



Communiqué de presse

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

6 décembre 2004

Rapport trimestriel BRI Décembre 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 : nouvelles approches du risque-pays ; rebond de l'activité sur les changes attesté par l'enquête triennale 2004 ; structure et évolution du marché des crédits consortiaux ; nature du risque de crédit dans le financement de projets.

Avec le retour de la confiance, les marchés se redressent

L'amélioration des indicateurs macroéconomiques et la stabilisation des cours du pétrole ont incité les investisseurs à se montrer plus optimistes quant à la vigueur de l'économie mondiale. Tous les marchés (actions, obligations et dette des économies émergentes) se sont redressés avec les signes d'un raffermissement de la croissance – particulièrement aux États-Unis – et grâce à une diminution de l'aversion pour le risque. Fin novembre, de nombreux marchés étaient proches des pics atteints dans l'année. Des facteurs analogues ont contribué à ramener la volatilité à des niveaux inhabituellement bas. Une forte augmentation des cours pétroliers a interrompu ce mouvement de reprise en octobre ; toutefois, les marchés des actions et des obligations sont rapidement repartis dès que se sont dissipées les craintes concernant l'approvisionnement en pétrole. D'ailleurs, même les résultats décevants des entreprises n'ont pas réussi à ébranler la confiance des investisseurs.

Malgré la vigueur inattendue des indicateurs macroéconomiques publiés en novembre aux États-Unis, le dollar EU est tombé à des niveaux historiquement bas par rapport à de nombreuses monnaies. Ce repli semble résulter d'un regain d'inquiétude concernant le déficit courant américain. Sur l'obligataire, la dépréciation du dollar et des anticipations divergentes concernant la croissance ont conduit les rendements en yens et surtout en euros à s'écarter plus fortement des rendements en dollars EU que durant l'année.

Marché des titres de dette

Pour le deuxième trimestre consécutif, les émissions d'obligations internationales ont ralenti au *troisième trimestre 2004*, à partir d'un niveau exceptionnellement élevé, toutefois ; elles sont tombées de \$771 milliards à \$755 milliards en termes bruts, et de \$348 milliards à \$307 milliards en termes nets (déduction faite des remboursements). Ce ralentissement est, dans une certaine mesure, saisonnier : les emprunts gouvernementaux dans la zone euro baissent habituellement au second semestre. Les refinancements ont conservé leur dynamisme, les emprunteurs profitant de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme pour réduire leurs coûts de financement. Les signatures de qualité inférieure sont restées actives, grâce au tassement des primes des obligations à haut rendement. La plus grande stabilité des taux d'intérêt a favorisé un léger report des émissions vers les titres à taux fixe.

Les économies émergentes sont en voie d'égaliser leur précédent record d'émissions de 1997. Les émissions brutes ont atteint \$35 milliards, niveau comparable à celui du deuxième trimestre. Toutefois, plus de la moitié des fonds ayant servi à rembourser des prêts arrivant à échéance, les émissions nettes se sont en fait contractées. Les emprunteurs d'Asie se sont montrés, une fois encore, les plus actifs, le gouvernement philippin levant \$1,4 milliard en dépit de l'augmentation de sa prime. Certains émetteurs, en particulier des signatures souveraines d'Amérique latine, ont profité de la réceptivité des marchés pour allonger l'échéance de leur dette internationale.

Marchés dérivés

Après une activité particulièrement intense durant la première moitié de 2004, les contrats négociés sur les marchés organisés ont baissé de 5 % au *troisième trimestre*, pour s'établir à \$288 000 milliards. Ce recul semble dû à une convergence de vues sur l'orientation probable de la politique monétaire dans les grandes économies après la première hausse des taux directeurs américains, en juin. Les contrats sur indice boursier ont été les plus touchés (-11 %), suivis par les contrats sur taux d'intérêt (-5 %). Les contrats sur devises, en revanche, ont progressé de 10 %.

Avec un nombre de contrats en baisse de 11 %, les dérivés sur marchandises ont, eux aussi, marqué le pas. Les contrats sur métaux précieux et non précieux ainsi que sur produits agricoles ont diminué. Seule exception à ce repli général : les dérivés sur énergie, en progression de 8 %. La volatilité des prix pétroliers peut expliquer un recours accru aux dérivés sur pétrole à des fins de spéculation ou de couverture.

Marché bancaire

Après une augmentation exceptionnelle au premier trimestre, l'activité transfrontière a été modérée au *deuxième trimestre 2004*. La brusque envolée des rendements à long terme dans les grandes économies a, semble-t-il, conduit les investisseurs à dénouer des positions et à réduire la durée de leurs portefeuilles à revenu fixe. Cela a entraîné une contraction des crédits au secteur non bancaire, en particulier aux entreprises d'investissement aux États-Unis.

