



Communiqué de presse

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

Réf :

11 septembre 2006

Rapport trimestriel BRI Septembre 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 dernières statistiques BRI sur l'activité bancaire et financière internationale. La seconde comprend cinq études sur les sujets suivants : évolution de la composition des réserves officielles ; conséquences, au plan intérieur, de l'accumulation des réserves de change dans les économies émergentes ; marchés à terme sur devises en Asie et enseignements tirés de l'expérience australienne ; opérations sur dérivés et politique monétaire ; 150 ans de volatilité des marchés financiers.

La politique monétaire mobilise l'attention des marchés

En juin, la tendance haussière des rendements des obligations d'État, qui avait caractérisé les principaux marchés pendant la majeure partie de l'année, a été interrompue. Cela s'explique surtout par le fait que les investisseurs anticipaient une décélération de la croissance économique – aux États-Unis en particulier – et que les marchés doutaient de la possibilité de nouveaux relèvements des taux de la Réserve fédérale. Ont également joué un rôle les décisions d'autres grandes banques centrales et les anticipations de leur comportement futur.

Sur les marchés des actions, les cours se sont progressivement redressés après le vaste mouvement de repli de mai-début juin, mais la volatilité effective est restée bien plus élevée qu'avant les turbulences, de même que la volatilité implicite – signe de l'incertitude accrue des investisseurs quant à l'orientation prochaine des cours. Cette incertitude s'explique peut-être par les craintes d'un ralentissement économique aux États-Unis et par les doutes sur les bénéfices d'entreprise, dans un contexte de renchérissement du pétrole et de montée des tensions géopolitiques. Les cours des actions ont, toutefois, été dopés par des rendements obligataires en baisse et des perspectives de croissance généralement favorables pour la zone euro et le Japon, ainsi que par des annonces de résultats positifs au deuxième trimestre.



Si le marché de la dette s'est bien redressé dans la zone euro, les primes des obligations à haut rendement aux États-Unis n'ont pas beaucoup diminué après le désengagement de mai-juin, en raison du renchérissement de l'énergie lié à l'intensification des risques géopolitiques, ainsi que, apparemment, des prises de positions avec effet de levier accrues. En revanche, grâce à de nombreux relèvements de notes de signatures souveraines, le marché de la dette des économies émergentes a retrouvé une grande partie de la vigueur du début de l'année, les primes avoisinant de nouveau les creux historiques pour les principaux indices de dettes souveraines. Tant dans les économies développées que dans le monde émergent, les marchés de la dette ont été soutenus par des annonces laissant présager un moindre resserrement monétaire.

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

Selon les dernières statistiques BRI disponibles pour le **deuxième trimestre 2006**, le volume total des contrats négociés sur les marchés dérivés organisés (sur taux d'intérêt, indice boursier et devise) a augmenté de 13 % par rapport au premier trimestre. Le négoce sur taux courts en yens s'est vivement accru les mois précédant le resserrement monétaire de la Banque du Japon. Les contrats sur indice boursier ont, en outre, beaucoup progressé en mai et juin, lors du désengagement sur les actifs à risque.

Les émissions de titres internationaux sont restées très soutenues au **deuxième trimestre 2006**, grâce aux opérations de titrisation et aux emprunts des entreprises visant à financer fusions et acquisitions. L'activité a, toutefois, nettement ralenti dans les économies émergentes, essentiellement en raison de l'absence des signatures souveraines, qui, grâce à leur bonne situation budgétaire, ont pu réduire leur dette internationale.

Au **premier trimestre 2006**, le marché bancaire a poursuivi son expansion à un rythme très rapide. Les banques déclarantes ont maintenu ou accru leurs positions vis-à-vis de quasiment tous les pays, dont nombre d'économies émergentes et de pays caractérisés par des marchés financiers exceptionnellement volatils. L'essor des créances transfrontières s'explique en grande partie par l'interbancaire, y compris les transactions intragroupes, mais aussi par le fait que les entreprises ont intensifié leurs emprunts. Malgré une forte hausse des créances sur les économies émergentes, ces dernières ont enregistré de nouvelles sorties nettes de fonds, imputables à un accroissement encore plus important des dépôts auprès des banques déclarantes.

