



## Communiqué de presse

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

6 septembre 2004

---

### Rapport trimestriel BRI Septembre 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 quatre études, respectivement consacrées aux sujets suivants : le langage commun défini par Bâle II ; les obligations en monnaies d'Asie et la diversification des portefeuilles ; la mutation du marché londonien de l'eurodollar ; l'incidence des annonces macroéconomiques sur la volatilité implicite des options sur swaps.

#### La reprise en question

Juillet et août 2004 ont été marqués par une divergence d'opinions sur la vigueur de la reprise économique mondiale. Les rendements obligataires et les cours des actions ont baissé, même si les primes de risque sur obligations d'entreprises sont restées quasi inchangées. Si l'augmentation des taux directeurs américains en juin puis en août – la première depuis 2000 – était attendue, la croissance étonnamment faible de l'emploi aux États-Unis a pesé sur les marchés des obligations et des actions. Le renchérissement du pétrole n'a fait qu'ajouter au sentiment négatif. Par contre, les marchés des obligations à risque ont semblé ignorer ces phénomènes.

De fait, les marchés de la dette des économies émergentes se sont orientés à la hausse. L'élargissement des primes sur les signatures souveraines constaté en avril et mai s'est globalement inversé en août, un regain des stratégies spéculatives de *carry trade* contribuant au redressement. Avec des conditions de financement aussi favorables, le rythme des émissions des économies émergentes n'a montré aucun signe de ralentissement, les entreprises en Asie allant même jusqu'à intensifier leurs opérations internationales.

#### Marché des titres de dette

Les émissions de titres internationaux ont quelque peu ralenti au *deuxième trimestre 2004*. Elles ont néanmoins gardé un rythme global soutenu, grâce à la reprise mondiale et à l'apaisement des préoccupations sur les effets d'un durcissement de la politique monétaire dans les économies développées. Elles ont excédé de \$348 milliards les remboursements, ce qui reste modeste par rapport au premier trimestre (\$521 milliards d'émissions nettes).

Les emprunteurs moins bien notés et ceux des économies émergentes se sont montrés particulièrement actifs, de même que les signatures japonaises. La forte baisse d'activité des émetteurs américains s'est traduite par un ralentissement de la collecte mondiale de fonds en dollars, en dépit d'une augmentation des autres émissions dans cette monnaie. Les chiffres préliminaires montrent que ces tendances se sont globalement poursuivies en juillet 2004.

Au deuxième trimestre, les marchés ont focalisé leur attention sur le durcissement probable de la politique monétaire américaine. De nombreux emprunteurs (entreprises moins bien notées et économies émergentes d'Europe et d'Asie, en particulier) se sont empressés de profiter des conditions encore favorables, avant la phase de volatilité qui risquait d'accompagner cette réorientation de la politique de la Fed. D'autres, principalement les entreprises américaines les mieux notées, ont choisi de limiter leurs opérations, en raison des perspectives incertaines. Les remboursements des pays d'Amérique latine ont globalement excédé leurs émissions. Au niveau mondial, l'augmentation des titres à taux variable a marqué une volonté des emprunteurs de tenir compte du climat d'incertitude entourant l'évolution à court terme des taux d'intérêt.

### **Marchés dérivés**

Au *deuxième trimestre 2004*, le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés (sur taux, indice boursier et devises) a continué de s'accroître fortement, augmentant de 12 % par rapport au premier trimestre, pour s'inscrire à \$304 000 milliards. Sur le premier semestre, la progression a ainsi été remarquable (+43 %), surtout après la nette contraction (-16 %) du second semestre 2003.

Cet essor n'a toutefois pas concerné toutes les catégories de risques de marché. De fait, le segment des dérivés sur indice boursier a stagné et celui des contrats sur devises a régressé de façon spectaculaire, avec un volume en baisse de 8 %, contre une hausse de 35 % au premier trimestre. Même dans le compartiment des produits de taux, les contrats sur obligations n'ont progressé que lentement.

