



Communiqué de presse

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

Réf :

14 juin 2004

Rapport trimestriel BRI Juin 2004

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente concernant les marchés financiers, les flux de financement sur les marchés bancaires et des titres de dette ainsi que les opérations sur dérivés. La seconde présente trois études traitant des sujets suivants : incidence des annonces relatives à la notation ; liquidité et comportement des marchés obligataires en Asie ; marchés des contrats à terme non livrables en monnaies d'Asie.

La perspective d'un relèvement des taux perturbe les marchés

La perspective d'un relèvement des taux directeurs américains plus tôt que prévu a déclenché un large mouvement de repli sur les marchés financiers mondiaux, en avril et début mai. Partout, les marchés ont réagi avec une vigueur peu commune aux indicateurs macroéconomiques américains et à une annonce de la Réserve fédérale paraissant signifier qu'elle attendrait peut-être moins longtemps que prévu pour relever ses taux, ce qui a entraîné des pertes sur les marchés des actions et des obligations d'État. Inversant la tendance précédente, marquée par la quête de rendement, les primes sur la dette souveraine des économies émergentes se sont fortement accrues. La hausse des cours du pétrole a, elle aussi, pesé sur les marchés.

La plupart des marchés se sont repliés, certains plus que d'autres. Par ailleurs, un découplage est apparu entre marchés qui évoluaient auparavant en parallèle. La hausse des rendements a été plus marquée pour les obligations en dollars EU, surtout par rapport à l'euro. Les obligations des économies émergentes ont été beaucoup plus touchées que les obligations d'entreprises à haut risque, en partie du fait qu'elles servaient de support à des opérations spéculatives. Pour les actions, le recul a été plus prononcé en Asie, où s'ajoutait la crainte d'un éventuel ralentissement de l'économie chinoise.

Malgré l'ampleur des pertes, les marchés ont continué de fonctionner dans des conditions ordonnées. Il n'y a guère eu de signes de difficultés financières immédiates pour les émetteurs ou les investisseurs, encore que cela pourrait changer dans les mois à venir pour les plus exposés à une hausse des taux d'intérêt.

Marché des titres de dette

Soutenue par la reprise de l'économie mondiale et des conditions de financement favorables, la collecte de capitaux s'est poursuivie à des niveaux sans précédent au *premier trimestre 2004*. Les émissions nettes (\$518 milliards) ont atteint, pour le deuxième trimestre consécutif, un record historique. Les emprunteurs souverains, particulièrement en Europe et en Amérique latine, ont compté parmi les plus actifs ; les émissions des établissements financiers et des entreprises moins bien notées sont restées vigoureuses et celles des économies émergentes ont poursuivi leur progression. Pour leur part, les sociétés non financières de qualité ont un peu délaissé le compartiment du long terme, lui préférant le marché du papier commercial.

La vigueur des émissions témoigne de l'étroitesse historique des marges de crédit pour la quasi-totalité des emprunteurs. Même après une légère hausse, les primes sont restées exceptionnellement faibles par rapport aux cinq dernières années. Cette tendance résulte, en grande partie, de la quête de rendement d'investisseurs disposés à assumer davantage de risque, au vu du niveau inhabituellement bas des rendements nominaux des actifs de qualité.

En avril, les émissions ont ralenti dans la plupart des secteurs, avec l'augmentation des primes et une montée des incertitudes sur la date et les conséquences de l'adoption d'une politique monétaire moins accommodante aux États-Unis. Pour les économies émergentes, l'activité s'est contractée en Asie et en Amérique latine, mais est restée soutenue en Europe, en anticipation de l'élargissement de l'Union européenne en mai.

Marchés dérivés

Le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés recensés par la BRI (sur taux, indice boursier et devises) a recommencé à s'accroître au *premier trimestre 2004*, leur valeur globale atteignant \$272 000 milliards, en augmentation de 31 % par rapport au quatrième trimestre 2003. Les contrats sur taux et sur devises ont vivement progressé (environ 35 %) et ceux sur indice boursier plus modérément (9 %).

Cette augmentation du volume a été favorisée par un redémarrage de l'activité en mars, de nombreuses places ayant alors enregistré de nouveaux records de négoce sur une séance. L'animation inhabituelle autour des options sur taux courts européens et contrats à terme sur titres d'État allemands s'explique par le fait que les intervenants s'étaient persuadés que la BCE abaisserait ses taux directeurs après la publication d'indicateurs économiques faibles.