Études

Évolution de la composition des réserves officielles

La gestion des réserves officielles est en pleine mutation. S'appuyant sur les données compilées par la BRI sur les dépôts des autorités monétaires auprès des banques commerciales, Philip Wooldridge (BRI) constate que, malgré la prudence des gestionnaires en matière de diversification, la composition des réserves a bien changé ces vingt dernières années. L'auteur confirme un mouvement régulier vers les instruments à plus haut rendement et à plus haut risque. Il montre en outre que, si les réserves se composent toujours essentiellement de dollars EU et d'euros, la part de certaines autres monnaies s'est radicalement modifiée.



Accumulation des réserves de change dans les économies émergentes : conséquences au plan intérieur

Depuis plusieurs années, l'accumulation de réserves de change prend une ampleur sans précédent dans les économies émergentes. Analysant les conséquences au plan intérieur du recours à grande échelle aux interventions de change pour contrer l'appréciation de la monnaie, Madhusudan Mohanty et Philip Turner (BRI) montrent que, si nombre de pays ont adopté une politique monétaire accommodante en intervenant, plusieurs autres forces ont permis de maintenir l'inflation à un bas niveau et atténué ainsi un des dilemmes des banques centrales. Néanmoins, les auteurs notent que l'accumulation d'amples réserves peut à la longue engendrer des risques autres que l'inflation à court terme, dont : coûts d'intervention élevés, déséquilibres d'ordre monétaire, surchauffe des marchés de la dette et des actifs, ainsi que systèmes bancaires très liquides et parfois déséquilibrés.

Marchés à terme sur devises en Asie : enseignements tirés de l'expérience australienne

Ces dernières années, dans la région Asie-Pacifique, les marchés des contrats à terme non livrables (NDF) n'ont cessé de gagner en importance. Guy Debelle, Michael Plumb (Banque de Réserve d'Australie) et Jacob Gyntelberg (BRI) montrent que l'expérience de l'Australie dans les années 70 et au début des années 80 – période pendant laquelle le marché des NDF a évolué en présence de restrictions sur la monnaie – apporte des enseignements aux autorités d'Asie qui cherchent à faciliter la transition d'un marché extraterritorial à un marché intérieur standardisé avec contrats à terme livrables. Les auteurs concluent qu'il pourrait être souhaitable d'accepter un marché NDF plutôt que de s'y opposer, parce qu'il pourrait servir de « terrain d'entraînement » aux intervenants des marchés locaux et étrangers et leur permettre ainsi d'améliorer leurs compétences en matière d'analyse et de négociation. En outre, ils recommandent aux autorités de réfléchir aux avantages potentiels que pourrait procurer la participation active d'acteurs clés au plan international à l'organisation des marchés.

Opérations sur dérivés et politique monétaire

Depuis quelques années, le négoce de contrats à terme et d'options sur taux courts connaît une vive expansion. S'appuyant en partie sur des données relatives aux contrats négociés sur les marchés organisés, publiées régulièrement par la BRI, Christian Upper (BRI) fait appel à l'économétrie pour mettre en évidence la relation entre le volume des contrats du marché monétaire et l'évolution, effective et attendue, des taux directeurs. Il constate que le volume des transactions réagit bien moins aux variations effectives des taux qu'aux variations des anticipations. Ce constat est conforme aux indications que la politique monétaire est désormais plus transparente et prévisible que dans les années 80 et au début des années 90. L'auteur montre, en outre, que la hausse du volume des transactions est associée aux épisodes de montée de l'incertitude sur le comportement futur des banques centrales.



150 ans de volatilité des marchés financiers

Bien qu'elle ait augmenté au deuxième trimestre de cette année, la volatilité des marchés financiers reste généralement inférieure à son niveau du tournant du millénaire. S'appuyant sur une série chronologique extrêmement longue de rendements mensuels des obligations et des actions dans huit pays, Stefan Gerlach, Srichander Ramaswamy et Michela Scatigna (BRI) montrent l'évolution de la volatilité des marchés financiers et ses liens avec les conditions macroéconomiques. Les auteurs constatent que la volatilité varie sensiblement au fil du temps et qu'elle s'accroît partout dans le monde depuis 1970 environ. Ils concluent que les fluctuations de la volatilité observées ces dernières années sont faibles d'un point de vue historique et qu'une forte augmentation par rapport aux niveaux atteints n'aurait rien d'exceptionnel.