



## Communiqué de presse

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

Réf :

6 mars 2006

---

### Rapport trimestriel BRI Mars 2006

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 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 quatre études sur les sujets suivants : nouveaux indices BRI de change effectif ; évolution récente du financement du logement aux États-Unis ; obligations en monnaie-panier sur l'euromarché : enseignements ; contrepartie du risque : mesure d'après le prix d'exercice des options.

#### **Économies émergentes : valorisations au plus haut**

Les économies émergentes ont vu leurs actifs s'apprécier, pour inscrire de nouveaux records en début d'année : les investisseurs étrangers se sont montrés très friands d'obligations et d'actions, propulsant les indicateurs de valorisation vers le sommet de leur fourchette historique, et parfois au-delà. Un tel engouement a été favorisé par l'amélioration régulière des données fondamentales dans de nombreuses économies et par un goût accru pour le risque.

Dans les principaux pays développés, les investisseurs ont été moins enthousiastes. Ils ont semblé douter des valorisations actuelles des actions et des obligations d'entreprise, et hésiter sur l'orientation de leurs positions. Aux États-Unis, taux d'intérêt, cours pétroliers et résultats des entreprises ont pesé sur les cours des actions. Au Japon, des événements de portée apparemment limitée ont affecté l'ensemble du marché, stoppant momentanément, en janvier, la remontée de la bourse de Tokyo. Des opérations favorables aux actionnaires, tels les rachats avec effet de levier, ont continué à préoccuper les marchés de la dette des entreprises, mais les primes sont restées stables autour de leurs planchers cycliques.

Sur les marchés de la dette publique et des swaps, malgré des données macroéconomiques mitigées, les rendements se sont accrus en anticipation d'un



nouveau resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe. Au Japon, l'annonce d'un taux d'inflation devenu positif a conduit les intervenants à penser que la banque centrale abandonnerait sa stratégie d'assouplissement quantitatif plus tôt que prévu.

### Marché des titres de dette

Au **quatrième trimestre 2005**, le volume mondial d'obligations à moyen et long terme s'est accru de 25 %, en termes bruts, alors même que la période est d'ordinaire la plus calme de l'année. Les emprunts des économies émergentes sont restés dynamiques, parachevant une année record : la progression des émissions brutes, supérieure à 50 %, a été manifestement favorisée par de très bonnes conditions de financement pendant la majeure partie de l'année (resserrement des primes à des creux historiques, notamment). Dans les pays développés, par contre, les émissions à haut rendement ont diminué, malgré la stabilité des primes.

En termes nets, les émissions mondiales ont plus que doublé, passant de \$237 milliards à \$572 milliards, grâce aux émetteurs des États-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et des économies émergentes. Les emprunts nets de Freddie Mac, en particulier, ont plus que triplé sur la période.

### Marchés dérivés

Le **quatrième trimestre 2005** a été marqué par un repli des marchés organisés. Le volume total des contrats (en termes de montant notionnel) – sur taux, indice boursier et devise – a diminué de 4 %, à \$344 000 milliards. Comme pour le trimestre précédent, cette baisse tient essentiellement à des facteurs saisonniers, qui ont tendance à réduire le négoce des dérivés au second semestre. En glissement annuel, le taux d'expansion reste inchangé, à 22 %.

Dans le segment des taux, le fléchissement de l'activité sur supports américains et japonais a été en partie compensé par un accroissement du négoce sur taux courts de l'euro en anticipation du relèvement des taux directeurs de la BCE, le 1<sup>er</sup> décembre. Le volume sur indice boursier a inscrit un record (\$39 000 milliards), avec une hausse de 14 % – essentiellement attribuable aux contrats sur références américaines et japonaises. Le volume sur devise a gagné 8 %, à \$3 300 milliards. Le négoce sur marchandise s'est légèrement accru, grâce à une vive progression dans le segment des métaux précieux, qui a compensé une baisse dans l'énergie.

### Marché bancaire

Les créances transfrontières ont continué de progresser au **troisième trimestre 2005**, à un rythme toutefois un peu plus lent que depuis le début de l'année. La hausse est essentiellement attribuable à l'interbancaire (pour plus de moitié) et, en partie, au secteur non bancaire des places franches ainsi que, pour le cinquième trimestre consécutif, des États-Unis.