### **Marché bancaire**

L'activité transfrontière a considérablement augmenté au *premier trimestre 2004*, doublant son plus haut niveau historique. Les créances interbancaires libellées en dollars, pour une grande part des opérations de prise en pension, ont été le principal moteur de cet essor. Bien qu'en retrait par rapport à l'activité interbancaire, les nouveaux prêts à la clientèle non bancaire ont été dynamiques eux aussi. Cette tendance n'est pas attribuable à un regain de la demande des entreprises mais plutôt à une reprise des crédits vers les places franches et entre les autres grands centres financiers ainsi qu'à des achats de titres de dette internationaux (titres d'État, notamment).

Les dépôts des économies émergentes auprès des banques déclarantes BRI ayant augmenté davantage que les prêts et atteint un montant record, des sorties nettes ont été enregistrées, surtout en Asie et Amérique latine. Ces dépôts correspondaient, en partie, au placement de réserves de change par les autorités monétaires.

## **Études**

### **Bâle II ou la définition d'un langage commun**

En juin 2004, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), qui réunit superviseurs et banquiers centraux, a publié la version révisée du dispositif d'adéquation des fonds propres, Bâle II. Ryozo Himino, auteur de cette étude et membre du Secrétariat du CBCB, fait valoir que le nouveau dispositif définit un langage commun, qui améliorera la

communication entre banques, superviseurs et investisseurs. En effet, tous ceux qui s'intéressent aux risques bancaires pourront désormais communiquer sans être obligés de vérifier préalablement une multitude d'hypothèses, ni de procéder à des conversions de données produites par des systèmes fondés sur des principes différents. Pour illustrer son propos, l'auteur donne trois exemples ayant un rapport avec les récentes modifications apportées suite au processus de consultation qui a abouti à Bâle II. Il examine les questions suivantes : pertes attendues/inattendues, expositions de titrisation et expositions sur cartes de crédit.

### **Asie – obligations en monnaies locales : une option de diversification**

Robert McCauley (BRI) et Guorong Jiang (China International Capital Corporation) s'interrogent sur la façon dont les obligations en monnaies d'Asie, caractérisées depuis quelques années par une rémunération attrayante, pourraient être intégrées dans un portefeuille mondial. Ils constatent que leur rendement est assez peu corrélé avec celui des valeurs du Trésor EU, faisant de ces instruments de bons éléments de diversification, surtout lorsque la note de crédit de l'émetteur est faible et que le marché obligataire reste essentiellement domestique. Toutefois, les auteurs notent aussi que cette diversification fait parfois défaut quand elle serait le plus indispensable. Ainsi, durant les épisodes de repli du marché mondial, mi-2003 et au deuxième trimestre 2004, les obligations domestiques d'Asie ont joué un rôle de refuge moindre qu'escompté.

### **Mutation du marché interbancaire londonien de l'eurodollar**

Patrick McGuire (BRI) présente des données montrant que le marché de Londres a connu, ces dernières années, une profonde mutation, marquée par la forte réduction des dépôts en dollars recyclés sur l'interbancaire. Si elles continuent bien de recevoir de leurs homologues étrangères une grande quantité de dépôts en dollars, les banques londoniennes affectent de plus en plus ces fonds à des emprunteurs non bancaires, principalement aux États-Unis. Cette évolution fait suite à l'avènement de l'euro et à la baisse des opérations de change qui en a découlé et témoignerait, en outre, du poids accru de Londres dans le financement du négoce de titres à New York.

### **Annonces macroéconomiques et volatilité implicite**

On connaît l'impact des annonces macroéconomiques américaines sur les marchés à revenu fixe. On sait, en revanche, peu de choses de leur effet sur le climat du marché en termes d'incertitude. Pour se prononcer, Fabio Fornari (BRI) s'est intéressé à leur incidence sur la volatilité implicite inscrite dans les options sur swaps. Son analyse confirme, tout d'abord, le rôle dominant des annonces américaines, tant aux États-Unis qu'en Europe. Il souligne, par ailleurs, que l'ampleur des pics de volatilité à certaines dates d'annonces est fonction du type d'annonce et de l'importance de l'effet de surprise. Rien d'étonnant, donc, à ce que la volatilité implicite augmente à mesure que la date se rapproche, pour retomber ensuite. L'ampleur de la surprise induite par une annonce macroéconomique semble alors avoir peu d'influence sur la manière dont la volatilité se résorbe par la suite.