



Communiqué de presse

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

3 mars 2008

Rapport trimestriel BRI Mars 2008

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 portant sur les récentes turbulences financières : 1) opérations menées par les banques centrales dans le cadre de la mise en œuvre de leur politique monétaire ; 2) déterminants des taux interbancaires internationaux ; 3) taux interbancaires de référence ; 4) propagation des turbulences du marché monétaire aux marchés des swaps cambistes et des swaps taux/devises ; 5) relations entre trois mesures du risque – fondamentaux de crédit, notation et valeur-en-risque – et deux types d'instruments – titres garantis par des créances et créances obligataires sur les entreprises.

Les marchés réévaluent les risques qui pèsent sur la croissance

Après un mois de décembre relativement calme, caractérisé par une stabilité d'ensemble des marchés, la multiplication des signes d'un ralentissement de l'économie réelle a entraîné, en janvier, une réévaluation généralisée des risques pour la croissance, accompagnée d'une inflexion des anticipations sur les taux directeurs. Si les tensions sur les marchés monétaires se sont quelque peu atténuées durant la période, les résultats macroéconomiques médiocres publiés aux États-Unis, une nouvelle vague de dépréciations d'actifs par les banques et des préoccupations concernant les organismes de garantie financière ont renforcé les perceptions d'une possible propagation des tensions financières mondiales à l'économie réelle.

Lorsque les investisseurs ont pris conscience que les répercussions de la crise du crédit sur l'économie pourraient ne pas se limiter aux États-Unis, partout, les marchés des actifs se sont repliés. Les primes de risque qui, depuis quelque temps déjà, traduisaient des préoccupations concernant un affaiblissement plus large de l'économie, ont atteint de nouveaux sommets, dans un contexte de montée des tensions au sein du secteur financier. De même, les marchés mondiaux d'actions ont chuté en janvier, les investisseurs ayant révisé à la baisse



leurs anticipations de rentabilité. Reste que les marchés d'actions sont remontés en février, obtenant de meilleurs résultats que les titres de dette, grâce aux actions des autorités monétaires américaines. Les investisseurs, quant à eux, ont rapidement intégré un assouplissement supplémentaire de la Réserve fédérale et d'autres banques centrales, anticipant de nouveaux signes de ralentissement de l'activité. Les rendements des obligations d'État à long terme indexées sur le taux d'inflation ont fléchi, bien davantage que les rendements nominaux, faisant ainsi monter le point mort d'inflation aux États-Unis.

Si, jusqu'alors, les tensions sur les marchés de la dette avaient davantage affecté les économies industrialisées, les craintes d'un ralentissement plus généralisé de la croissance ont manifestement commencé à peser aussi sur nombre d'économies émergentes durant la période. Les marchés d'actions, y compris ceux qui avaient initialement bien résisté, ont été les plus touchés.

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

Sur le marché international des titres de dette, les émissions sont demeurées atones au **quatrième trimestre 2007**, dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers. Les émissions nettes d'obligations à moyen et long terme, malgré une augmentation sur le trimestre (de \$399 milliards à \$487 milliards), ont vu leur taux d'accroissement sur un an chuter à -45 %, plus bas encore que les -23 % enregistrés au troisième trimestre. Les établissements financiers dans les pays développés ont été particulièrement peu actifs, avec \$351 milliards (contre \$363 milliards au trimestre précédent), soit moitié moins environ qu'un an auparavant. En revanche, les sociétés non financières ont été relativement dynamiques, avec \$30 milliards, en progression de +21 % d'une année sur l'autre.

Les dernières statistiques BRI sur les marchés dérivés organisés font, elles aussi, apparaître un recul marqué de l'activité au **quatrième trimestre 2007**, après une période où les perturbations sur les marchés financiers avaient entraîné une activité record. La plus forte diminution a concerné le compartiment des taux courts, dont l'encours notionnel est revenu de \$535 000 milliards au troisième trimestre à \$405 000 milliards. Les compartiments des taux longs, des indices boursiers et des contrats sur devise se sont également contractés. Le volume total des contrats à terme et options sur instruments financiers négociés sur les marchés organisés s'est replié de \$681 000 milliards à \$539 000 milliards, même si son taux de progression sur un an est demeuré élevé (+25 %).

Au **troisième trimestre 2007**, l'activité bancaire internationale a poursuivi son expansion, dans le contexte de tensions grandissantes sur plusieurs segments du marché interbancaire. Les créances transfrontières des banques déclarantes ont atteint \$32 000 milliards, soit un taux de progression sur un an de plus de 20 %. L'évolution des besoins de financement en dollars EU des banques internationales donne à penser que les établissements européens empruntent de plus en plus sur le marché interbancaire pour financer des positions longues nettes croissantes vis-à-vis du secteur non bancaire. Cette situation a pu contribuer à créer des tensions sur le marché interbancaire lorsque le refinancement est devenu plus difficile. L'examen des relations bilatérales entre systèmes bancaires révèle que les expositions interbancaires internationales (rapportées aux fonds propres de base) varient fortement entre systèmes et que celles-ci représentent généralement une proportion plus importante pour les établissements européens que pour les banques américaines. En ce qui concerne les créances étrangères sur la base du



risque ultime, certains signes pourraient indiquer une contraction du crédit dans les expositions interbancaires au troisième trimestre 2007.

