



Communiqué de presse

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

9 septembre 2002

Rapport trimestriel BRI Septembre 2002

Le Rapport trimestriel BRI publié ce jour comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente concernant les marchés financiers, flux de financement et opérations sur instruments dérivés. La seconde est constituée d'études sur des questions d'intérêt spécifique ; la présente édition en compte quatre, dont trois sur différents aspects de la vigueur inhabituelle des marchés immobiliers, la quatrième traitant de l'accroissement des dépôts en devises en Chine.

Activité bancaire et financière internationale

Aggravation et extension de la crise de confiance

Au deuxième trimestre 2002 et au début du troisième, les marchés financiers mondiaux ont été exposés à plusieurs événements déroutants qui ont sapé la confiance des investisseurs. Le principal a été la publication, fin juin, d'états financiers révisés par WorldCom, géant américain des télécommunications. La crainte d'une multiplication de tels problèmes a précipité la chute des cours des actions tant aux États-Unis qu'en Europe. Le sentiment négatif s'est même étendu au marché des obligations d'entreprises, connu pourtant pour sa résistance, avec un ralentissement des émissions et un élargissement des primes de risque. En août, l'absence d'autres mauvaises nouvelles a semblé restaurer quelque peu la confiance, des signes indiquant le retour des investisseurs sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises.

Le secteur financier ne s'est pas aussi bien comporté durant ce récent accès de faiblesse des marchés que lors des épisodes précédents. En juillet, les cours des actions des assureurs européens sont tombés au-dessous des niveaux où ils avaient chuté après le 11 septembre 2001. Les banques d'Europe et les sociétés financières des États-Unis ont enregistré non seulement une baisse de leur capitalisation boursière mais, en outre, une forte hausse des primes sur leur dette privilégiée. Même les écarts des contrats d'échange ont commencé à refléter les préoccupations des opérateurs au sujet du risque de contrepartie dans les transactions avec les grosses banques commerciales. Ces évolutions représentant une menace pour l'activité d'intermédiation étaient susceptibles d'accroître les difficultés des sociétés non financières pour se procurer des ressources.

Dans plusieurs économies émergentes, les problèmes économiques et politiques internes ont été accentués par le phénomène mondial d'aversion pour le risque. Les investisseurs ont surtout sanctionné les pays où les interrogations sur la viabilité des niveaux d'endettement se doublent d'incertitudes politiques. Dans le même temps, les primes sur la dette souveraine ont eu tendance à s'accroître parallèlement à celles sur les obligations d'entreprises de notation inférieure. Néanmoins, alors que les émissions obligataires des économies émergentes se sont ralenties en juillet, les meilleures signatures ont conservé leur accès au marché.

Marché des titres de dette

En termes nets, les émissions de titres de dette sont légèrement remontées, dans l'ensemble, au *deuxième trimestre 2002*, mais des signes de détérioration des conditions financières sont apparus en fin de période. Elles se sont chiffrées à \$344 milliards, en progression de 11 % par rapport aux trois mois précédents. Le secteur privé d'Europe et du Japon, en particulier, est à l'origine d'une demande de fonds relativement forte, tandis que, aux États-Unis, les émissions nettes se sont contractées. À partir de juin, toutefois, l'élargissement des écarts de rendement a commencé à pénaliser les entreprises, et les émissions de titres classiques à taux fixe ont diminué. À noter que les grandes sociétés financières sont restées à l'écart du marché en juillet.

Marchés dérivés

Le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés et recensés par la BRI est demeuré élevé au *deuxième trimestre 2002*. Le montant notionnel des transactions a augmenté de 4 %, à \$169 000 milliards. La hausse a touché toutes les grandes catégories de risques (taux, devises et actions). Le négoce a été favorisé par les perturbations apparues pendant la période. Ainsi, les révélations concernant les irrégularités comptables au sein des entreprises ont accru la perception du risque sur les marchés des actions et semblent avoir incité de nombreux investisseurs à couvrir leurs positions, ce qui a stimulé les contrats sur indices boursiers.

