



Communiqué de presse

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

Réf. :

14 mars 2007

Rapport trimestriel BRI Mars 2007

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 : analyse de la prime sur la dette souveraine ; incidence de la volatilité des marchés financiers sur le cours de change ; investisseurs financiers et marchés des produits de base ; dérivés macroéconomiques ; mesure du risque de crédit dans le portefeuille bancaire.

Vue d'ensemble – Remontée des marchés jusqu'en février¹

De fin novembre à la troisième semaine de février, les prix des actifs à risque se sont redressés, à mesure que les perspectives de croissance s'amélioraient, tandis que la volatilité implicite se maintenait proche de ses plus bas historiques. Dans cet environnement, les rendements ont augmenté sur les principaux marchés des obligations d'État et les investisseurs ont été plus nombreux à juger que, dans un avenir prévisible, la politique monétaire pourrait être durcie davantage qu'initialement prévu. Aux États-Unis, la publication de chiffres montrant une étonnante vigueur de l'activité, en particulier durant la première moitié de la période examinée, a fait s'éloigner les espoirs de voir la Réserve fédérale assouplir prochainement son orientation monétaire.

La rentabilité des entreprises et la vague de fusions-acquisitions ont contribué à des remontées sur les marchés des actions. Parallèlement, les primes sur la dette des entreprises moins bien notées sont descendues à leur plus bas historique, signe d'un goût du risque prononcé, de la bonne santé financière des entreprises et de taux de défaut étonnamment faibles, surtout sur la dette à haut rendement. Sur certains titres garantis par des créances, principalement sur ceux adossés à

¹ La Vue d'ensemble couvre la période allant de fin novembre 2006 au 23 février 2007.



l'immobilier résidentiel aux États-Unis, les primes se sont nettement étoffées les deux derniers mois, ce qui pourrait annoncer une inflexion plus marquée du cycle dans les prochains mois.

Les primes sur les emprunts des économies émergentes sont également tombées à des planchers historiques durant les deux premiers mois de 2007, pendant que les actions continuaient à s'apprécier. Dans plusieurs pays, des facteurs locaux ont pesé, mais ne paraissent guère avoir influé sur la perception des investisseurs jusqu'à la dernière semaine de février : anticipation largement partagée d'une poursuite du dynamisme dans les économies émergentes en général et d'une amélioration des perspectives économiques aux États-Unis. L'évolution des prix des actifs dans les économies émergentes au cours de la période examinée s'explique certainement aussi par un gros appétit pour le risque.

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

Sur le marché des titres de dette, l'expansion des émissions brutes au **quatrième trimestre 2006** a été supérieure à 10 % d'une année sur l'autre. L'encours a augmenté de près de \$1 000 milliards, à \$18 000 milliards. Ce sont les émissions en dollars qui ont le plus progressé, inscrivant leur plus forte croissance sur cinq ans en termes bruts. Dans les pays développés, la part de la zone euro a continué de croître (à 41 % des émissions brutes). Dans le monde émergent, les émetteurs d'Europe et d'Amérique latine ont été les plus dynamiques.

L'activité des marchés organisés s'est ralentie au **quatrième trimestre 2006** : le volume total des contrats sur taux, devise et indice boursier, mesuré en montant notionnel, a diminué de 7 %, à \$431 000 milliards. Ce ralentissement tient essentiellement à des facteurs saisonniers affectant le compartiment des taux. En revanche, les dérivés sur indice boursier et sur devise ont progressé, de 5 % et 19 %, respectivement. Par ailleurs, le nombre des contrats à terme et options sur produits de base (non inclus dans le total ci-dessus) s'est accru de 12 %, principalement en raison d'une forte hausse du négoce d'instruments sur denrées agricoles en Chine.

Sur le marché bancaire international, l'encours des créances transfrontières des banques déclarantes s'est inscrit à \$25 000 milliards au **troisième trimestre 2006**, soit une progression de 16 % d'une année sur l'autre, chiffre en légère hausse par rapport au trimestre précédent, mais conforme à la moyenne historique. Les créances en livres sterling et en dollars ont augmenté à un rythme particulièrement soutenu. L'accroissement des créances dans les pays développés est, pour plus de moitié, le fait des banques au Royaume-Uni. Les économies émergentes ont effectué d'importants dépôts, et les créances nettes des banques déclarantes ont accusé un recul de \$64 milliards.

