



Communiqué de presse

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

1^{er} septembre 2008

Rapport trimestriel BRI Septembre 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 quatre études portant sur les sujets suivants : 1) la prime pour risque d'inflation dans la structure d'échéances des taux d'intérêt ; 2) le développement des marchés monétaires en Asie ; 3) le risque de règlement dans les opérations de change ; 4) les indices ABX – baromètre essentiel pour évaluer les conditions sur les marchés des crédits hypothécaires à risque (*subprime*) – et les facteurs déterminant leurs rendements.

Intégration par les marchés du ralentissement conjoncturel¹

De fin mai à fin août 2008, les marchés financiers mondiaux ont réagi aux signes croissants d'une détérioration conjoncturelle généralisée. Tandis que les marchés continuaient de présenter une certaine fragilité, les inquiétudes quant aux perspectives économiques et les incertitudes qui en résultent sont devenues plus pesantes, affectant les valorisations dans toutes les catégories d'actifs.

Les marchés de la dette ont subi de nouvelles pressions, les primes augmentant en raison de l'incidence de l'ajustement cyclique en cours sur les anticipations de perte et sur les bilans des établissements financiers. Cela malgré le repli des cours du pétrole et des produits de base, l'action des pouvoirs publics en faveur du marché immobilier aux États-Unis et les efforts soutenus de recapitalisation engagés par les banques et autres sociétés financières. Des préoccupations analogues se sont fait sentir sur les marchés d'actions, où les valorisations ont été révisées à la suite d'annonces de bénéfices décevantes dans les secteurs conjoncturels, dont le secteur financier. Dans ce contexte, les tensions sur

¹ La période couverte par la Vue d'ensemble s'étend de la fin mai 2008 au 22 août 2008.



l'interbancaire ont persisté, conduisant les banques centrales à prendre de nouvelles mesures pour augmenter l'efficacité de leurs mécanismes respectifs de fourniture de liquidités.

Avec en arrière-plan les variations des cours du pétrole et des produits de base, les anticipations du marché quant au niveau des prix et à la politique monétaire se sont modifiées, et les rendements des obligations d'État ont intégré les perspectives d'un repli de la croissance à court terme et l'éventualité d'une hausse de l'inflation à long terme. Par ailleurs, les craintes de tensions inflationnistes et d'une altération des conditions de financement extérieur ont également pesé sur les marchés émergents, lesquels ont ensuite bénéficié, semble-t-il, d'un répit provisoire avec la baisse des cours du pétrole et des produits de base. La dégradation des conditions macroéconomiques se profilant plus nettement, les cours des actions ont diminué et les primes des économies émergentes ont augmenté, à des degrés variables, cependant, selon les pays et les régions.

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

Au **deuxième trimestre 2008**, les émissions de titres de dette internationaux se sont fortement redressées, malgré la persistance de perturbations sur les marchés financiers. Les émissions nettes d'obligations et d'effets ont progressé significativement, passant de \$371 milliards au premier trimestre à \$1 071 milliards, pour retrouver pratiquement leur niveau d'avant le début des récentes turbulences (second trimestre 2007). Cette augmentation s'explique essentiellement par le segment des obligations libellées en euros, où les émissions nettes, à \$464 milliards, étaient plus de quatre fois supérieures à celles du trimestre précédent. Les émissions de titres adossés à des hypothèques se sont sensiblement accrues, en particulier au Royaume-Uni, après l'annonce par la Banque d'Angleterre, en avril 2008, qu'elle mettait en place un mécanisme (Special Liquidity Scheme) permettant aux banques britanniques d'échanger des actifs peu liquides (comme les titres adossés à des hypothèques) contre des bons du Trésor britannique.

Au **deuxième trimestre 2008**, le négoce des dérivés sur les marchés organisés a régressé. Le volume des échanges (en valeur notionnelle) est revenu à \$600 000 milliards, après un pic de \$692 000 milliards au premier trimestre. Cette contraction s'est observée, pour l'essentiel, pour les instruments sur taux courts, les contrats sur taux longs et indice boursier ayant toutefois eux aussi connu un repli. Dans le compartiment des devises, en revanche, l'activité a été intense, en hausse par rapport au trimestre précédent, la progression ayant atteint 44 % d'une année sur l'autre. Le négoce sur produits de base – mesurable seulement en nombre de contrats – a baissé, même si le rythme de croissance sur 12 mois est resté très élevé, à 37 %.

