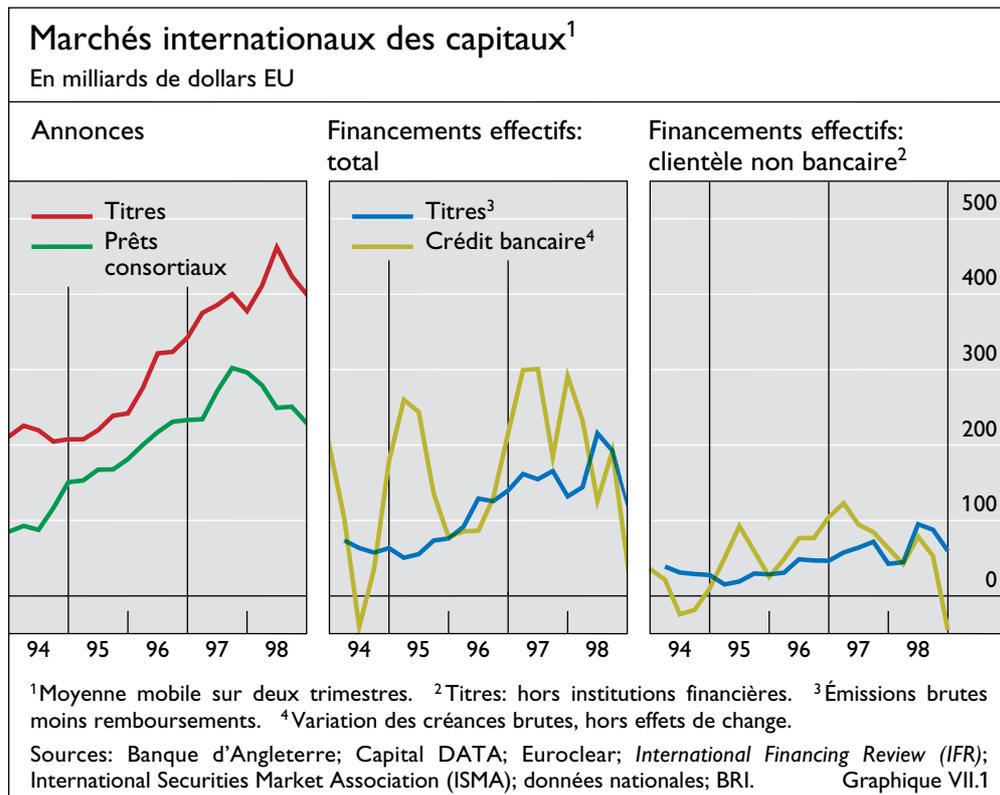


VII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

Le moratoire sur la dette russe annoncé en août 1998 a marqué un tournant pour les marchés internationaux des capitaux. Certes, les tensions récurrentes depuis le déclenchement de la crise asiatique, en juillet 1997, avaient déjà eu un effet notable sur les conditions de marché. Jusqu'à l'été 1998, toutefois, les forces expansionnistes sont généralement demeurées assez puissantes pour contrebalancer la montée des préoccupations au sujet du risque de crédit. Les principaux éléments moteurs ont été la recherche de meilleurs rendements dans un environnement monétaire bien orienté, la diversification internationale des portefeuilles (ces deux aspects étant assez voisins), la vague de fusions-acquisitions dans le monde industriel et l'apparition progressive d'un marché des capitaux paneuropéen. La décision inattendue de la Russie a entraîné une sérieuse perte de confiance, aggravée en septembre par les révélations sur l'ampleur des positions détenues par Long-Term Capital Management (LTCM). Les conditions ont été brutalement durcies pour les emprunteurs, hormis les signatures de première qualité, les nouveaux financements par prêts bancaires et titres se sont fortement réduits et le négoce sur le marché secondaire a chuté pour tous les instruments à risque. Même si l'abaissement des taux officiels a procuré quelque calme et



Financements nets sur les marchés internationaux (estimations) ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
en milliards de dollars EU							
Créances externes des banques déclarantes ²	316,4	274,9	680,1	532,7	1 142,6	331,0	9 665,4
Créances internes en devises	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1 382,8
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
A = Prêts bancaires nets ³	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
B = Instruments nets du marché monétaire	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Émissions d'obligations et euro-effets	..	504,1	536,8	859,6	1 014,0	1 167,8	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Obligations et euro-effets nets	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
D = A + B + C = Total des financements	388,7	443,6	593,1	957,3	1 038,3	792,7	9 801,1
<i>moins: duplications d'écritures⁴</i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1 456,1
E = Financements internationaux nets	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8 345,0

¹ Prêts bancaires et euro-effets (placements): variation d'encours, hors effets de change; obligations: flux. ² Créances déclarées par les banques situées dans les pays du G 10 plus Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahrein, îles Caïmans, Hong-Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. ³ Hors duplications d'écritures dues aux dépôts interbancaires (estimations). ⁴ Titres de dette souscrits ou émis par les banques déclarantes et déjà pris en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.
Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI. Tableau VII.1

revigoré les marchés primaires et secondaires, les préoccupations concernant la solidité du système financier mondial n'ont pas disparu.

