



Communiqué de presse

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

Réf :

5 septembre 2005

Rapport trimestriel BRI Septembre 2005

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour comporte deux parties. La première analyse l'évolution récente des marchés financiers, les flux de financement sur le marché bancaire et sur le marché des titres de dette, ainsi que les opérations sur dérivés. La seconde présente quatre études sur les sujets suivants : réserves de change en dollars EU et portefeuilles officiels d'actifs aux États-Unis ; statistiques bancaires consolidées de la BRI : structure, applications et récentes améliorations ; analyse des fluctuations de la volatilité des taux d'intérêt à partir de données sur les marchés des options sur swaps ; modèles structurels des taux de défaut : évaluation à partir de données d'entreprise.

Remontée des marchés grâce à l'amélioration des perspectives économiques

L'amélioration des perspectives économiques a favorisé un rebond des marchés de la dette et des actions entre mi-mai et mi-août. Les actions ont progressé sous l'effet de la publication de solides bénéfiques, atteignant un niveau inégalé depuis plusieurs années au Japon et en Europe. Sur les marchés de la dette, les conditions se sont stabilisées, contribuant à un resserrement des primes de risque des entreprises après leurs maximums de mai générés par les rétrogradations de la note de crédit des constructeurs automobiles américains. Les primes des économies émergentes se sont approchées des minimums déjà enregistrés durant l'année.

Une succession de surprises n'a guère perturbé la dynamique des marchés : les attentats terroristes de juillet à Londres n'ont pas entamé l'enthousiasme des investisseurs ; les incertitudes politiques au Brésil et aux Philippines n'ont eu qu'une incidence passagère sur les marchés émergents ; la réévaluation du renminbi chinois a été accueillie avec sérénité, sans impact durable sur les taux d'intérêt ni sur les cours de change des principales monnaies. Les préoccupations suscitées par les cours élevés du pétrole ont cependant fini par contribuer à annuler une partie des gains sur les marchés des actions et de la dette.



Le goût des investisseurs pour le risque a continué de bénéficier du faible niveau des rendements nominaux. Des signes de croissance soutenue et une révision en hausse des anticipations de resserrement des taux directeurs ont fait monter les rendements longs entre fin juin et mi-août, sur les marchés du dollar et du yen en particulier, sans toutefois les faire sortir de la fourchette dans laquelle ils se maintiennent depuis un an.

Titres de dette internationaux

Le goût des investisseurs pour les titres de dette internationaux est resté relativement prononcé au **deuxième trimestre 2005** malgré des turbulences sur les marchés. En données corrigées des variations saisonnières, les émissions brutes se sont globalement accrues. Dans la zone euro, elles ont notablement progressé en euros, même avant la correction saisonnière. En termes nets, le volume mondial d'obligations à moyen et long terme a baissé de 4 % durant la période, même s'il reste bien supérieur à son niveau du deuxième trimestre 2004.

De fortes disparités ont pu être observées entre emprunts à haut rendement des économies développées et émissions des économies émergentes. En avril-mai, les premiers ont chuté, sous l'effet de l'incertitude accrue causée par la détérioration de la note des constructeurs automobiles américains, puis ils sont repartis en juin. Les secondes sont pour la plupart restées relativement insensibles aux turbulences du printemps sur les marchés de la dette et ont augmenté, en termes bruts, au même rythme record observé depuis début 2004. Les émissions de titres internationaux libellés en monnaie locale ont poursuivi leur progression, les investisseurs se montrant de plus en plus disposés à assumer le risque de change.

Instruments dérivés

Les contrats négociés sur les marchés dérivés internationaux sont restés vigoureux durant le **deuxième trimestre 2005**, le total cumulé (sur taux d'intérêt, indice boursier et devises) progressant de 11 %, à \$372 000 milliards, après une hausse de 20 % le trimestre précédent.

L'essor de l'activité a résulté essentiellement de l'évolution des anticipations des intervenants sur l'orientation des taux directeurs. En conséquence, les transactions se sont surtout accrues sur taux courts (instruments à terme et options), se contractant légèrement sur taux longs. Les contrats sur indice boursier ont progressé pour le troisième trimestre consécutif, mais à un rythme plus modéré, peut-être parce que les opérateurs étaient moins disposés à prendre des positions en raison de l'incertitude accrue sur le rendement des actions.

Grâce à la vigueur du dollar, les instruments sur devises ont augmenté de 15 %, à \$3 000 milliards. Ce bond s'explique aussi par la recrudescence de l'activité spéculative, avec notamment un doublement des positions longues en dollars. Stimulés par la volatilité des prix sur les marchés du pétrole, les dérivés sur marchandises ont enregistré une solide progression.