Études

Opérations de politique monétaire et turbulences financières

Les opérations de politique monétaire menées par les banques centrales ont fait l'objet d'une attention particulière du fait des fortes perturbations observées sur les marchés interbancaires depuis août 2007. Or, les cadres opérationnels constituent non seulement les éléments les moins connus de la politique monétaire, mais ils peuvent en outre varier grandement d'un pays à l'autre. Après avoir apporté une grille de lecture conceptuelle permettant de mieux comprendre les défis auxquels les banques centrales sont confrontées en période de tensions, Claudio Borio et William Nelson, de la BRI, cherchent à déterminer comment la réaction des banques centrales face aux récentes turbulences financières a été influencée par les cadres opérationnels en place. Les auteurs montrent que ces cadres peuvent exercer une influence majeure sur la forme et le volume des injections de liquidités et sur la nécessité de recourir à des mesures exceptionnelles.

Déterminants des taux interbancaires : indications tirées des taux communiqués par les banques de l'échantillon Libor

La prime de risque inscrite dans les taux d'intérêt sur dépôts interbancaires à 3 mois auprès des grandes banques internationales a fortement augmenté en août 2007 et elle est restée depuis à un niveau élevé. François-Louis Michaud et Christian Upper, de la BRI, analysent les taux d'intérêt sur dépôts interbancaires communiqués par les banques de l'échantillon Libor pour identifier les éléments à l'origine de cette hausse, et en particulier le rôle des facteurs de crédit et de liquidité. Les auteurs montrent que le risque de crédit joue un rôle, du moins aux fréquences basses. En revanche, la variation des taux communiqués dépend beaucoup, au jour le jour, des facteurs de liquidité, comme l'indiquent l'absence d'une relation étroite entre risque de défaut et prime de risque sur le marché monétaire ainsi que les réactions des marchés interbancaires aux apports de liquidités par les banques centrales.

Taux interbancaires de référence durant la récente période de turbulences

L'assèchement de la liquidité sur le compartiment à terme des principaux marchés interbancaires au second semestre 2007 pose la question de la fiabilité des taux de référence censés refléter les conditions de marché. Partant de la comparaison de différents taux de référence dans une même monnaie, Jacob Gyntelberg et Philip Wooldridge, de la BRI, montrent que les taux interbancaires ont divergé de manière inhabituelle au second semestre 2007. Les auteurs concluent que cette divergence a reflété les perturbations sur les marchés interbancaires davantage que des défauts dans les mécanismes de fixation des taux. De fait, ces mécanismes ont bien joué leur rôle, en atténuant l'influence des comportements stratégiques et des perceptions changeantes de la qualité du crédit.



Propagation des turbulences du marché monétaire aux marchés des swaps cambistes et des swaps taux/devises

À la fin des années 1990, les difficultés des banques japonaises à s'assurer des financements en dollars EU sur les grands marchés interbancaires ont perturbé les marchés des swaps cambistes yen/dollar et des swaps taux/devises. Dans l'étude qu'ils ont consacrée aux turbulences financières observées au second semestre 2007, Naohiko Baba et Frank Packer, de la BRI, et Teppei Nagano, de la Banque du Japon, montrent que les difficultés de financement sur l'interbancaire ont, une nouvelle fois, eu des répercussions significatives sur les marchés des swaps cambistes et des swaps taux/devises. Leurs travaux font apparaître que le recours aux swaps pour pallier la pénurie de financements en dollars EU a induit de fortes divergences par rapport aux conditions de parité couverte des taux d'intérêt et entraîné une perte de liquidité sur les marchés concernés. Bien que l'ampleur de l'écart de la prime du swap de taux euro/dollar ait atteint un niveau jamais observé auparavant, les auteurs concluent que le degré de distorsion n'a pas égalé le niveau enregistré pour le swap de taux yen/dollar à la fin des années 1990.

Fondamentaux de crédit, notation et valeur-en-risque : comparaison des TGC et des créances sur les entreprises

Les récentes et importantes révisions à la baisse des notations de TGC structurés rappellent que la notation des produits financiers structurés peut varier beaucoup plus que celle des instruments de crédit plus traditionnels. Dans leur analyse des relations entre fondamentaux de crédit, notation et valeur-en-risque pour les tranches de TGC et les créances obligataires sur les entreprises, Ingo Fender, Nikola Tarashev et Haibin Zhu, de la BRI, avancent au moins deux explications à ce phénomène. Premièrement, le processus d'assemblage des tranches se traduit par une relation non linéaire entre la qualité du crédit des actifs sous-jacents et celle des produits structurés. Deuxièmement, la notation des produits structurés est plus sensible au risque conjoncturel. Les auteurs concluent qu'une confiance excessive dans la notation peut conduire à une méconnaissance et à une mauvaise gestion des risques encourus ainsi qu'à une dynamique défavorable du marché si les positions correspondant à ces instruments doivent être dénouées.