Dans ces conditions, et malgré les lourdes pertes de gros intervenants, l'interbancaire semble avoir assez bien résisté aux dénouements massifs de positions à effet de levier et au brusque repli des investisseurs vers les actifs sûrs et liquides. Parallèlement, les financements sur le marché international des titres ont continué d'être favorisés par des influences à long terme, les emprunteurs bien notés intensifiant même leurs émissions dans un contexte d'âpre concurrence entre souscripteurs. Les marchés dérivés, enfin, ont à nouveau permis la révision des positions et stratégies existantes. La solidité des marchés ne doit cependant pas occulter le fait que les opérateurs comme les autorités ont été surpris par l'ampleur du retournement, ce qui a révélé de graves lacunes dans les systèmes de gestion des risques, la surveillance réglementaire et la transparence.

Marché bancaire

Dans le secteur des prêts consortiaux, même si les fusions et acquisitions en Amérique du Nord et en Europe ont maintenu l'activité à un niveau relativement élevé en 1998, les annonces ont baissé de 16% (à \$957 milliards). Les montages en faveur des marchés émergents ont diminué de près de moitié (à \$68 milliards), chute qui s'est poursuivie au premier trimestre de 1999. La crise asiatique qui avait éclaté à la mi-1997 avait déjà créé un climat beaucoup moins favorable aux emprunteurs. Le retrait opéré par les groupes bancaires du Japon et d'autres pays d'Asie a encore durci les conditions de prêt. En ce sens, le moratoire russe n'a fait qu'inciter davantage les banques à réexaminer leurs engagements et

Le moratoire
russe ...

leurs méthodes de gestion des risques. La présence accrue des investisseurs institutionnels et des banques d'affaires ainsi que l'intensification des transactions sur le marché secondaire ont amplifié la convergence avec la tarification pratiquée sur le marché international des titres. Dans le même temps, l'utilisation croissante des dérivés de crédit a quelque peu facilité l'ajustement rapide des expositions, bien que la crise financière mondiale ait mis en évidence certaines carences dans ce domaine (section Marchés dérivés).

La dégradation de l'environnement financier au cours de l'année 1998 ressort plus nettement des statistiques bancaires internationales détaillées de la BRI, qui portent sur les prêts effectifs et non sur les annonces. Celles-ci montrent que les banques ont réduit (d'un montant record) leurs engagements envers les économies émergentes d'Asie au premier trimestre, puis à l'égard d'autres régions du monde en développement. Au troisième trimestre, au plus fort de la crise russe, le retrait des banques a touché le monde industriel. On a constaté, en particulier, une brusque diminution des prêts aux agents non bancaires des centres financiers abritant les fonds spéculatifs. Parallèlement, les banques déclarantes ont vendu des titres qui avaient souvent servi antérieurement à garantir les financements. Bien que le désengagement vis-à-vis des économies émergentes se soit ralenti au dernier trimestre, le dénouement d'opérations à effet de levier et la recherche de la sécurité ont alors atteint un point culminant, ce qui s'est traduit par un recul du crédit bancaire international. Dans le même

... accentue le désengagement des banques à l'égard du monde en développement ...

... et provoque un recul du crédit ...

Activité bancaire internationale ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
en milliards de dollars EU							
A = Créances sur les pays hors zone	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Créances intrazonales	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Créances sur le secteur non bancaire	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Utilisation pour prêts internes	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Dépôts interbancaires	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Non attribué	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Prêts bancaires nets	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Engagements envers les pays hors zone	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Engagements intrazonales	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Engagements envers le secteur non bancaire	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Apport de fonds internes	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Dépôts interbancaires	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Non attribué	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Engagements bancaires bruts	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Pour mémoire: crédits consortiaux ²	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

¹Variation d'encours, hors effets de change. ²Facilités annoncées.

Sources: Capital DATA; BRI.

Tableau VII.2

temps, les déposants non bancaires ont affiché une préférence marquée pour les établissements qui leur semblaient moins exposés à la tourmente financière.

... quand l'effet des facteurs d'expansion s'estompe

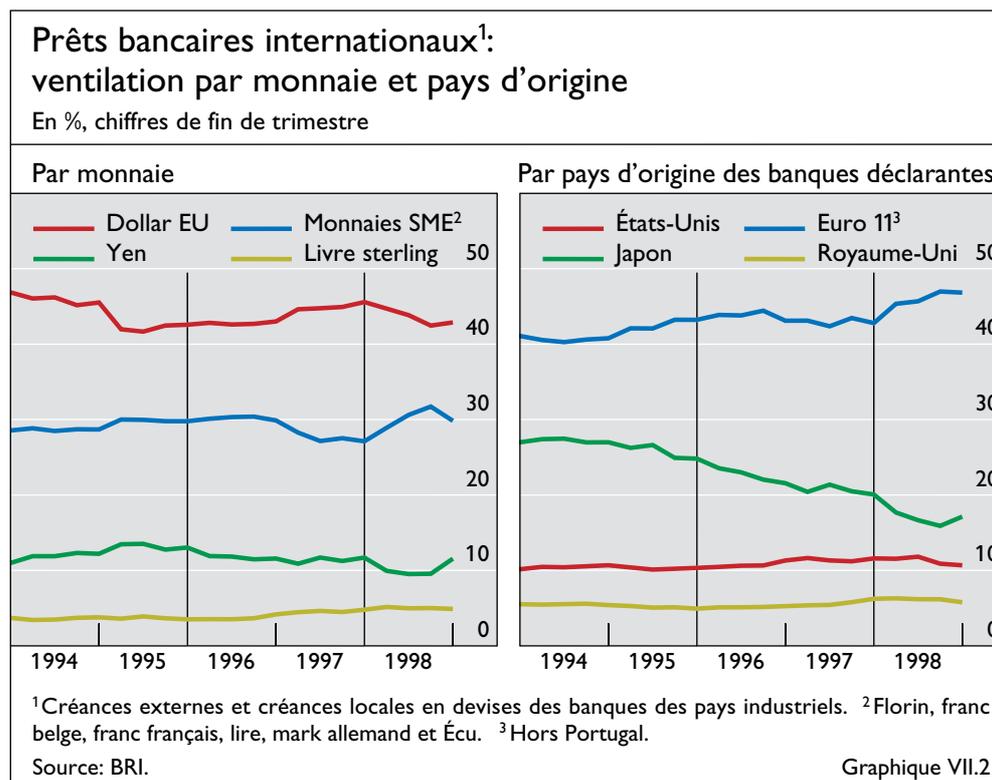
Des facteurs d'expansion ont masqué pendant quelque temps l'effet négatif de cette évolution sur les flux bancaires internationaux. Le premier est la mise en place graduelle de l'UEM, qui a agi comme catalyseur dans l'augmentation des opérations transfrontières en Europe. Le deuxième tient au rôle actif des banques sur le marché des titres: leur désengagement massif sur certains types d'instruments durant l'année a bien montré l'importance de leurs opérations pour compte propre dans l'activité globale. Un soutien supplémentaire est venu du recyclage des liquidités par l'interbancaire. Ces éléments, conjugués au développement mondial de plusieurs groupes bancaires européens, ont également compensé le retrait des établissements japonais et l'effet indirect de la tourmente sur les banques ayant ou paraissant avoir des liens avec les pays les plus endettés ou des institutions à effet de levier.

