



Communiqué de presse

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

Réf :

5 décembre 2005

Rapport trimestriel BRI Décembre 2005

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour comporte deux parties. La première présente une vue d'ensemble de l'évolution récente des marchés financiers, puis analyse plus en détail les flux de financements et les opérations sur les marchés des activités bancaires, des titres de dette et des instruments dérivés. La seconde comporte cinq études sur des sujets touchant particulièrement les nouveaux marchés financiers : aversion pour le risque et contrepartie du risque dans les contrats dérivés sur défaut ; investissement direct étranger dans le secteur financier des économies émergentes ; obligations d'entreprise en Asie ; marché des obligations d'État au Mexique ; emprunts d'État internationaux en monnaie locale en Amérique latine.

Vue d'ensemble : les perspectives d'inflation ébranlent la confiance des investisseurs

En septembre et octobre, une détérioration des perspectives d'inflation a ébranlé la confiance des investisseurs dans le monde entier. Des tensions haussières sur les prix à la consommation, en partie attribuables au renchérissement de l'énergie, ont conduit les banquiers centraux, aux États-Unis et dans la zone euro, à signaler qu'un resserrement monétaire pourrait s'avérer nécessaire. Les investisseurs ont donc révisé en hausse leurs anticipations sur les taux directeurs, entraînant, sur les principaux marchés, une élévation des rendements obligataires – qui sont néanmoins restés bas, dans le compartiment long, par rapport à leurs sommets de 2004.

La perspective d'une accélération du resserrement monétaire a contribué à la volatilité des marchés des actions : les cours ont chuté partout dans le monde, début octobre, avant de remonter en novembre, grâce à des signes de croissance encore soutenue aux États-Unis ainsi qu'à des annonces de fusions, rachats d'actions et hausses de dividendes. Cette remontée a été plus marquée au Japon durant toute cette période : un début de reprise de la demande intérieure a renforcé l'espoir de voir s'achever des années de déflation.



Les primes sur la dette des économies émergentes ont évolué en phase avec les marchés des actions, tandis que celles sur obligations d'entreprise sont restées stables. Contrairement aux actions et à la dette des économies émergentes, les obligations d'entreprise ne se sont jamais complètement remises des désengagements de la première moitié de l'année, essentiellement en raison de préoccupations quant à l'incidence sur la solvabilité des entreprises de la multiplication des mesures prises en faveur des actionnaires.

Marché des titres de dette

Au **troisième trimestre 2005**, les émissions de titres de dette ont ralenti, inscrivant un repli de 19 %, en termes bruts, par rapport au deuxième trimestre, avec néanmoins une hausse de près de 10 % d'un troisième trimestre à l'autre, la première partie de l'année ayant été exceptionnelle. L'activité a vivement progressé aux États-Unis, mais elle a diminué dans la zone euro. Les émetteurs à haut rendement ont intensifié leurs emprunts, après un deuxième trimestre morose marqué par des turbulences dans le secteur automobile aux États-Unis.

Les signatures des économies émergentes ont continué d'emprunter de gros volumes, les primes sur le marché secondaire tombant à un creux sans précédent. Leurs émissions en monnaie locale sont restées particulièrement vigoureuses et, si la tendance se poursuit, elles atteindront un montant record sur l'année ; une fois de plus, les emprunteurs d'Amérique latine ont prédominé, le gouvernement du Brésil étant le principal contributeur, avec une opération de \$1,5 milliard en septembre.

Marchés dérivés

Au **troisième trimestre 2005**, les marchés organisés se sont inscrits en baisse : le volume total des contrats – sur taux, indice boursier et devise – s'est contracté de 4 % par rapport à la même période de l'an dernier, à \$357 000 milliards, mais essentiellement en raison de facteurs saisonniers qui ont tendance à déprimer l'activité dans le segment des taux. En glissement annuel, en revanche, leur progression s'est légèrement accélérée, passant à 23 %, contre 21 % le trimestre précédent.

Après un premier semestre morose, l'activité sur contrats à terme et options a été particulièrement soutenue, avec une hausse de 22 %, à \$34 000 milliards. Dans le segment des contrats sur indice boursier, la Corée a, pour la première fois, dépassé les États-Unis. S'agissant des dérivés sur devise, l'expansion du marché obligataire intérieur au Mexique a stimulé le développement d'un gré à gré de plus en plus sophistiqué pour instruments en pesos.

Au premier semestre 2005, les contrats dérivés sur défaut ont bien résisté aux désengagements du printemps sur les marchés de la dette : leur montant notionnel a augmenté de 60 % (pour atteindre \$10 000 milliards), soit nettement plus que pour les contrats sous-jacents, ce qui a accru le risque d'illiquidité. En outre, le transfert du risque vers des tiers sans notification aux contreparties a contribué à un retard des confirmations. Si les opérateurs ont promis d'améliorer le fonctionnement de leur service postmarché, il est encore trop tôt pour juger si des progrès ont été réalisés.