Prêts bancaires internationaux

Les créances transfrontières des banques déclarantes ont bien progressé au **premier trimestre 2005**, les nouveaux prêts au secteur non bancaire s'étant nettement accrus, aux États-Unis surtout. Les banques ont en outre continué à acheminer des fonds vers le secteur non bancaire, particulièrement actif au Royaume-Uni et dans les places franches financières. Il semble que cette expansion soit due aux fonds spéculatifs et à leur recours à l'effet de levier.

Dans le même temps, les économies émergentes ont enregistré de fortes entrées nettes. Ce résultat s'explique essentiellement par un surcroît de prêts transfrontières aux banques en Asie-Pacifique, malgré la hausse des excédents courants de nombreux pays de la région. D'autres régions émergentes, en revanche, ont fait l'objet d'un désengagement dû à une intensification des dépôts auprès des banques déclarantes BRI. Cela a notamment été le cas en Russie où le secteur bancaire a effectué d'importants dépôts à l'étranger, résultant en partie du placement de réserves officielles.

Études

Réserves mondiales en dollars et portefeuilles officiels d'actifs américains

De par son amplitude, la différence entre réserves officielles mondiales en dollars et portefeuilles officiels d'actifs aux États-Unis attire de plus en plus l'attention depuis quelques années. S'appuyant sur les données nationales et les statistiques BRI, Robert McCauley (BRI) constate que les écarts de rendement, jadis primordiaux, expliquent de moins en moins l'expansion des réserves en dollars hors des États-Unis. Le risque-pays et les décalages dans le processus de placement après un gros volume d'interventions sur les changes restent d'importants facteurs à cet égard. L'auteur estime que les placements à l'étranger ne financent pas à strictement parler le déficit courant des États-Unis, mais qu'ils apportent certainement un soutien à la monnaie américaine. Il conclut que, pour évaluer l'ampleur de ce soutien, il serait bon de comparer les achats officiels mondiaux de dollars et la variation nette des engagements américains libellés en dollars.

Statistiques bancaires consolidées de la BRI : structure, applications et récentes améliorations

Les statistiques bancaires consolidées de la BRI constituent la source de données agrégées la plus complète qui soit sur les actifs étrangers des banques ; elles offrent en outre des mesures homogènes de l'exposition au risque-pays des systèmes bancaires nationaux. Elles ont été enrichies récemment et comportent notamment plus de détails sur le transfert des risques, l'exposition aux dérivés et les créances contingentes. Patrick McGuire et Philip Wooldridge (BRI) présentent les statistiques bancaires consolidées : leur structure, les dernières améliorations et certaines de leurs applications analytiques. Ils montrent en quoi les statistiques jouent un rôle précieux non seulement comme instrument de suivi de l'exposition des banques au risque-pays, mais aussi en complément des autres mesures de la dette extérieure pour évaluer les vulnérabilités externes des pays.



Fluctuations de la volatilité des taux d'intérêt du dollar EU : exemple des options sur swaps

Les fortes variations de la volatilité implicite des taux d'intérêt du dollar EU constituent une tendance notable des marchés financiers depuis 2001. Prenant l'exemple des options sur swaps, Fabio Fornari (anciennement BRI) argumente que les fluctuations de la volatilité des taux ont été bien plus prononcées pour le dollar que pour l'euro et plus amples pour le segment court et les options sur swaps ayant une durée résiduelle courte. Comparant la volatilité implicite avec les prévisions de volatilité calculées à partir de simulations économétriques, l'auteur montre que les fluctuations de la volatilité du dollar s'expliquent par l'évolution de deux facteurs : les anticipations de volatilité des taux et la rémunération du risque de volatilité. S'appuyant sur une analyse de régression, il conclut que la rémunération du risque de volatilité du dollar a pour principaux déterminants le niveau et la volatilité des taux d'intérêt américains ainsi que la pente de la courbe des rendements.

Modèles structurels des taux de défaut : enseignements à tirer des données d'entreprise

Les mesures du risque de défaut revêtent une importance fondamentale pour la saine gestion des établissements de crédit et pour l'évaluation prudentielle de leur vulnérabilité. Appliquant des modèles théoriques bien connus au niveau de l'entreprise, Nikola Tarashev (BRI) compare les probabilités de défaut ainsi générées aux taux de défaut effectifs. Il constate que l'utilisation de données d'entreprise améliore notablement la capacité des modèles à expliquer le niveau moyen des taux de défaut par catégorie de notation, mais qu'elle ne permet guère de prévoir l'évolution de ces taux de défaut dans le temps, car les facteurs économiques communs à l'ensemble des emprunteurs exercent une forte influence.