Activité intrazone

La vive activité intrazone au premier semestre ...

Au premier semestre de 1998, l'activité était déjà fortement concentrée sur les emprunteurs situés en Europe, en Amérique du Nord et dans les centres des Caraïbes, aux dépens du Japon et de la plupart des économies émergentes. Cette configuration a contribué à atténuer l'élargissement des primes de risque au sein de la zone (voir note 2 du tableau VII.1 pour sa composition), exception faite du Japon; elle a pu aussi faciliter indirectement le financement des opérations à effet de levier. Il faut souligner à cet égard l'importante accumulation dans les portefeuilles des banques, pendant cette période, de titres émis par les signatures de pays développés, même si l'étendue des stratégies mises en œuvre sur

... facilite les opérations à effet de levier ...



Créances des banques sur les pays hors zone*								
	1996	1997	1998				Encours à fin 1998	
	Année	Année	Année	T1	T2	T3		T4
en milliards de dollars EU								
Ensemble	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1 200,7
Pays développés	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europe orientale	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	-1,0	108,8
Russie	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	-1,6	54,7
Pays en développement	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	-3,6	843,7
Amérique latine	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	-6,1	309,0
Argentine	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	-2,8	46,5
Brésil	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	-4,5	98,2
Mexique	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Moyen-Orient	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Afrique	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asie	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	-7,9	369,3
Chine	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
Corée	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	-4,9	74,6
Indonésie	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	-1,6	50,5
Thaïlande	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	-5,4	56,6

* Variation d'encours, hors effets de change.

Source: BRI.

Tableau VII.3

ces instruments n'est apparue que lors de leur dénouement. Le brusque retournement de l'offre de crédit au cours de l'été a surtout affecté les transactions avec le secteur non bancaire de la zone. Le mouvement, qui ne concernait alors que les États-Unis et certains centres des Caraïbes (où sont domiciliés plusieurs fonds spéculatifs), s'est transformé en fuite généralisée au quatrième trimestre, abaissant de 9% en taux annualisé le volume des crédits aux agents non bancaires de la zone.

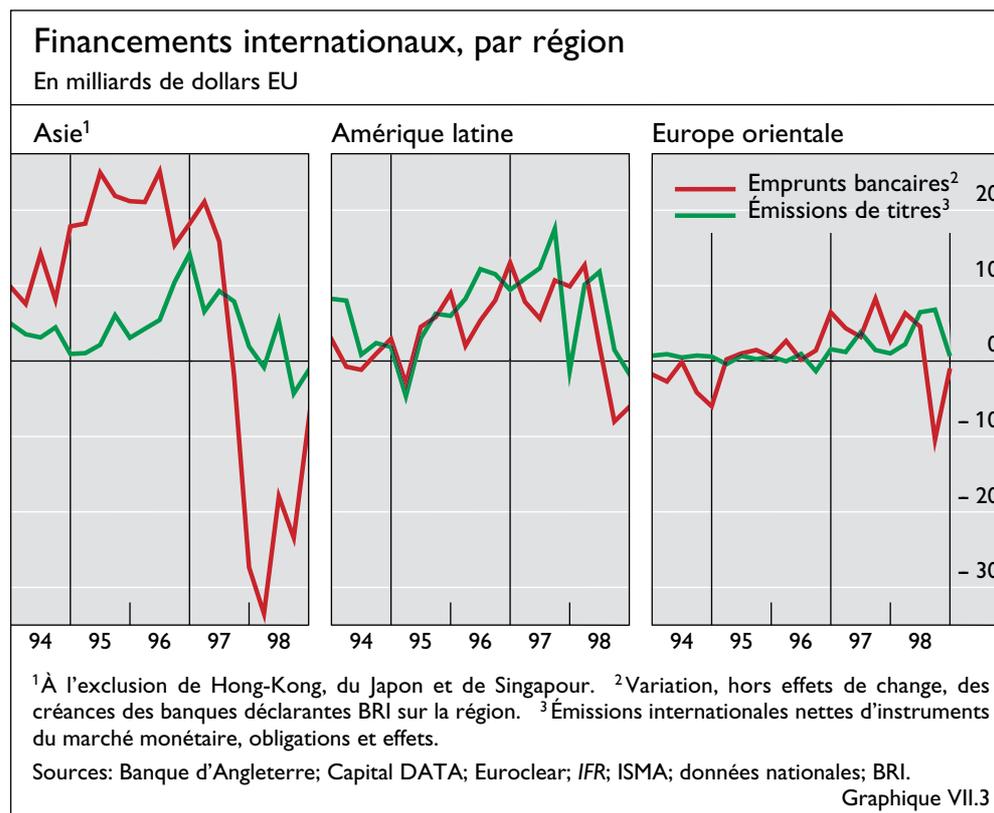
... accentuant ainsi le retournement ultérieur ...

