



Communiqué de presse

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

3 septembre 2007

Rapport trimestriel BRI Septembre 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 : mise en évidence des opérations de *carry trade* ; marché des obligations sécurisées ; intégration financière des économies émergentes au plan mondial et régional ; titrisation en Amérique latine ; restructuration financière des entreprises en Asie.

Vue d'ensemble : les désengagements sur le marché de la dette entraînent une contraction de la liquidité

L'inquiétude suscitée par les expositions aux prêts hypothécaires aux États-Unis a pesé sur les marchés financiers mondiaux entre fin mai et fin août, tandis que les pertes croissantes sur les produits liés aux crédits hypothécaires s'étendaient à d'autres catégories d'actifs à risque¹. L'incertitude quant à l'ampleur et la répartition de ces pertes gagnant l'ensemble du système financier, les investisseurs se sont repliés sur des valeurs refuges et la demande de liquidités a fait un bond. Il en est résulté une forte contraction sur les principaux marchés financiers, qui a poussé les banques centrales du monde entier à procéder à d'importantes injections de liquidités.

La perte de confiance dans la valorisation des produits structurés et liés aux prêts hypothécaires s'est traduite par une forte augmentation des primes dans le secteur du crédit en général, qui a de plus en plus touché des produits et des actifs de qualité, autres que les titres de dette. Le prix du risque de crédit, qui mesure le goût des investisseurs pour les expositions au marché de la dette, s'est envolé, signe que la réévaluation en cours serait en grande partie attribuable à une modification du sentiment à l'égard du risque.

¹ La Vue d'ensemble couvre la période jusqu'au 24 août compris.



Les rendements des obligations d'État ont chuté, les investisseurs optant pour la relative sécurité de la dette publique, au détriment des actifs à risque. Les pressions à la baisse sur les rendements ont semblé tenir aussi en partie à une réévaluation des risques pesant sur les perspectives de croissance au vu de la détérioration du marché du logement aux États-Unis, et ont accentué les craintes d'un assèchement du crédit à la suite des turbulences sur le marché de la dette. Par ailleurs, les effets conjugués de la fuite vers des placements refuges et de l'augmentation de la demande de liquidités se sont manifestés par une chute marquée des taux sur les bons du Trésor, alors même que les taux du marché interbancaire augmentaient vivement.

Le marché des actions s'est replié sous l'effet de l'aggravation des pertes liées à la réévaluation du risque de crédit, les compartiments immobilier et financier se comportant moins bien que les autres. Compte tenu de la forte diminution du goût du risque, les estimations de tolérance au risque implicite sur le marché des actions ont été revues notablement à la baisse. En outre, la volatilité du marché des changes s'est considérablement accrue, en raison du rapide dénouement des positions de *carry trade*. Les actions et obligations des économies émergentes ont toutefois relativement bien résisté sur la majeure partie de la période, grâce à des conditions économiques généralement favorables.

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

Selon les dernières statistiques BRI disponibles pour le **deuxième trimestre 2007** (avant le dernier épisode de turbulences), le volume total des contrats négociés sur les marchés dérivés organisés (sur taux d'intérêt, indice boursier et devise) n'a que peu augmenté par rapport au premier trimestre. Si la hausse des valorisations a accru le volume des dérivés sur indice boursier, elle a à peine compensé le modeste repli de l'activité sur le segment des taux. Une légère hausse du volume des contrats sur devise a masqué une vive progression des dérivés sur le real brésilien (34 %) et le dollar canadien (26 %).

Les émissions de titres internationaux ont notablement progressé au **deuxième trimestre 2007**, surtout en dollars EU et en yens. En termes nets, près de la moitié des émissions mondiales sont attribuables à des établissements financiers non bancaires du secteur privé. Les émissions nettes des économies émergentes d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe ont été vigoureuses ; toutefois, l'activité des signatures souveraines est restée modérée, traduisant la tendance séculaire, dans ces économies, à une réorientation de l'activité au profit de la dette non publique. Dans l'ensemble du monde émergent, les emprunts dans des monnaies autres que le dollar EU, l'euro, la livre sterling et le yen se sont accrus.

Sur le marché bancaire, l'encours des créances transfrontières a progressé de \$2 200 milliards au **premier trimestre 2007**, portant le rythme d'accroissement annuel à plus de 20 % pour la première fois depuis 1987. Le volume de flux *nets* circulant dans le système bancaire international a été exceptionnel, le plus grand transfert net de fonds durant le trimestre intervenant entre les résidents du Royaume-Uni et ceux des États-Unis, transfert qui a été largement annulé, dans le cas des États-Unis, par des sorties nettes à destination de places franches dans les Caraïbes, de la Suisse et de la zone euro. Dans les économies émergentes, les entrées nettes ont été positives au premier trimestre, pour la première fois depuis quatre ans, et même substantielles pour toutes les régions hormis l'Afrique et le Moyen-Orient.



Au **premier trimestre 2007**, l'essor des créances est aussi apparu clairement dans les statistiques bancaires consolidées, qui rendent compte de l'activité bancaire internationale du point de vue du créancier. Sur la base du risque ultime, les créances étrangères détenues par les banques déclarantes se sont inscrites à \$25 000 milliards au premier trimestre, contre \$17 000 milliards il y a deux ans. Outre l'activité de prêts, les banques ont continué d'octroyer des garanties et des engagements de crédit aux emprunteurs d'Europe émergente ; en revanche, l'exposition des banques déclarantes vis-à-vis de l'Amérique latine a continué de diminuer, en termes relatifs.

