



## Communiqué de presse

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

Réf :

2 juin 2003

---

### Rapport trimestriel BRI Juin 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 bancaire et des titres ainsi que les opérations sur dérivés. La seconde est constituée d'études sur des questions d'intérêt spécifique. La présente édition en compte trois : l'une porte sur les flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 et les deux autres cherchent à mesurer et à expliquer les modifications des attitudes à l'égard du risque sur les marchés des actions.

#### Activité bancaire et financière internationale

##### Dynamisme des marchés dans des économies faibles

Avril et mai 2003 ont été marqués par une divergence inhabituelle des opinions des intervenants sur les perspectives de croissance mondiale. Les marchés des actions et du crédit ont fait preuve de dynamisme en présence, pourtant, d'un aplatissement des courbes des rendements. Une série d'annonces macroéconomiques décevantes a conduit les investisseurs, sur les marchés des contrats d'échange et des obligations d'État, à revoir en baisse leurs anticipations de croissance. En revanche, sur ceux des actions et du crédit, ils n'ont pas tenu compte de la faiblesse des données macroéconomiques et se sont davantage intéressés aux résultats meilleurs que prévu des entreprises.

Les primes sur obligations à haut rendement, tant d'entreprises que d'émetteurs souverains, sont redescendues à leurs niveaux de la fin des années 90, lorsque la croissance mondiale était sensiblement plus forte qu'aujourd'hui. En présence de rendements nominaux exceptionnellement bas, les investisseurs en quête d'une meilleure rémunération sont apparus prêts à assumer un risque de crédit plus grand. Malgré l'essor des émissions d'obligations d'entreprises au premier trimestre et l'atonie des placements d'actions, les anticipations d'une nouvelle amélioration des bilans ont semblé inchangées. Des économies émergentes lourdement endettées, comme le Brésil et la Turquie, encore exclues des marchés financiers internationaux en juillet dernier, en ont retrouvé l'accès à des conditions relativement favorables.

## **Marché des titres de dette**

Les capitaux collectés sur les marchés des titres par les établissements financiers de la zone euro ont fait un bond au *premier trimestre 2003*. Au total, les émissions ont presque doublé par rapport au précédent, à \$352 milliards en termes nets. En termes bruts, elles se sont accrues de 58 %, atteignant un maximum historique de \$774 milliards, ce qui explique le niveau élevé du volume net, malgré un montant record de remboursements.

Le rebond des émissions nettes s'est accompagné d'un tassement des rendements sur obligations d'État à long terme en janvier et février. Le volume net d'obligations et effets classiques à taux fixe a fortement augmenté, les établissements financiers et les entreprises cherchant à s'assurer de faibles coûts d'emprunt. Les signatures des économies émergentes ont également profité de l'amélioration des conditions de financement résultant, en partie, d'une demande accrue des investisseurs pour des actifs plus rémunérateurs : elles ont intensifié leurs émissions nettes pour le deuxième trimestre consécutif.

## **Marchés dérivés**

Le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés est reparti en hausse au *premier trimestre 2003*, augmentant de 16 %, à \$197 000 milliards. L'activité a été irrégulière dans les grandes catégories de risques de marché : accroissement notable dans le compartiment des titres à revenu fixe et légère contraction dans celui des indices boursiers. Les contrats sur obligations européennes ont été exceptionnellement dynamiques. Les marchés organisés ont poursuivi la mise en place de nouveaux instruments, notamment contrats à terme EONIA (taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro).

Pour les dérivés de gré à gré, les dernières statistiques semestrielles BRI indiquent un essor remarquable des positions agrégées au *second semestre 2002* : +43 %, à \$6 400 milliards, fin décembre, en termes de valeur de marché brute. Pour l'essentiel, ce sont les contrats d'échange de taux d'intérêt qui sont à l'origine de cette hausse, grâce, en partie, à la chute des rendements des contrats d'échange entre juillet et début octobre. Les détenteurs de contrats d'échange taux fixe payé, en situation de perte, peuvent avoir dénoué leur position en signant de nouveaux contrats, comme l'indiquerait la progression rapide de l'encours notionnel sur la période (11 %, à \$142 000 milliards).