Au passif, les apports des investisseurs non bancaires de la zone ont suffi jusqu'à l'été à compenser les prélèvements des marchés émergents. Des signes de tensions se sont manifestés au troisième trimestre, quand ces déposants ont préféré confier leurs fonds à un nombre restreint de groupes bancaires. Le déséquilibre est devenu particulièrement évident au trimestre suivant, lorsque les agents non bancaires de la zone se sont retirés massivement et globalement (-22% sur une base annuelle). Cette évolution aide à comprendre la raréfaction du crédit, en octobre, qui a eu un tel retentissement. Rétrospectivement, il apparaît que la quasi-interruption de l'intermédiation internationale durant cette période était due autant à la réduction de la capacité des banques à collecter des ressources qu'à leur réticence à accorder des crédits. Cela explique les injections de liquidités effectuées par les autorités monétaires des principaux pays, qui ont empêché des répercussions systémiques plus graves.

... encore amplifié par la forte contraction des dépôts

Activité avec les pays hors zone

Les flux de crédits vers les économies émergentes et en transition se sont brutalement inversés en 1998 (-\$60 milliards, contre +\$73 milliards en 1997),



Le désengagement en Asie ...

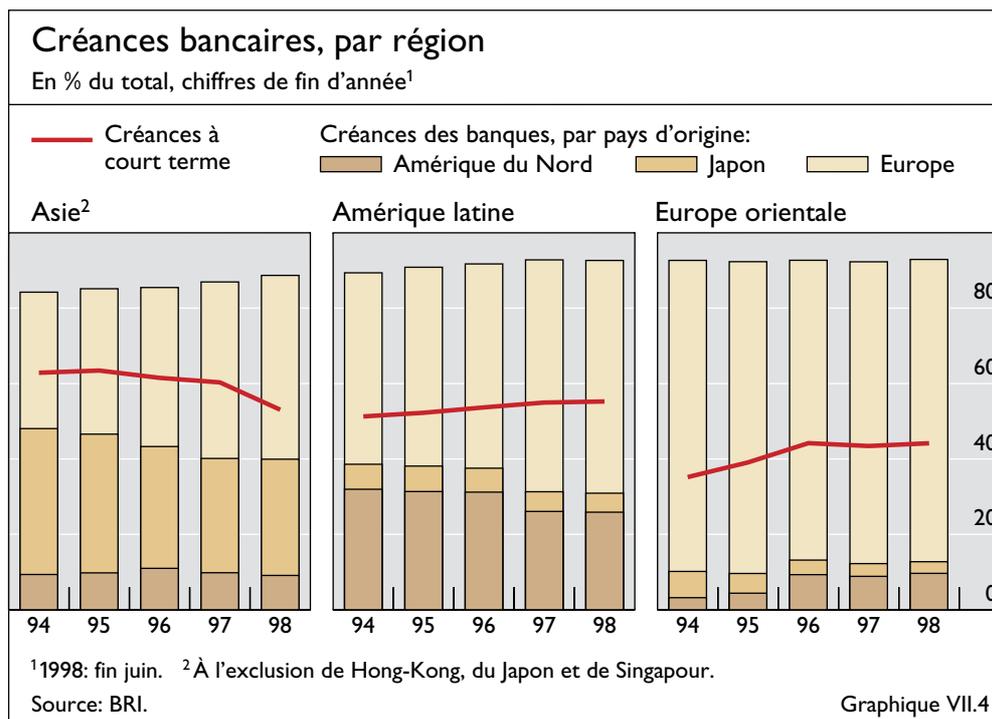
... s'étend au cours de l'été ...

... pour toucher la Chine ...

... et le Brésil

avec cependant des différences prononcées entre régions, selon la date et l'ampleur du phénomène. En Asie, la crise apparue à l'été de 1997 a atteint son maximum au premier trimestre, quand les banques déclarantes ont fortement réduit leur exposition en Corée, Indonésie, Malaysia et Thaïlande. Une amélioration des conditions de marché, surtout pour la Corée, s'est avérée éphémère, les emprunteurs des économies émergentes étant les premières victimes du repli vers la sécurité après l'annonce du moratoire russe. Les banques déclarantes ont continué de diminuer leur exposition envers ce groupe, mais elles se sont aussi retirées de Chine, à cause des incertitudes croissantes concernant la situation financière des sociétés de développement local et la viabilité du cours de change (chapitre III). Le désengagement généralisé des banques de toutes nationalités et la proportion élevée de la dette à court terme dans le total des concours à l'Asie (60% en moyenne fin 1997) ont aggravé les perturbations subies par les économies de la région.

