



## Communiqué de presse

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

Réf :

10 mars 2003

---

### Rapport trimestriel BRI Mars 2003

Le *Rapport trimestriel BRI* publié aujourd'hui comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente concernant les marchés financiers, les flux de financement sur les marchés bancaires et des titres et les opérations sur dérivés. La seconde est constituée d'études sur des questions d'intérêt spécifique. La présente édition en compte trois ayant pour thèmes : choix des instruments dans la gestion des réserves officielles en dollars, marché des contrats d'échange de taux d'intérêt en euros et relation entre volatilité de marché et transactions sur dérivés négociés sur les marchés organisés.

### Activité bancaire et financière internationale

#### L'optimisme mis à mal par les incertitudes

La menace persistante de guerre en Irak a rejeté au second plan les données concernant l'évolution de l'économie mondiale ces derniers mois. En octobre et novembre 2002, l'optimisme des investisseurs avait dynamisé les marchés des actions et des obligations d'entreprises et accentué la pente des courbes des rendements. À partir de décembre, cependant, les incertitudes liées aux conséquences économiques d'un conflit armé ont commencé à se faire davantage sentir. Une fois cet optimisme dissipé, les investisseurs ont semblé peu sensibles aux nouvelles macroéconomiques. Mi-février, la prime de guerre avait annulé l'essentiel des plus-values sur actions réalisées fin 2002 ; les courbes des rendements présentaient, pour leur part, un profil un peu plus plat qu'à fin novembre mais continuaient à anticiper une reprise économique, plus modeste toutefois.

Le marché international des obligations d'entreprises offrait alors des conditions plus favorables, qui n'ont toutefois pas généré un gros volume d'émissions nettes. La faiblesse de la demande a reflété la réticence des entreprises à emprunter davantage dans un contexte de perspectives économiques incertaines. La nécessité de réduire l'endettement a été particulièrement pressante pour les sociétés venant de perdre leur statut d'emprunteur de qualité. Des plans de restructuration, qui avaient favorisé les prêteurs au détriment des actionnaires, ont permis aux obligations d'entreprises de se démarquer des actions début 2003 : les primes de risque sont restées stables, alors même que les cours chutaient.

Les emprunteurs des marchés émergents, eux aussi, ont été bien accueillis par les marchés financiers en fin d'année. Après les élections présidentielles, le Brésil a bénéficié d'une amélioration notable du sentiment des investisseurs. Si la prime de risque sur la dette souveraine est restée élevée, les résidents brésiliens sont vite revenus sur les marchés internationaux pour refinancer leurs emprunts arrivant à échéance. Le Venezuela a connu un sort tout autre : la prolongation de la grève générale contre le gouvernement, conjuguée à la perspective d'une guerre en Irak, a conduit à un renchérissement du pétrole ; les anticipations concernant la vigueur de la reprise économique mondiale s'en sont encore ressenties.

### **Marché des titres de dette**

Les capitaux collectés sur le marché des titres ont continué à diminuer au *quatrième trimestre* 2002. La croissance économique mondiale marquant le pas, les émissions nettes ont été exceptionnellement modérées, à \$185 milliards. La contraction, d'une ampleur inégalée depuis les turbulences du second semestre 1998, a plus particulièrement touché les établissements financiers. En termes bruts, les émissions se sont pourtant accrues de 15 %, à \$501 milliards, mais leur produit a été essentiellement consacré à des remboursements d'un montant sans précédent.

Le tassement des primes sur obligations d'entreprises donne à penser que la faiblesse des émissions nettes a principalement résulté de la contraction de la demande des sociétés, sans doute due, pour l'essentiel, au ralentissement économique mondial et à leur réticence à s'endetter davantage. Les conditions de crédit sont cependant restées strictes pour certaines signatures, notamment les émetteurs de papier commercial moins bien notés.

### **Marchés dérivés**

Le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés recensés par la BRI a régressé au *quatrième trimestre* 2002. Le négoce s'est contracté de 12 %, à \$170 000 milliards, après une hausse de 14 %. Le manque de dynamisme a affecté tous les grands contrats - sur indice boursier (quoique légèrement), taux et devises. L'activité a enregistré un record historique en octobre, les marchés américains et européens des actions ayant amorcé un redressement la deuxième semaine, puis s'est progressivement réduite les deux mois suivants. Sur le gré à gré, un nouveau type de contrat - option sur grands indicateurs macroéconomiques américains - a fait son apparition.

### **Marché bancaire**

Au *troisième trimestre* 2002, le niveau d'activité a semblé traduire la réticence accrue des investisseurs mondiaux à l'égard du risque. Les banques de la zone déclarante BRI ont placé de gros montants en titres d'État et autres valeurs refuges de la zone euro et des États-Unis. Les prêts transfrontières aux entreprises et aux banques sont restés modestes. Les flux à destination des marchés émergents ont fait également apparaître un report d'activité sur les actifs de qualité. L'Amérique latine a enregistré les plus importantes sorties de capitaux depuis le troisième trimestre 1999, tandis que l'Est asiatique affichait un record d'entrées.

## **Études**

### **Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars**

Les gestionnaires des réserves de change officielles ne se préoccupent plus de la contraction de l'offre de titres du Trésor EU. Dans un environnement de faibles taux d'intérêt, ils sont confrontés au problème du choix des instruments. Robert McCauley et

Ben Fung analysent sous trois aspects la stratégie des banques centrales face à ce nouveau défi : composition du portefeuille officiel en dollars EU ; évolution du choix des instruments ; influence des événements récents (récession, déficits budgétaires américains, baisse des rendements des valeurs du Trésor et défaillances d'entreprises). Ils en concluent que les portefeuilles officiels ont continué à se diversifier, délaissant les valeurs du Trésor au profit des titres d'agences gouvernementales et d'entreprises. Les derniers développements ont ralenti cette tendance sans l'inverser.

### **Marché des contrats d'échange de taux d'intérêt en euros**

Figurant parmi les marchés financiers mondiaux les plus importants et les plus liquides, ce segment, l'un des premiers à réaliser son intégration après l'Union monétaire européenne, s'est rapidement imposé comme référence. Eli Remolona et Philip Wooldridge examinent son évolution, notamment son accession au statut de référence, la place toujours aussi grande du risque de contrepartie, la concentration croissante des opérateurs et sa forte liquidité. Ils attribuent en partie l'essor de ce segment à la fragmentation persistante des marchés européens des titres d'État et des pensions. Ils observent aussi que, si le marché des contrats d'échange en euros est caractérisé par un haut degré de liquidité, celle-ci pourrait se tarir en période de volatilité.

### **Volatilité et volume des transactions sur dérivés : une relation ténue**

La volatilité de marché contribue-t-elle à l'intensification des opérations sur dérivés ? Les travaux empiriques fondés sur des données journalières (ou même sur des périodes plus brèves) paraissent le confirmer. Serge Jeanneau et Marian Micu adoptent une perspective nouvelle en cherchant à savoir si ce résultat se vérifie sur une fréquence mensuelle. Avant d'examiner cet aspect de manière empirique, ils analysent les divers facteurs de marché qui expliqueraient l'existence d'une relation entre volatilité et volume des transactions. Ils étudient ensuite deux segments différents : indice S&P 500 et titre du Trésor EU 10 ans. Ils font appel, en outre, à deux mesures distinctes du point de vue théorique : la volatilité des cours et la volatilité implicite dans les prix des options. Leur étude est surprenante, en ce sens qu'elle n'établit aucune relation constante pour le titre du Trésor et qu'elle fait apparaître un lien négatif pour l'indice boursier, avec des résultats identiques pour les deux formes de volatilité.