## **Marché bancaire**

Au *quatrième trimestre 2002*, les banques ont vendu des titres de dette et placé des fonds sur le marché interbancaire. Les prêts transfrontières interétablissements ont affiché une vigueur exceptionnelle (\$430 milliards), tandis que les crédits aux entreprises et autres agents non bancaires ont stagné. Les deux trimestres précédents, les flux avaient été surtout caractérisés par des achats de titres par les banques. Le désengagement sur titres et le report sur les dépôts interbancaires ont constitué un mouvement vers des échéances plus courtes et peuvent avoir été motivés par la volonté d'éviter des pertes résultant d'une possible augmentation des taux d'intérêt.

Les capitaux ont continué d'affluer des économies émergentes (globalement) vers les banques de la zone déclarante BRI. Les sorties d'Asie-Pacifique ont inversé les flux du premier trimestre. Ces mouvements de capitaux, exceptionnellement importants, ont en partie pris la forme, pour certains pays, de dénouements d'opérations de pensions. L'Amérique latine a encore enregistré d'amples sorties de capitaux, particulièrement en provenance d'Argentine et du Brésil dans le cadre de remboursements d'emprunts. Contrairement à cette tendance globale, les banques ont continué d'apporter des fonds aux économies émergentes d'Europe, notamment celles qui négocient leur adhésion à l'Union européenne.

## Études

### Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997

Non seulement l'Est asiatique est pourvoyeur de capitaux, en termes nets, au reste du monde, mais il est aussi engagé dans un échange de risques, à l'échelle internationale, qui renforce la résistance des économies de la région. En achetant des titres de haute qualité (États et agences paragonementales) américains, européens et japonais, et en vendant des actifs réels, des actions et des obligations de qualité moyenne et inférieure, la région se constitue des actifs relativement sûrs à l'étranger tout en important des capitaux dont le risque est assumé par les prêteurs. Après avoir présenté la structure de ces flux financiers, Robert McCauley (BRI) évoque les critiques émises à leur rencontre et analyse les politiques à mettre en place pour traiter les problèmes qui en résultent : achever la restructuration des banques et des entreprises ; développer des établissements financiers non bancaires et des marchés obligataires ; réduire le rôle accordé aux exportations comme moteur de la croissance économique. L'étude fait valoir que la poursuite de telles stratégies constructives permettrait à l'économie mondiale de s'orienter vers une configuration plus soutenable des paiements courants et des flux financiers.

### Attitude des investisseurs à l'égard du risque : enseignements fournis par les options

Les observateurs des marchés financiers attribuent souvent les variations de prix aux changements des attitudes à l'égard du risque. Les évaluations approchées du sentiment des intervenants peuvent aider les établissements à gérer plus efficacement le risque de marché et à renforcer la surveillance et l'interprétation des conditions de marché par les autorités. Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis et Dimitrios Karampatos (BRI) se fondent sur un indicateur large mesurant cette aversion pour le risque sur les marchés des actions. En s'appuyant sur la théorie financière moderne, ils ont élaboré leur indicateur en comparant la probabilité statistique d'une chute des cours, estimée à l'aide de données antérieures, avec la probabilité correspondante tirée de prix des options à caractère prospectif. Sur la base de cet indicateur, il apparaît que les périodes de forte aversion sont généralement des périodes de rendements négatifs, de volatilité élevée des cours des actions et d'atténuation de la corrélation entre marchés obligataires et marchés des actions. Une corrélation significative dans l'aversion pour le risque ressort également des différents marchés des actions, signe d'une importante composante transfrontière du sentiment des investisseurs.

### Facteurs influençant l'aversion des investisseurs pour le risque

Martin Scheicher, de la Banque Nationale d'Autriche, s'attache à expliquer les modifications d'un jour sur l'autre de l'aversion des investisseurs pour le risque. Il mesure ce concept d'une façon similaire à Tarashev *et al.* (voir ci-dessus) mais sur une base journalière plutôt que mensuelle. Il se fonde sur le Dax, indice qui regroupe les cours des trente plus grandes entreprises allemandes, sur la période allant de décembre 1995 à mai 2002. Pour expliquer l'évolution de l'aversion à l'égard du risque, il analyse l'incidence des anticipations concernant la croissance économique, la volatilité de marché, les primes de risque de crédit et les mauvaises nouvelles. Il observe que, sur le marché allemand des actions, la réticence des investisseurs vis-à-vis du risque s'accroît depuis 1998 et constate également que les fluctuations des cours des actions américaines exercent une forte incidence.