Marché bancaire

Le ralentissement de l'activité bancaire internationale durant la majeure partie de 2001 s'est accentué au *premier trimestre 2002*. Pratiquement tous les segments du marché ont été affectés. Alors que la chute des crédits interbancaires avait été principalement à l'origine de la décélération des opérations transfrontières en 2001, le tassement a été amplifié, cette fois, par la réduction des créances intragroupes et envers le secteur non bancaire. L'affaiblissement de la demande semble être la cause essentielle du phénomène, mais le désengagement des établissements japonais peut également y avoir contribué du côté de l'offre.

À l'exception de l'Amérique latine, les économies émergentes n'ont guère souffert du ralentissement mondial du crédit. Les banques ont, dans l'ensemble, maintenu leurs positions envers l'Asie et l'Europe, les renforçant même vis-à-vis de certains pays. Pour l'Amérique latine, cependant, les créances ont chuté. En outre, les résidents de cette région et ceux du Moyen-Orient ont rapatrié des fonds, ce qui s'est traduit, pour le deuxième trimestre consécutif, par des flux nets des banques déclarantes BRI vers les économies émergentes.

Études

Enseignements de la vague de refinancements aux États-Unis

Cette étude voit dans l'essor récent des refinancements aux États-Unis un facteur important de la vigueur inattendue des dépenses des ménages en 2001. La consommation y a fait preuve, en effet, d'une résistance remarquable, et ce malgré la chute des cours des actions. Akash Deep (Université Harvard) et Dietrich Domanski (BRI) précisent que le marché hypothécaire américain a fourni aux ménages les liquidités qui leur ont permis d'utiliser une partie de leurs nouvelles plus-values liées au renchérissement des logements. Ils analysent les caractéristiques inhabituelles et les causes de la vague de refinancements hypothécaires en 2001.

Prix de l'immobilier : déterminants

Greg Sutton (BRI) explique le renchérissement récent des logements et tente de savoir si une poursuite du ralentissement économique mondial et la chute des cours des actions pourraient, à terme, affecter les prix de l'immobilier d'habitation. Il étudie les fluctuations de ces prix dans six économies (États-Unis, Royaume-Uni, Canada, Irlande, Pays-Bas et Australie) et en recherche l'origine dans l'évolution du revenu national, des taux d'intérêt et des cours des actions. Il utilise pour cela une méthodologie d'autorégression vectorielle, cadre d'analyse empirique lui permettant de déterminer la réaction normale des prix du logement à quelques déterminants clés et à leurs interactions. Il conclut notamment que les cours des actions et les taux d'intérêt exercent une influence, dont l'effet mesurable varie toutefois substantiellement d'un pays à l'autre.

Immobilier d'entreprise : l'énigme de l'absence de cycle

Constatant que le récent ralentissement économique mondial ne s'est pas accompagné d'un tassement de l'immobilier d'entreprise, Haibin Zhu (BRI) estime que la curieuse absence de ce cycle est due en partie à l'expansion rapide de la titrisation de créances immobilières. Celle-ci a, en effet, fourni un substitut aux financements bancaires traditionnels, amélioré la transparence de l'information et permis une répartition des risques sur un plus large éventail d'investisseurs. L'auteur précise cependant que cette évolution n'implique pas la fin du cycle de l'immobilier d'entreprise ; il considère plutôt que le marché pourrait, à l'avenir, être soumis à de nouvelles sources de volatilité.

Chine : accroissement des liquidités en devises

Guonan Ma et Robert McCauley (BRI l'un et l'autre) examinent l'accroissement récent des liquidités en devises dans le système bancaire chinois. La compréhension des facteurs agissant sur la demande de devises fait mieux apparaître une source importante de financement pour le déficit des paiements courants américains ces dernières années. Analysant en particulier les déterminants de cette demande, ils observent que les effets conjugués des écarts de taux d'intérêt, des préoccupations de change et de l'incidence ponctuelle de la libéralisation partielle du marché des actions expliquent, pour près de moitié, l'évolution de ces dépôts. L'étude évalue également la tendance baissière récente des prêts en dollars comptabilisés par les établissements chinois et ses répercussions sur le renforcement de la position de liquidité en devises des banques de Chine continentale.