Au-delà de l'Asie, la contagion a été contenue pendant quelque temps, mais des signes de resserrement du crédit sont progressivement apparus dans d'autres économies émergentes. En Amérique latine, l'année a été marquée par le revirement des crédits au Brésil entre le premier et le second semestre. Au début de 1998, en effet, le niveau record des taux d'intérêt internes et une nouvelle réglementation avaient entraîné un afflux de capitaux bancaires. Ce mouvement a toutefois été suivi de sorties encore plus importantes, quand la situation en Russie a amené une réévaluation radicale des concours au Brésil. L'impact de la crise russe, le dénouement de positions à effet de levier après le quasi-effondrement de LTCM et la suggestion d'une participation accrue du secteur privé au plan de soutien préventif du FMI ont probablement incité les créanciers



à se retirer, avant même la dévaluation du real au début de 1999. Fait intéressant, le désengagement a été moins marqué dans les autres pays du continent, l'Argentine conservant un accès au marché bancaire international pendant une bonne partie du troisième trimestre et le Mexique levant des fonds au quatrième, avec des marges toutefois plus élevées.

Le fait que l'Amérique latine a été épargnée, au premier semestre de 1998, par la crise asiatique est analysé au chapitre III. L'accès de l'Argentine et du Mexique aux marchés internationaux par la suite, même à des conditions plus strictes, indique une différenciation accrue du risque-pays parmi les investisseurs. Toutefois, d'autres facteurs fondamentaux peuvent avoir accentué cette tendance. Premièrement, l'hypothèse implicite selon laquelle les pays de la région étaient protégés par un filet de sécurité international a encouragé les banques à exploiter les écarts de taux d'intérêt, permettant ainsi une stabilisation des primes de risque (dernière section du chapitre). Deuxièmement, les établissements d'Europe et d'Amérique du Nord tenaient à renforcer leur présence en Amérique latine et à nouer des liens avec des systèmes bancaires locaux paraissant avoir atteint un stade de restructuration assez avancé. Troisièmement, à l'exception du Brésil, le poids de la dette bancaire arrivant à échéance en 1998 était beaucoup plus faible qu'en Asie. Ce fait a atténué les pressions sur le financement externe, du moins dans l'immédiat, d'autant que les besoins des pays pouvaient être parfois satisfaits par le marché international des titres.

En ce qui concerne l'Europe orientale, les statistiques bancaires internationales de la BRI montrent que les concours à la Russie se sont poursuivis jusqu'au moratoire. On a attribué cette attitude des créanciers à leur confiance dans la capacité du pays à assurer le service de ses engagements ou, dans le cas contraire, à obtenir un soutien financier international. Le moratoire a été suivi

La contagion affecte moins les autres pays ...

... signe d'une différenciation accrue du risque-pays ...

... malgré le choc venu de Russie

à cause de la dépréciation considérable des titres concernés. Ce facteur explique, à lui seul, la baisse des créances des banques déclarantes sur l'ensemble de la région au second semestre. Les autres économies d'Europe orientale n'ont pas souffert d'une raréfaction notable du crédit bancaire pendant cette période, grâce peut-être à un climat économique plus favorable et au resserrement de leurs liens avec les pays de l'UE.

Dans le même temps, malgré l'effet conjugué de la contagion et de la chute des prix du pétrole, les concours bancaires internationaux n'ont pas cessé d'affluer au Moyen-Orient. L'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis, en particulier, ont continué de profiter de leur excellente réputation de solvabilité pour recourir massivement au marché bancaire.

Marchés des titres

Volume record
des émissions ...

Malgré la hausse tendancielle des remboursements et le tarissement de l'activité sur instruments monétaires, les émissions nettes de titres internationaux ont atteint un nouveau record en 1998 (\$678 milliards). Les conditions d'émission ont beaucoup varié en cours d'année. Le dynamisme du premier trimestre était dû à

Titres internationaux: émissions nettes ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
en milliards de dollars EU							
Total	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Instruments du marché monétaire ²	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Obligations et euro-effets ²	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Pays développés	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europe ³	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Japon	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
États-Unis	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Places franches	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Autres pays	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Institutions internationales	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dollar EU	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Monnaies de la zone euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Autres monnaies	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Secteur financier ⁴	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Secteur public ⁵	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Entreprises	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Annonces (obligations et euro-effets)</i>	534,6	492,5	534,5	861,1	1 010,9	1 172,7	

¹ Obligations: flux; instruments du marché monétaire et euro-effets: variation d'encours, hors effets de change. ² Hors effets émis par les non-résidents sur le marché domestique. ³ Hors Europe orientale. ⁴ Banques commerciales et autres institutions financières. ⁵ Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI.

Tableau VII.4

des opérations différées, au dernier trimestre de 1997, en raison de l'aggravation de la crise asiatique et de l'orientation monétaire plus accommodante qui a suivi. Le climat s'est dégradé en août, quand le moratoire russe a fermé l'accès au marché, sauf pour les signatures de première qualité. Une série de baisses des taux directeurs a ramené un certain calme et permis une reprise, bien que les inquiétudes suscitées par les risques de crédit et de liquidité aient nettement favorisé les débiteurs les plus solvables, aux dépens des marchés émergents. Les chiffres du premier trimestre de 1999 montrent que ces derniers ont retrouvé l'accès au marché peu de temps après la dévaluation de janvier au Brésil (généralement anticipée). Selon les indicateurs de marché, toutefois, la réévaluation des risques à l'échelle mondiale en octobre 1998 aurait exercé une influence plus durable sur les primes pour risques de crédit et de liquidité, qui restent supérieures à leur moyenne sur longue période.