S'agissant des économies émergentes, leurs emprunts auprès des banques déclarantes ont, pour la première fois depuis plusieurs trimestres, dépassé leurs dépôts, ce qui s'est traduit par \$4 milliards d'entrées nettes. Le phénomène a été le plus marqué en Asie, qui a bénéficié d'une nouvelle augmentation des crédits. L'Amérique latine a enregistré les plus fortes sorties, conséquences de remboursements et d'annulations de créances. Malgré le niveau élevé des cours pétroliers, les pays exportateurs de pétrole ont retiré des fonds. Ces trois dernières années, les recettes du pétrole ne sont pas venues alimenter le système bancaire international autant que durant d'autres périodes de renchérissement. De plus, une part croissante de ces fonds est déposée dans des monnaies autres que le dollar EU, en tout premier lieu l'euro.

Études

Risque-pays : évaluation des nouvelles approches

Ces dernières années se sont développées trois nouvelles approches du risque-pays, qui privilégient, respectivement, les conséquences d'une mauvaise gestion passée sur la capacité d'un pays à supporter l'endettement (« intolérance à la dette ») ; la capacité d'un pays à emprunter à l'étranger dans sa propre monnaie (« péché originel ») ; la vulnérabilité de la situation nette d'un pays aux variations de change (« asymétrie de devises »). Claudio Borio et Frank Packer, tous deux de la BRI, ont cherché à les évaluer de manière empirique, en retenant les notes de crédit des emprunteurs souverains comme indicateurs du risque-pays. Pour ce faire, ils ont perfectionné des méthodes déjà utilisées, en intégrant davantage de facteurs susceptibles d'influer sur le risque-pays et en recourant à des données de meilleure qualité, provenant en particulier des statistiques BRI (activités bancaires, sur titres et dérivés). Si les résultats obtenus confortent ces trois approches sur certains points, pour d'autres, ils mènent à formuler des réserves, voire à constater que le débat reste ouvert. Les auteurs concluent que, pour maîtriser le risque-pays, les autorités doivent mener des politiques macroéconomiques et structurelles saines.

Explication du rebond de l'activité sur les changes – l'enquête triennale 2004

Selon l'enquête triennale sur l'activité mondiale des marchés des changes et dérivés, le volume des transactions sur les marchés traditionnels des changes a atteint, en avril 2004, une moyenne journalière de \$1 900 milliards, soit une augmentation de 36 % (à cours constants) par rapport à avril 2001. Cette évolution compense largement la baisse enregistrée entre 1998 et 2001. Gabriele Galati (BRI) et Michael Melvin (Arizona State University) expliquent avant tout cette reprise par les opérations exploitant la dynamique du marché ainsi que par les stratégies spéculatives de *carry trade* adoptées par les investisseurs institutionnels et les investisseurs sur ressources empruntées, essentiellement motivés par la recherche du rendement. Les transactions de couverture semblent y avoir aussi contribué, entreprises et investisseurs ayant cherché à se protéger contre une dépréciation attendue du dollar EU.

Marché des crédits consortiaux : structure, évolution et implications

Les crédits consortiaux sont des instruments hybrides, entre prêt bancaire – avec sa dimension « relation de clientèle » – et émission de titres négociables. Ils permettent de répartir le risque de crédit entre différents établissements financiers, mais sans les contraintes liées à la communication financière et au placement, imposées aux émetteurs d'obligations. Ils constituent une importante source de financement, puisqu'ils ne représentent pas moins du tiers des fonds levés sur les marchés internationaux de la dette. Analysant l'évolution et le fonctionnement du marché des crédits consortiaux, Blaise Gadanecz (BRI) s'intéresse notamment aux principaux intervenants, aux mécanismes de tarification, au montage sur le marché primaire, au négoce sur le marché secondaire et à l'intégration géographique.

Financement de projets : nature du risque de crédit

Pour financer les projets d'infrastructure, les prêteurs doivent souvent s'engager sur des échéances bien plus longues qu'avec d'autres types de crédits consortiaux. Cela tient au fait que les projets de grande envergure, à forte intensité capitalistique, nécessitent des investissements massifs en phase initiale, alors qu'ils ne génèrent qu'à long terme les recettes suffisantes pour couvrir les coûts. Pour la plupart des formes d'endettement, la marge de crédit augmente avec la durée. Or, Marco Sorge (BRI) constate que cela n'est pas nécessairement le cas pour les financements de projets, dont la structure par échéance a un profil en cloche, même abstraction faite des garanties sur les échéances longues. Cela donne à penser que ces crédits ne sont pas systématiquement perçus par

les prêteurs comme présentant davantage de risques que des opérations à plus court terme. Lorsque ce sont des économies émergentes qui empruntent, les garanties contre le risque politique, proposées par les banques multilatérales de développement ou les agences de crédit à l'exportation, réduisent sensiblement les primes sur les montages à plus longue échéance.