Études

Mise en évidence de l'activité de *carry trade*

Le marché accorde de plus en plus d'attention à l'activité de *carry trade* en tant que facteur déterminant des variations de change, ainsi qu'à l'éventualité qu'un soudain dénouement des positions ait des répercussions négatives sur la stabilité financière. Il est néanmoins difficile d'isoler les opérations de *carry trade* dans les statistiques disponibles. Après avoir présenté les catégories d'investisseurs et les différentes stratégies, Gabriele Galati, Alexandra Heath et Patrick McGuire (tous trois de la BRI) passent en revue diverses sources de données susceptibles de mesurer l'ampleur de l'activité de *carry trade*. Analysant les statistiques bancaires internationales BRI ainsi que le volume des transactions sur les marchés dérivés et des changes, les auteurs concluent que l'expansion des opérations de *carry trade* financées en yens et en francs suisses peut avoir contribué à l'intensification de l'activité dans ces monnaies sur le marché bancaire international. En outre, l'évolution du volume des transactions dans les monnaies de placement et de financement concorde globalement avec les mesures de l'attrait de ces opérations.

Marché des obligations sécurisées

Sur la dernière décennie, les obligations sécurisées, titres émis par les établissements financiers et garantis par une sûreté spécifique, sont devenues une des plus grandes catégories d'actifs sur le marché obligataire européen. S'appuyant sur les statistiques BRI sur les titres de dette internationaux et d'autres sources de données, Frank Packer, Ryan Stever et Christian Upper (tous trois de la BRI) évaluent la récente évolution du marché des obligations sécurisées et la tarification de ces instruments. S'ils mettent en évidence les différences de tarification selon le pays d'origine de l'émetteur, celles-ci semblent assez peu tenir aux différences de cadre législatif. Dans le même temps, se fondant sur des études de cas, les auteurs constatent que la valorisation des obligations sécurisées a été plutôt solide face aux chocs affectant tant la solvabilité des émetteurs que la valeur de la sûreté sous-jacente.

État d'avancement de l'intégration financière, au plan mondial et régional, des économies émergentes

Ces dernières années, on a observé une intégration croissante des systèmes financiers des économies émergentes avec les marchés financiers mondiaux ainsi qu'entre marchés au sein des différentes régions. Partant des mesures de l'intégration financière, Alicia García-Herrero et Philip Wooldridge (tous deux de la



BRI) examinent les progrès de l'intégration financière des économies émergentes tant au plan régional qu'au plan mondial. Ils constatent que les nouveaux pays membres de l'Union européenne présentent des degrés d'intégration élevés à l'échelle régionale, du fait de leur étroite relation avec les grandes places financières de l'UE, mais relativement faibles avec les marchés situés hors de la région. Les pays d'Amérique latine, pour leur part, sont parvenus à une intégration financière de plus grande envergure géographique, mais leur intégration au niveau régional est moins aboutie que celle des nouveaux membres de l'UE. Quant à l'Asie, elle se trouve dans une situation intermédiaire : elle a établi des liens d'une portée géographique plus étendue que les nouveaux membres de l'UE, et l'intégration régionale y est plus poussée qu'en Amérique latine. Les auteurs concluent que l'intégration financière régionale devrait être considérée comme venant compléter l'intégration mondiale, et non pas s'y substituer.

La titrisation en Amérique latine

La titrisation permet de transformer des actifs *a priori* illiquides ou à risque en titres plus facilement négociables ou moins risqués. Dans leur évaluation du développement de ce marché en Amérique latine, Michela Scatigna et Camilo Tovar (tous deux de la BRI) font état du vif essor de la titrisation ces cinq dernières années, en particulier au Brésil et au Mexique. Toutefois, la petite taille des émissions et leur manque de liquidité sur le marché secondaire montrent que le marché d'Amérique latine n'en est encore qu'à ses débuts. Compte tenu de ses effets bénéfiques potentiels, le recours à la titrisation devrait être encouragé dans la région. Les auteurs signalent néanmoins qu'il conviendrait aussi d'accorder une attention rigoureuse aux risques qui lui sont associés, et notamment les difficultés à évaluer le risque de crédit des produits structurés en raison de leur complexité.

Asie : effets de la restructuration financière du secteur des entreprises sur la stabilité financière

En Asie, la fragilité financière des entreprises avant la crise a accentué les vulnérabilités. S'appuyant sur des données historiques tirées des états financiers des sociétés cotées d'Asie émergente, Michael Pomerleano (BRI) montre que de nombreux pays de la région ont engagé, après la crise, une vaste restructuration financière du secteur des entreprises, certains parvenant à un redressement beaucoup plus rapide que d'autres. L'assainissement des bilans des sociétés depuis la crise semble en partie attribuable aux progrès réalisés dans l'adoption des normes et codes internationaux visant à établir des systèmes financiers solides. L'auteur conclut que, si de telles avancées sont de bon augure pour la stabilité financière, il est essentiel que des efforts soient entrepris pour améliorer les pratiques de financement des entreprises, les systèmes bancaires et l'infrastructure financière, de sorte que le recours à un effet de levier accru se fasse sur des bases plus saines.