



Communiqué de presse

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

Réf :

7 mars 2005

Rapport trimestriel BRI Mars 2005

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 : négoce des monnaies d'Asie ; évolution de l'effet de levier et de l'exposition des fonds spéculatifs ; tranches de pertes relatives aux contrats dérivés indiciels sur défaut et tarification des corrélations de risque de crédit ; clauses contractuelles et tarification des contrats sur défaut.

Faiblesse des rendements malgré la vigueur de l'économie

Sur les principaux marchés, les rendements nominaux à long terme sont demeurés étonnamment faibles en début d'année. Ils ont même baissé alors que les perspectives de croissance mondiale donnaient pourtant des signes de raffermissement et que la Réserve fédérale des États-Unis annonçait de nouveaux relèvements de taux. Étant donné la stabilité des anticipations d'inflation, cette faiblesse a été en partie attribuée par de nombreux intervenants à la demande d'actifs de long terme émanant des fonds de pension et des sociétés d'assurances.

Le faible niveau des rendements a continué d'alimenter l'appétit des investisseurs pour des instruments plus rémunérateurs. La crainte d'un resserrement monétaire plus rapide que prévu, aux États-Unis, a entraîné un léger élargissement des primes sur titres d'entreprises et d'économies émergentes au moment du changement d'année ; en février, ces primes étaient néanmoins revenues près de leurs points bas historiques, voire en dessous. Les marchés des actions ont suivi une trajectoire analogue : ils se sont redressés jusqu'à fin 2004, avant de s'essouffler début 2005 ; fin janvier, les fusions-acquisitions – ou la perspective d'une reprise plus générale des emprunts des entreprises – les ont ranimés.



Marché des titres de dette

Le *quatrième trimestre 2004* a mis un point d'orgue à une année exceptionnelle pour les titres de dette. Les émissions brutes d'obligations et d'effets se sont établies à \$826 milliards, portant le total pour l'année à plus de \$3 000 milliards. Ce chiffre représente une hausse de 14,5 % par rapport à 2003 et marque un sommet historique, en proportion du PIB mondial, signe que les emprunteurs ont accédé assez facilement aux marchés du crédit.

C'est la dette des grands pays développés qui a affiché la progression la plus marquée. Les émissions nettes de la zone euro et des États-Unis ont augmenté respectivement de près de \$80 milliards et de \$19 milliards. Les titres à haut rendement, en particulier, se sont maintenus à un niveau élevé. Pour les économies émergentes, dont les primes ont touché un plancher historique, le volume annuel a atteint un record.

Marchés dérivés

Le volume mondial des contrats négociés sur les marchés organisés est resté modeste au *quatrième trimestre 2004*, le total cumulé (sur taux d'intérêt, indices boursiers et devises) affichant un recul de 4 %, à \$278 000 milliards. Cet essoufflement s'explique principalement par le repli du compartiment des taux courts en Amérique du Nord, probablement dû à une plus grande convergence des anticipations sur l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis.

Les dérivés sur taux longs et indices boursiers sont demeurés actifs, les opérations de couverture ayant été vraisemblablement stimulées par une révision à la baisse, durant le quatrième trimestre, des prévisions de croissance pour 2005. Les dérivés sur devises ont notablement progressé, probablement sous l'effet de la vive dépréciation du dollar et de la hausse de la volatilité implicite, qui se traduisent habituellement par une intensification des opérations de couverture et des prises de positions.

Marché bancaire

Les placements en titres de dette internationaux par les banques déclarantes BRI ont alimenté la croissance globale des créances au *troisième trimestre 2004*. Les achats des banques du Royaume-Uni et de la zone euro ont été particulièrement soutenus, tandis que les établissements japonais ont continué de privilégier la dette publique des États-Unis et de la zone euro. En revanche, la progression des prêts aux emprunteurs non bancaires a été modeste et a résulté, pour une large part, de crédits aux places franches.