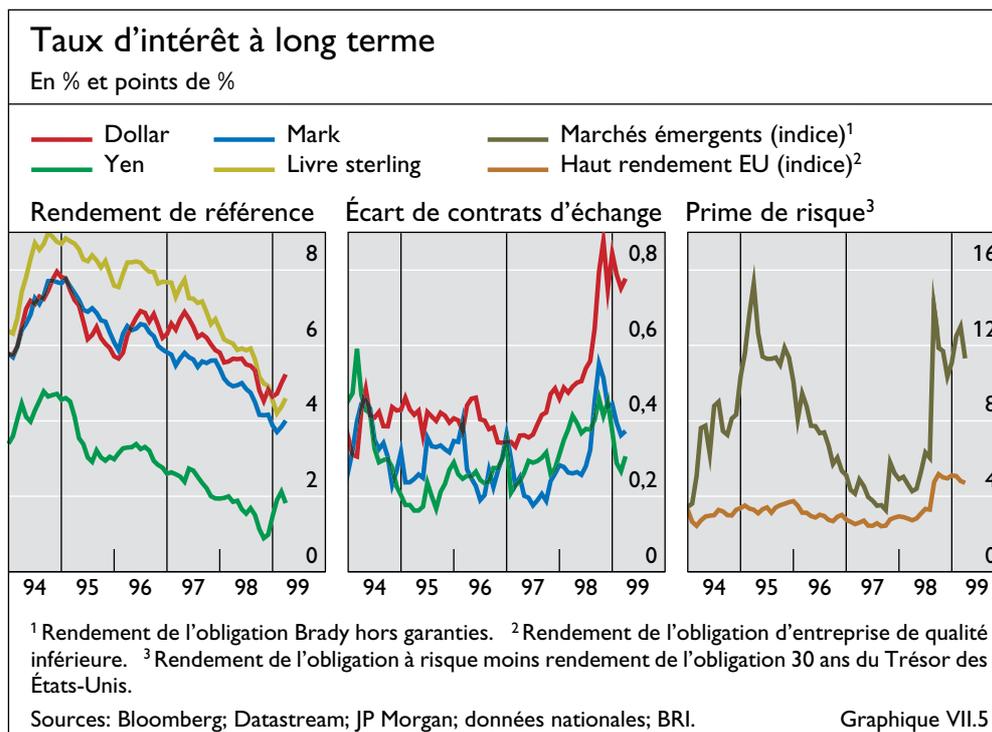
Néanmoins, le marché a bien résisté aux turbulences. Si l'accroissement du nombre d'investisseurs et d'émetteurs et la multiplication des produits proposés ont soutenu l'activité, trois autres influences à long terme, notamment, ont joué un rôle important. Premièrement, la restructuration des secteurs industriel et financier s'est traduite par une vague d'émissions liées à des acquisitions. Deuxièmement, l'amélioration de la situation budgétaire dans le monde industriel (Japon excepté) a ouvert un créneau à une vaste gamme de signatures de première qualité. Troisièmement, la mise en place, alors imminente, de la monnaie unique européenne a donné une impulsion aux flux transfrontières, et les investisseurs désireux d'établir des références en Écus/euros se sont détournés de certains marchés nationaux.

... montrant la résistance du marché ...

... dans un contexte de restructurations ...

... d'ajustement à l'euro ...

L'accroissement de la volatilité a accentué la concentration parmi les intermédiaires. Les chefs de file des États-Unis ont conservé la première place, obtenant de grosses émissions en dollars d'organismes supranationaux ou du



... et de concurrence intense entre souscripteurs

secteur public, grâce à la solidité de leur bilan. En Europe, les courtiers ont misé sur leur capacité de placement de titres en monnaies européennes et sur l'arrivée de l'euro pour renforcer leurs parts de marché. En revanche, le tassement des opérations japonaises et des montages en yens a encore fait régresser les intermédiaires nippons. Dans le même temps, l'intensification de la concurrence a rogné les marges de souscription, amenant des groupes bancaires à réviser à la baisse leurs ambitions mondiales.