Pour les dérivés de gré à gré, les dernières statistiques semestrielles BRI font apparaître une activité soutenue au *deuxième semestre 2003*. L'encours notionnel a augmenté de 16 %, pour atteindre près de \$200 000 milliards. En baisse pour la première fois depuis 2001, la valeur de marché brute a diminué de 12 %.

Marché bancaire

Après s'être fortement contractée au troisième trimestre, l'activité est revenue, au *quatrième trimestre 2003*, à son niveau antérieur. Cette reprise est largement due à l'augmentation des créances en dollars EU, les banques des places franches, du Royaume-Uni et de la zone euro s'accordant des crédits et prêtant à des banques aux États-Unis. Les prêts à la clientèle non bancaire, qui s'étaient faiblement accrus au troisième trimestre, ont quasiment stagné : la modeste hausse observée a, pour l'essentiel, concerné des crédits de places franches à des emprunteurs aux États-Unis.

Les banques ont poursuivi - mais à un rythme moindre qu'aux trimestres précédents - la redistribution de leurs créances, délaissant les économies émergentes pour des contreparties quelque peu plus sûres. Cette réorientation s'est traduite par une diminution de la proportion des créances sur l'Amérique latine et une hausse des avoirs envers le secteur public dans certaines régions. Dans les économies émergentes, cette contraction

des entrées bancaires est allée de pair avec un recours accru à l'émission de titres de dette.

Comme les dépôts auprès des banques déclarantes BRI ont plus augmenté que les prêts, les économies émergentes ont enregistré des sorties nettes, à la fois au niveau global et par région, à l'exception de l'Europe émergente.

Études

Incidence sur les cours des annonces relatives à la notation

Pour évaluer le risque de défaut d'une obligation d'entreprise, les investisseurs s'en remettent non seulement à la note mais aussi à d'autres événements la concernant et pouvant faire l'objet d'une annonce : analyse, mise sous surveillance, perspective, modification de la note. Marian Micu, Eli Remolona et Philip Wooldridge (tous les trois de la BRI) ont examiné l'incidence de ces événements sur les cotations. Après une analyse des données concernant le marché relativement liquide des contrats sur défaut, ils concluent que ces événements ont bien valeur d'information pour les intervenants, y compris les annonces anticipées d'après l'évolution des primes.

Asie : marchés des obligations en monnaies locales

Guorong Jiang et Robert McCauley (tous deux de la BRI) ont analysé la liquidité et le comportement récent des marchés obligataires d'Asie en monnaies locales. Ils ont constaté une grande variabilité des conditions de liquidité d'une économie à l'autre. La liquidité est proportionnelle à la dimension du marché et à la taille de l'émission, et d'autant plus limitée que les obligations sont achetées pour être conservées jusqu'à leur échéance. Selon les auteurs, elle serait améliorée par une consolidation des différents segments de marché visant à restreindre le nombre d'émetteurs publics ainsi qu'à augmenter la taille des émissions en diminuant leur nombre. Elle bénéficierait également de l'instauration de marchés de couverture et d'un élargissement de la base des investisseurs. Autre constatation : la rentabilité globale des obligations d'Asie à plus haut risque en monnaies locales est supérieure à celle des valeurs du Trésor EU. Ce résultat fait penser que ces instruments pourraient constituer une catégorie d'actifs distincte, en dépit du lien étroit de ces monnaies avec le dollar EU.

Asie : contrats à terme non livrables

Guonan Ma, Corrinne Ho et Robert McCauley (aussi de la BRI) présentent les principales caractéristiques des contrats à terme non livrables négociés sur six monnaies d'Asie. Leur volume total a augmenté, particulièrement en renminbis, et, à l'échelle mondiale, ces six monnaies représentent maintenant la plus grosse partie du compartiment. Par rapport au comptant, ces instruments sont habituellement plus volatils et davantage corrélés positivement. Par ailleurs, ils réagissent de façon analogue aux mouvements des taux à terme des grandes monnaies. Enfin, on note d'importants écarts entre les taux d'intérêt des marchés domestique et extraterritorial, ce qui donne à penser qu'il existe de fait une segmentation entre ces deux marchés.