De manière générale, les économies émergentes ont enregistré des sorties nettes de fonds assez volumineuses, principalement dues à la croissance des dépôts auprès des banques déclarantes ; c'est le cas pour les régions Asie et Pacifique ainsi que Moyen-Orient et Afrique ; pour l'Amérique latine, les sorties nettes s'expliquent aussi par une diminution des créances. En Europe émergente, la forte augmentation des créances sur les nouveaux adhérents à l'Union européenne a entraîné de faibles entrées nettes, bien que certains pays aient assez sensiblement renforcé leurs dépôts.



Études

Négoce des monnaies d'Asie

Les transactions sur la plupart des grandes monnaies d'Asie s'accroissent à un rythme encore plus rapide que la moyenne des opérations de change mondiales. Corrinne Ho, Guonan Ma et Robert McCauley, de la BRI, constatent que le volume du négoce sur ces monnaies a davantage progressé, entre 2001 et 2004, que les échanges de biens et de services correspondants, sous l'effet d'une quête de rendement au niveau mondial et d'un approfondissement continu des marchés financiers locaux. La modification des anticipations concernant la parité dollar/renminbi semble se conjuguer à l'influence exercée sur les changes d'Asie par les cours au comptant dollar/yen et dollar/euro. Ce constat va à l'encontre de l'idée généralement admise que les monnaies asiatiques appartiennent toutes au bloc dollar, et fait penser, au contraire, que la plupart d'entre elles se négocient de plus en plus en rapport avec leur cours de change effectif.

Fonds spéculatifs : évolution de l'effet de levier et de l'exposition

Les fonds spéculatifs se caractérisent par leur souplesse et par leur promptitude à financer leurs expositions par l'effet de levier. Patrick McGuire, Eli Remolona et Kostas Tsatsaronis, de la BRI, recourent à l'analyse de style pour mettre en lumière les facteurs de risque à l'origine des rendements de ces fonds. Ils observent que les stratégies de placement de ces fonds évoluent en fonction des conditions du marché. Malgré des styles d'investissement différents, leur exposition au risque présente de nombreux points communs ; elle a, par exemple, évolué de manière analogue avant et après le pic boursier de 2000 pour les trois grandes familles de fonds étudiées. Les auteurs élaborent en outre un indicateur temporel sommaire, qui montre que l'effet de levier a culminé à fin 1997 et en 1998, mais a diminué depuis quelques années.

Contrats dérivés indiciels sur défaut : tranches de pertes et tarification des corrélations de risque de crédit

Un fait marquant de ces dernières années est la création d'instruments liquides permettant de négocier les corrélations de risque de crédit. Jeffery Amato et Jacob Gyntelberg, de la BRI, observent que la standardisation des tranches de pertes de contrats sur défaut reposant sur des indices (paniers de signatures) pourrait constituer une étape significative, car elle comble une lacune dans la capacité des marchés à transférer certaines catégories de risque de crédit entre individus et institutions. Les auteurs notent également que ces tranches standardisées sont relativement liquides par rapport à d'autres instruments du marché du crédit. Ils décrivent les différences entre tranches du point de vue des corrélations implicites (à partir du marché) des moments de défaut et estiment qu'on peut y voir l'effet de la segmentation du marché, d'une incertitude quant aux corrélations de risque de crédit, des conditions de la demande locale et/ou du recours à des modèles de tarification autres que les modèles standard.



Contrats dérivés sur défaut : clauses contractuelles et tarification

Avec l'expansion du marché, le choix des dispositions contractuelles des contrats dérivés sur défaut s'étoffe lui aussi. Les écarts de prix entre les différentes options peuvent avoir des conséquences non négligeables pour les marchés et les pratiques de réglementation. Frank Packer et Haibin Zhu, de la BRI, notent que les primes ont tendance à être nettement supérieures pour les contrats qui retiennent une définition large des incidents de crédit déclenchant un paiement ou imposant moins de restrictions sur les titres à livrer. Les variations de la probabilité de défaut attendue et des pertes attendues en cas de défaut semblent jouer un rôle important dans la tarification de ces options, conformément à ce que laisse attendre la théorie. De plus, la valorisation de ces options converge généralement, même si l'on observe un certain degré de segmentation régionale.