Marché bancaire

L'essor des créances transfrontières des banques déclarantes BRI au **deuxième trimestre 2005** s'explique surtout par l'interbancaire, qui a acheminé des fonds vers les États-Unis, le Royaume-Uni et les places franches, les transactions intragroupes représentant environ un tiers du total. Les créances sur la clientèle non bancaire ont continué de progresser, elles aussi, les banques achetant des titres de dette, émis avant tout dans la zone euro.

Les économies émergentes ont globalement enregistré une importante sortie nette de fonds. Le renchérissement du pétrole, ces dernières années, a fortement augmenté les recettes que les pays exportateurs ont à dépenser ou à placer. Ils ont acheminé une partie de leurs fonds vers les banques à l'étranger, ce qui explique l'accroissement des dépôts auprès des banques déclarantes. Ce trimestre, la sortie de fonds est attribuable à une hausse des dépôts des résidents d'Arabie Saoudite, de Russie, du Venezuela et d'autres pays exportateurs de pétrole.

Ce flux de recyclage des pétrodollars dans le système financier international diffère sensiblement, à plusieurs égards, du schéma observé précédemment durant des épisodes de renchérissement du pétrole. Si les pays exportateurs ont toujours placé une part importante de leurs pétrodollars auprès des banques, ils ont récemment commencé à en acheminer davantage vers d'autres emplois, ce qui a contribué à un accroissement de la proportion de pétrodollars dont ne peuvent rendre compte les données par contreparties. Par ailleurs, si les dépôts en pétrodollars restent substantiels, les capitaux de l'OPEP déposés auprès des banques déclarantes BRI diminuent avec le temps.

Études

Marché des CDD : aversion pour le risque et contrepartie du risque

Les primes sur contrats dérivés sur défaut (CDD) indemnisent les investisseurs pour les pertes attendues, et comportent aussi une contrepartie du risque de défaut. En analysant les primes sur CDD indiciels et les probabilités de défaut sur les composantes de l'indice entre 2002 et 2005, Jeffery Amato (BRI) conclut que, selon ses estimations, la contrepartie du risque et l'aversion pour le risque ont connu d'amples fluctuations, dues non seulement à des facteurs macroéconomiques fondamentaux, comme l'orientation de la politique monétaire, mais aussi à des facteurs techniques (de marché), telle l'émission de titres garantis par des créances (TGC).

Présence des banques étrangères dans les économies émergentes : nouveaux acteurs, nouveaux défis

Ces dix dernières années, on observe un bond de l'investissement direct étranger (IDE) dans le secteur financier des économies émergentes. S'appuyant largement sur un récent rapport du Comité sur le système financier mondial, Dietrich Domanski (BRI) analyse l'évolution de cet IDE dans plusieurs régions et types d'établissements. Tout en reconnaissant que les banques étrangères apportent des gains d'efficacité dans le secteur financier, M. Domanski avance qu'elles présentent aussi des défis pour les autorités de contrôle, en raison de la migration de la prise de décision et de possibles incompatibilités entre le modèle



d'organisation de ces banques et les systèmes juridique et réglementaire du pays d'accueil. Il conclut que, pour relever nombre de ces défis, un effort de coopération de la part des régulateurs et des banques centrales est souhaitable au niveau mondial.

Marchés des obligations d'entreprise en Asie

Ces dernières années, en Asie, les autorités ont commencé à s'intéresser au développement des marchés des obligations d'entreprise (ou d'émetteurs autres que l'État) qui, précisent Jacob Gyntelberg, Guonan Ma et Eli Remolona (BRI), sont de taille très variable. Les auteurs expliquent que, si certains marchés primaires s'ouvrent aux émetteurs étrangers, d'autres reposent sur les signatures quasi souveraines, ajoutant que les marchés secondaires peuvent souvent pâtir d'un problème de liquidité dû, à différents degrés, au manque de diversité des investisseurs et à la difficulté d'accès à une information adéquate sur les émetteurs. Ils concluent que, sur le long terme, le développement des marchés des obligations d'entreprise passera sans doute par la diversification des investisseurs et l'amélioration de la communication d'informations sur la solvabilité.

Réduction de la vulnérabilité financière : évolution du marché des obligations d'État au Mexique

Le marché mexicain des obligations d'État libellées en pesos a connu un développement rapide depuis la « crise de la tequila » du milieu des années 90. Serge Jeanneau (BRI) et Carlos Pérez Verdía (Banque du Mexique) montrent que cette évolution a été favorisée par diverses initiatives du gouvernement. Ils mettent en évidence plusieurs avancées significatives : allongement de la structure d'échéances, accroissement de la liquidité sur le marché secondaire et efficacité grandissante des adjudications sur le marché primaire, tout en signalant que des faiblesses subsistent malgré tout.

Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine

Les émetteurs souverains d'Amérique latine ont toujours eu de grandes difficultés à émettre des titres de dette en monnaie locale sur les marchés internationaux. À travers l'exemple de trois pays de la région – Brésil, Colombie et Uruguay –, Camilo Tovar (BRI) argumente que ces émissions ont été favorisées par des facteurs tant structurels que conjoncturels et note qu'il reste à savoir dans quelle mesure elles contribuent au développement des marchés intérieurs de la dette.