La croissance de l'activité bancaire internationale a continué de se ralentir au **premier trimestre 2008**. Les créances internationales brutes des banques déclarantes BRI sur les emprunteurs non bancaires ont progressé de \$365 milliards, leur plus faible augmentation sur un premier trimestre depuis 2003. Les sorties nettes de fonds hors des États-Unis se sont poursuivies ; cette tendance s'était manifestée dès le début des turbulences financières, mi-2007. S'agissant de l'activité avec le secteur non bancaire, l'encours des prêts a progressé, mais les créances sous forme de titres de dette ont enregistré une baisse sensible (-\$98 milliards), ce qui ne s'était pas produit depuis le premier trimestre 2001. Simultanément, le total des engagements des banques



déclarantes sous forme de dépôts des autorités monétaires officielles a notablement reculé au premier trimestre 2008 (–\$38 milliards, à \$1 440 milliards), ce qui s’explique en partie par une variation des réserves de change placées auprès de banques commerciales à l’étranger.

Études

La prime pour risque d’inflation dans la structure d’échéances des taux d’intérêt

Le point mort d’inflation tiré de titres indexés sur l’inflation est de plus en plus utilisé comme indicateur des anticipations d’évolution des prix. Toutefois, dans la mesure où il inclut également la prime pour risque d’inflation, il faut isoler et quantifier celle-ci. Au moyen d’un modèle dynamique de la structure d’échéances fondé sur un cadre macroéconomique structurel explicite, Peter Hördahl (BRI) réalise une estimation des primes de risque d’inflation aux États-Unis et dans la zone euro. Il constate que, pour la décennie écoulée, ces primes, quoique positives, ont été en moyenne relativement faibles et qu’elles ont augmenté avec les échéances, mais de façon moins prononcée aux États-Unis. Par ailleurs, M. Hördahl note qu’elles varient dans le temps, principalement en fonction de l’évolution de la croissance économique et de l’inflation.

Le développement des marchés monétaires en Asie

En Asie, les marchés monétaires ont gagné en profondeur et en ampleur au cours de la décennie passée ; toutefois, la segmentation y reste forte, et l’intégration transfrontière, faible. Dans leur analyse, Mico Loretan et Philip Wooldridge, tous deux de la BRI, observent que, durant les récentes turbulences, le sous-développement des marchés monétaires en Asie s’est révélé, dans une certaine mesure, un avantage pour la région, la protégeant des chocs qui ont perturbé les marchés monétaires plus développés. Il reste que ces perturbations sont, pour les autorités et les intervenants de marché, une occasion de tirer les enseignements de l’expérience d’autres régions, dans le cadre des efforts qu’ils ont entrepris pour bénéficier pleinement de marchés monétaires performants.

Réduire le risque de règlement dans les opérations de change

Bien des progrès ont été accomplis en vue de réduire le risque de règlement dans les opérations de change, et notamment depuis la création, en 2002, d’une institution spécialisée dans les règlements : la banque CLS. Dans cette étude, Robert Lindley (BRI) analyse les résultats d’une enquête menée en 2006 pour le compte du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) par 27 banques centrales. L’ampleur des expositions au risque de règlement sur les changes est parfois encore non négligeable, et leur gestion, pas toujours adéquate. Il importe donc tout particulièrement que les autorités prudentielles s’emploient à promouvoir une gestion efficace, par les intervenants de marché, de ce risque.



Indices ABX et tarification du risque lié aux crédits *subprime*

Les indices ABX, fondés sur des dérivés sur titres adossés à des hypothèques, sont devenus un baromètre essentiel pour mesurer les conditions sur les marchés des crédits hypothécaires à risque (*subprime*) durant la récente crise financière. Après une présentation générale des indices ABX et de leur fonctionnement, Ingo Fender (BRI) et Martin Scheicher (Banque centrale européenne) recourent à une analyse par régression pour mettre en évidence la relation entre les rendements observés pour ces indices et des variables de substitution pour des facteurs tels que le risque de défaut, les taux d'intérêt, la liquidité de marché et le goût du risque. Les auteurs concluent que la diminution de l'appétence pour le risque et l'augmentation des inquiétudes relatives à l'illiquidité du marché ont contribué de façon non négligeable à l'effondrement des prix ABX constaté depuis l'été 2007.