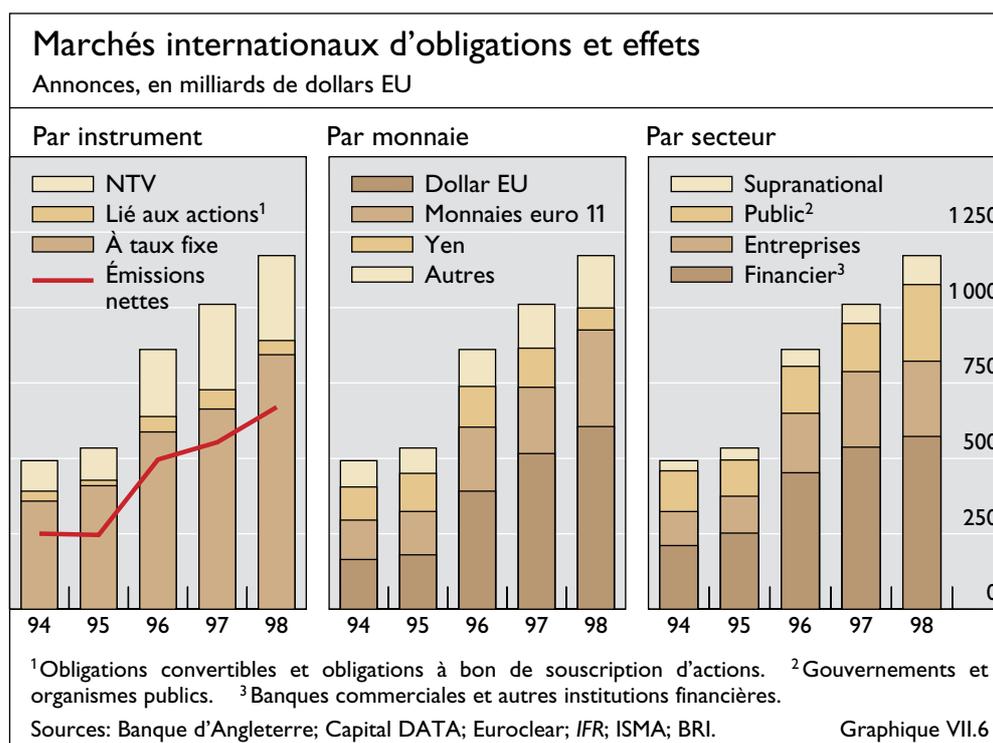
Catégorie et pays d'origine des émetteurs

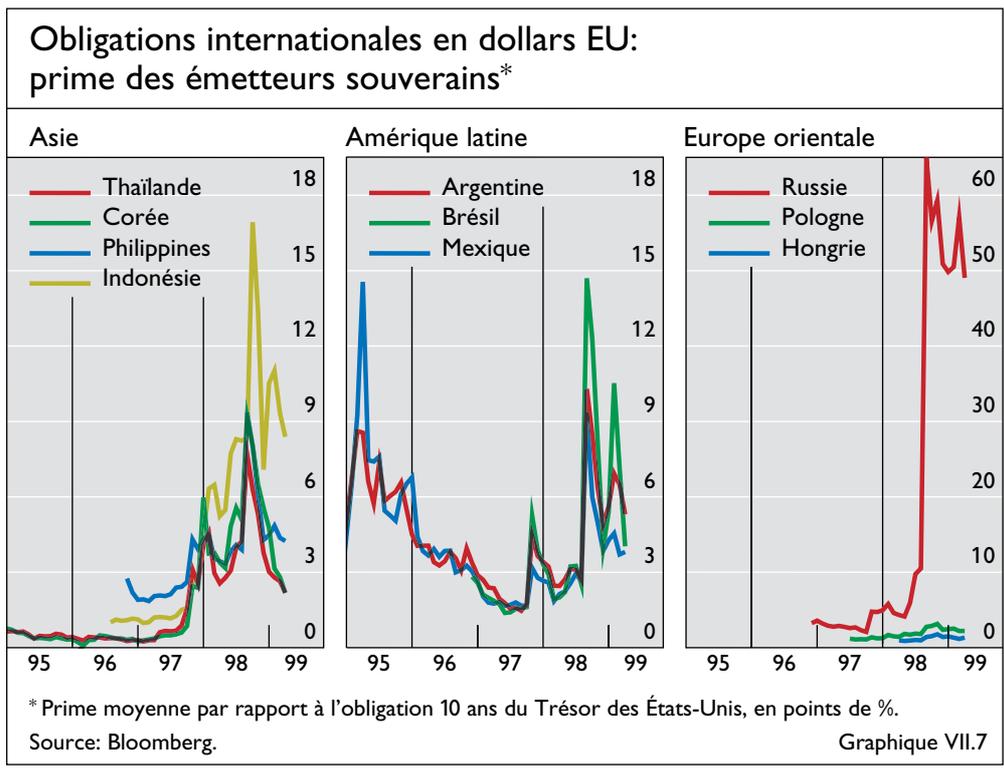
Repli des investisseurs sur les titres liquides ...

Les turbulences financières ont diversement affecté l'accès des catégories d'emprunteurs au marché international des titres. La forte demande des investisseurs pour les instruments liquides les mieux notés a encouragé les entités du secteur public du monde industriel et les organismes supranationaux à accroître leurs émissions (de 59% et 44% respectivement par rapport à l'année précédente). Cela s'est traduit par une nette augmentation du volume moyen des emprunts, ceux supérieurs à \$1 milliard représentant 27% du total (contre 10% en 1997). Les institutions financières ont continué d'assurer l'essentiel des transactions (54%), malgré les préoccupations suscitées par l'importance de leurs créances sur les marchés émergents et sur les fonds à effet de levier. Les agents privés non financiers ont pâti de la préférence des investisseurs pour les grosses émissions de référence ainsi que des doutes concernant leur solidité.

... des meilleures signatures des États-Unis et d'Allemagne ...