Les principaux pays exportateurs de pétrole ont continué de recycler une partie de leurs revenus pétroliers par l'intermédiaire des banques déclarantes BRI. En outre, les banques en Asie (dont certaines banques centrales) ont effectué des dépôts à l'étranger. On observe ainsi une sortie nette de fonds pour l'ensemble du



monde émergent, malgré une hausse des prêts aux agents des économies émergentes d'Europe et d'Asie-Pacifique.

Les nouvelles statistiques bancaires consolidées BRI – qui mesurent les positions envers l'étranger des grandes banques commerciales à dimension internationale – contiennent désormais des informations sur les expositions sur dérivés et éventuelles. Au troisième trimestre 2005, l'encours de ces expositions représentait près de 40 % des créances sous forme de prêts et de placements en titres. On note aussi qu'il est généralement plus élevé, envers les économies émergentes, lorsque les banques ont déjà une présence bien établie dans les segments des prêts et des titres.

## Études

### **Nouveaux indices BRI de change effectif**

Le cours de change effectif (CCE) reflète mieux l'incidence du change sur les conditions macroéconomiques que les cours bilatéraux. Il est donc essentiel, tant pour les autorités que les intervenants, que les mesures de CCE soient précises. Marc Klau et San Sau Fung (BRI) décrivent les principales caractéristiques des indices CCE, que la BRI vient de modifier pour : étendre la couverture-pays ; adopter des coefficients variables dans le temps pour pondérer les échanges commerciaux ; apporter des ajustements spéciaux afin de prendre en compte le commerce indirect de la Chine continentale (via Hong-Kong RAS) avec le reste du monde. Une comparaison avec les calculs antérieurs souligne que les nouvelles pondérations représentent mieux les flux commerciaux, ce qui devrait renforcer l'intérêt de ces indices CCE. Ceux-ci sont publiés sur le site BRI.

### **Évolution récente du financement du logement aux États-Unis : la qualité en question**

Aux États-Unis, le financement du logement a radicalement changé ces dernières années, en raison du rôle croissant de la titrisation des prêts aux emprunteurs de moindre qualité. Par ailleurs, le marché hypothécaire s'en remet davantage aux scores de solvabilité pour différencier les emprunteurs. Allen Frankel (BRI) montre que les nouveaux produits hypothécaires sont devenus très présents sur les marchés immobiliers dynamiques. Il note que, grâce à ces développements, de nombreux ménages ont désormais un accès plus large au crédit au logement. Toutefois, en cas de détérioration du marché immobilier, les investisseurs en titres adossés à des hypothèques pourraient se trouver exposés à des difficultés liées à l'évaluation de ces titres et peut-être aussi à des risques non anticipés.

### **Obligations en monnaie-panier sur l'euromarché : enseignements**

Le recours par les opérateurs à des paniers de monnaies européennes est fréquemment cité en exemple pour le développement des marchés obligataires en Asie. Robert McCauley (BRI) et Clifford Dammers, ancien chef de la politique réglementaire à l'International Capital Market Association, examinent les émissions obligataires sur l'euromarché depuis les années 60 et jusqu'à l'avènement de l'euro en 1999. Les auteurs constatent que le relatif succès des obligations internationales libellées en Écus à partir des années 80 tenait plus aux



restrictions sur l'utilisation internationale du mark allemand et à l'activité spéculative qu'aux avantages de la diversification. Ils concluent qu'il est donc nécessaire de mettre en balance les gains attendus en termes de politique économique et une possible perte de liquidité sur les marchés obligataires domestiques.

### **Contrepartie du risque et prix d'exercice des options**

De nombreux articles ont visé à définir et analyser la contrepartie du risque (exigée par les investisseurs en rémunération du risque encouru), incorporée dans le prix d'un actif. Nikola Tarashev et Kostas Tsatsaronis (BRI) calculent une mesure de cette contrepartie, correspondant à une rémunération unique du risque, à partir d'informations sur le prix d'exercice des options à la fois sur le marché monétaire et sur le marché des actions aux États-Unis. Les auteurs constatent que cette valeur entretient une corrélation positive avec la mesure du risque et une corrélation négative avec les rendements passés. Ils concluent que des estimations suivies de la contrepartie du risque peuvent aider à interpréter les conditions du marché financier et à évaluer les perspectives de court terme sur ce marché.