Les statistiques bancaires consolidées, qui sont compilées par pays d'origine et compensent les positions intragroupes, font apparaître que l'expansion des créances étrangères au **troisième trimestre 2006** est essentiellement due aux banques françaises, britanniques et suisses, côté prêteurs, et aux résidents des États-Unis, des économies émergentes et de la zone euro, côté emprunteurs. Sur la base du risque ultime, les statistiques indiquent une augmentation de l'exposition des banques déclarantes envers la quasi-totalité des pays, en dépit d'un certain nombre de tensions politiques et militaires. Les transferts de risque ont continué de représenter une part relativement faible de l'exposition sur les économies émergentes.



Études

Prime sur la dette souveraine : une analyse

Les primes de risque ont eu tendance à se contracter fortement, ces dernières années, pour les signatures souveraines des économies émergentes. S'inspirant des analyses consacrées au prix des actifs, Eli Remolona et Michela Scatigna, de la BRI, et Eliza Wu, de l'Université de Nouvelles Galles du Sud, proposent une méthodologie permettant d'analyser la prime souveraine. Celle-ci peut être scindée en deux composantes : couverture des pertes attendues, correspondant au risque de défaut ; contrepartie du risque, correspondant au coût des pertes inattendues évalué par les investisseurs. Les auteurs montrent que cette dernière composante constitue souvent l'essentiel de la prime sur la dette souveraine, même lorsque la prime est relativement faible.

Incidence de la volatilité des marchés financiers mondiaux sur le cours de change : exemple des monnaies de la région Asie-Pacifique

Lors du désengagement envers les actifs des économies émergentes, en mai-juin 2006, ce sont les monnaies les mieux rémunérées qui se sont le plus dépréciées. Examinant la relation entre volatilité des marchés et cours de change, Corrinne Ho et Robert McCauley, de la BRI, et John Cairns, de IDEA Global, montrent que, en période de forte volatilité sur les marchés mondiaux des actions et des obligations, les monnaies à haut rendement ont généralement tendance à se déprécier à l'égard du dollar EU, tandis que celles dont le rendement est faible deviennent des monnaies refuges. Pour une bonne part, ce phénomène peut s'expliquer par le niveau des taux d'intérêt à court terme et, dans une moindre mesure, par le volume de la position extérieure débitrice nette. Les auteurs concluent que la convergence des taux d'inflation en Asie est de nature à réduire l'éventail des réactions des diverses monnaies de la région à une variation de la volatilité dans le monde.

Investisseurs financiers et marchés des produits de base

Depuis quelques années, les produits de base suscitent un grand intérêt de la part des investisseurs financiers, qui utilisent des instruments et stratégies de plus en plus diversifiés. Dietrich Domanski et Alexandra Heath, de la BRI, analysent les raisons à l'origine de cette tendance et évaluent son incidence sur certaines caractéristiques de marché, comme la volatilité des prix. Les auteurs concluent que, en termes de motivations et de stratégies, les marchés des produits de base se sont mis à ressembler aux marchés financiers, mais que leur fonctionnement reste largement marqué par la nature physique des produits négociés, et notamment par le niveau des stocks et le coût marginal de production.

Dérivés macroéconomiques

Les contrats dérivés macroéconomiques permettent aux opérateurs de prendre des positions directement sur les annonces d'indices ou d'indicateurs macroéconomiques. Analysant les motifs de négoce de tels contrats, Blaise Gadanecz, Richhild Moessner et Christian Upper, tous trois de la BRI, montrent que ces dérivés sont mieux adaptés à la prise de positions sur ces annonces que les contrats financiers plus conventionnels et plus liquides, dont le prix réagit



souvent de façon imprévisible aux surprises macroéconomiques. Les auteurs notent en outre que, à l'inverse des résultats des enquêtes de marché sur les anticipations, qui fournissent des estimations ponctuelles, les prix de ces dérivés renseignent sur la totalité de la courbe de distribution de probabilité des anticipations ; ils apportent donc ainsi de précieuses informations sur l'évolution de l'incertitude concernant l'économie et en décrivent l'incidence sur les marchés financiers.

Mesure du risque de crédit dans le portefeuille bancaire : importance relative des erreurs de modélisation et d'étalonnage

L'évaluation du risque de crédit au moyen de modèles peut être faussée par des erreurs de spécification aussi bien que par un mauvais étalonnage. Prenant pour exemple un modèle très connu, Nikola Tarashev et Haibin Zhu, de la BRI, proposent une méthodologie pour déterminer l'importance relative de diverses sources d'erreurs de l'un et l'autre type. Ils appliquent cette méthodologie à un vaste ensemble de données et montrent qu'un mauvais étalonnage du modèle peut influencer sensiblement sur la mesure du risque de crédit. Une erreur de spécification, en revanche, n'a qu'une influence limitée, en particulier dans le cas de gros portefeuilles bien diversifiés.