séries de propositions restent identiques: maintien de l'approche à trois piliers; diversité d'options pour chaque mesure dans le cadre du premier pilier; incitations pour les banques à adopter des mesures plus exactes du risque; pondération des risques plus différenciée (abandon de l'approche du «Club OCDE»); instauration d'une exigence spécifique en regard du risque opérationnel.

Toutefois, plusieurs modifications importantes ont été apportées. D'abord, chaque aspect est traité de manière beaucoup plus détaillée. Ensuite, l'approche standardisée pour la mesure du risque de crédit alignera plus étroitement les différentes catégories de risques sur le risque sous-jacent (notamment par l'adjonction d'une nouvelle catégorie pour les expositions à l'égard des entreprises - tableau ci-après). Troisièmement, l'approche fondée sur les notations internes prévoit deux formules (simple et complexe), de sorte qu'elle peut désormais être utilisée par beaucoup plus de banques. Quatrièmement, s'agissant de la mesure des autres risques, le risque de taux d'intérêt est passé du premier au deuxième pilier, tandis que le risque opérationnel reste dans le premier. Enfin, des critères bien plus spécifiques ont été définis pour les deuxième et troisième piliers.

Pondérations de risque envers les entreprises dans l'approche standardisée

| Juin 1999 | | Janvier 2001 | |
|------------------|------|-------------------|------|
| AAA à AA- | 20% | AAA à AA- | 20% |
| A+ à B- | 100% | A+ à A- | 50% |
| Au-dessous de B- | 150% | BBB+ à BB- | 100% |
| Pas de notation | 100% | Au-dessous de BB- | 150% |
| | | Pas de notation | 100% |

Poursuite des travaux et mise en application

Après une dernière série de commentaires jusqu'au 31 mai 2001, le Comité prévoit de parachever le Nouvel accord d'ici la fin de l'année et de l'appliquer dans les juridictions membres en 2004. Ce calendrier permettra de mener à bien les processus législatifs nationaux et d'adapter les systèmes internes des banques, les méthodes prudentielles et la notification aux autorités de contrôle. Lors de l'élaboration de ce dispositif, le Comité a consulté des autorités de contrôle du monde entier; il espère que le Nouvel accord sera appliqué dans les divers pays, après un certain temps, par tous les établissements relativement importants. Il reconnaît que la mise en œuvre de ces propositions exigera des autorités prudentielles, dans de nombreux cas, une augmentation de leurs ressources. Il est cependant convaincu qu'un dispositif de fonds propres mieux différencié en fonction des risques et favorisant des pratiques rigoureuses de gestion des risques justifie une telle augmentation. Le Comité et l'Institut de la BRI pour la stabilité financière sont prêts à fournir leur assistance et serviront conjointement de forum pour la diffusion et l'échange d'informations entre autorités de contrôle.

Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires

| Mois | Instance | Fait marquant |
|---------------|--|---|
| Octobre 2000 | Groupe sur la banque électronique du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire | Publication de documents officiels sur les implications de la banque électronique pour le contrôle bancaire |
| | Gouvernement suisse | Annnonce d'une réduction des droits de timbre |
| | Opérateurs américains sur dérivés de crédit | Accord visant à supprimer les clauses de restructuration des contrats d'échange sur défaillance classiques |
| | European Securities Forum | Annnonce de l'élaboration d'une contrepartie européenne unique et d'un dispositif de compensation pour les actions européennes |
| | Depository Trust and Clearing Corporation | Appel à la mise au point d'une solution mondiale de compensation |
| | London Clearing House | Programme d'extension de ses services de compensation sur dérivés de gré à gré |
| Novembre 2000 | Groupe de grandes banques internationales | Élaboration des principes Wolfsberg contre le blanchiment d'argent |
| | Instances de réglementation américaines | Consultation publique sur des exigences de fonds propres simplifiées pour les institutions financières non complexes |
| | Ministres des Finances européens | Accord sur la réduction de la fraude fiscale au moyen d'un programme d'échanges d'informations sur les revenus d'épargne des non-résidents |
| | Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières | Publication: <i>Premier Rapport du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières</i> |
| | Commission européenne | Annnonce d'une vaste révision de la Directive concernant les services d'investissement |
| | Organisation de coopération et de développement économiques | Annnonce de la levée de la menace de sanctions économiques pour les centres financiers extraterritoriaux qui s'engagent en faveur de la transparence et de la coopération |
| | Euroclear et Clearstream | Annnonce de l'instauration d'une passerelle de jour entre leurs systèmes de règlement |
| | Groupe de banques commerciales de la zone euro | Lancement d'un système transfrontière de paiements de faible montant |
| | European Central Securities Depositories Association | Élaboration de normes visant à faciliter le règlement transfrontière sur actions |
| | OM Gruppen AB et Morgan Stanley Dean Witter & Co. | Lancement de Jiway, Bourse électronique destinée aux petits investisseurs |
| Décembre 2000 | Président des États-Unis | Signature du <i>Commodity Futures Modernization Act</i> de 2000 |
| | European Securities Forum | Changement de stratégie concernant la création d'une contrepartie centrale européenne pour les actions |
| | Blackbird Holdings Inc. | Lancement d'une plateforme de négociation électronique pour contrats d'échange de taux européens |