Les signatures des États-Unis et d'Allemagne se sont montrées particulièrement présentes, avec respectivement 26% et 13% du total des émissions brutes. Si les organismes semi-publics de financement des États-Unis ont profité de l'offre réduite de papier du Trésor américain pour créer de grandes références internationales, les banques allemandes de premier rang ont poursuivi





activement la diversification de leurs ressources par des émissions en marks d'un volume exceptionnel. Par contre, les financements bruts destinés aux emprunteurs japonais ont fortement baissé, les émetteurs bancaires étant confrontés à une élévation des primes de risque et les entreprises se tournant vers le marché national des obligations. Dans le même temps, les emprunteurs des marchés émergents ont subi de plein fouet les effets de la recherche de la sécurité par les investisseurs. Ainsi, les émissions brutes de ces signatures ont diminué de 36% (à \$95 milliards) par rapport au record de 1997. Après avoir bénéficié de la préférence des investisseurs au premier semestre, les émetteurs d'Amérique latine et d'Europe orientale n'ont plus eu accès au marché à la suite du moratoire russe; quelques emprunteurs souverains ont réussi, malgré tout, à lancer d'importantes émissions, mais avec des marges beaucoup plus élevées et des échéances raccourcies. Par ailleurs, certaines opérations ont été assorties d'incitations afin de faciliter leur placement.

... aux dépens des emprunteurs des marchés émergents

Catégories d'instruments et ventilation par monnaie

Le financement par *instruments du marché monétaire* (europapier commercial – EPC – et autres effets à court terme) s'est encore ralenti en 1998. Cette baisse est due en partie à la crise dans les marchés émergents, mais surtout aux remboursements effectués par un petit groupe d'emprunteurs souverains européens et d'institutions financières japonaises. Le contraste a été très marqué entre cette atonie et l'expansion vigoureuse du marché du papier commercial aux États-Unis. Si le dollar est resté de loin la monnaie la plus utilisée dans le marché de l'EPC, un certain nombre de gouvernements d'Europe se sont positionnés dans la perspective d'un marché européen ample et liquide, en annonçant de nouvelles facilités en euros.

Baisse des émissions d'effets à court terme ...

... mais hausse des notes à taux fixe sous l'effet de la demande de liquidité

Dans les *compartiments à long terme*, l'augmentation des émissions brutes de notes à *taux fixe* a plus que compensé la baisse des notes à *taux variable* et des titres liés aux actions. Si la volatilité des rendements obligataires et des taux des contrats d'échange au second semestre a souvent freiné le lancement d'effets à *taux fixe*, la préférence des investisseurs pour la liquidité et le désir des emprunteurs de réaliser de grosses opérations de référence avant la mise en place de l'UEM ont globalement soutenu ce segment. La persistance de larges écarts des taux d'échange sur certaines des principales monnaies (dollar et livre sterling notamment) a aussi compensé, pour les meilleures signatures, des marges d'émissions moins attrayantes. Toutefois, face à la faible demande de structures complexes, les organismes supranationaux et les grands émetteurs du secteur public ont utilisé diverses caractéristiques de rehaussement de la liquidité, comme la fongibilité des titres entre tranches et l'engagement de rachat.

Émissions de NTV freinées par le risque de crédit

Bien que l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et la volatilité des cours des actifs aient aiguisé l'appétit des investisseurs pour les instruments défensifs, les larges écarts des taux sur contrats d'échange ont desservi les notes à *taux variable*. La crise financière mondiale a également fait naître des doutes sur la solvabilité des institutions financières, principaux acteurs de ce segment. Le volume des *émissions liées aux actions* a beaucoup diminué, après une année exceptionnellement dynamique. Les résultats médiocres des marchés boursiers au Japon ont pratiquement exclu les sociétés de ce pays d'un compartiment où elles tenaient naguère la première place. La situation a été différente en Europe, où la restructuration industrielle et l'importance croissante accordée à la valeur pour l'actionnaire ont continué d'inciter les entreprises à réduire leurs participations croisées par émissions échangeables fiscalement rentables (qui permettent d'échanger la dette d'une société contre les actions d'une autre). Il faut remarquer cependant que l'atonie des émissions traditionnelles sous-estime l'ampleur de l'activité, un nombre grandissant de positions ayant été synthétisées à partir de dérivés sur actions. Le marché primaire des *actions internationales* s'est montré nettement plus dynamique, avec un volume record d'émissions (\$125 milliards) lancées pour la plupart par des entreprises de télécommunications européennes et japonaises récemment privatisées.

Influences contradictoires sur les émissions liées aux actions ...

Certains développements montrent la diversité des influences qui se sont exercées sur le marché international des titres. Ainsi, on a constaté au premier semestre que les investisseurs étaient mieux disposés à l'égard de la dette des entreprises, comme en témoigne l'expansion des émissions européennes de titres à haut rendement; celles-ci se sont presque interrompues par la suite, sous l'effet de la recherche de la qualité. Dans le même temps, les *titres adossés à des actifs* ont bénéficié de la demande d'instruments de premier ordre, malgré une hiérarchisation du crédit et des préoccupations concernant la liquidité et la solidité financière de ces dispositifs. Ces facteurs n'ont pas empêché le développement de la titrisation dans certains pays européens, illustré par le lancement des premières émissions hypothécaires en Italie et en Suisse. Parallèlement, les pressions poussant les banques européennes à améliorer leur rentabilité et l'efficacité de leurs fonds propres les ont aussi incitées à transférer le risque de crédit inhérent à leur portefeuille de prêts aux entreprises au moyen d'émissions d'obligations garanties par ces prêts (souvent avec l'appoint

... et sur les titres à haut rendement

de dérivés de crédit). Toutefois, le développement du marché européen des titres adossés à des actifs reste entravé par la grande diversité des réglementations et des conventions ainsi que par l'existence de circuits de financement concurrents (comme les titres hypothécaires garantis par l'État).

Les opérations en dollars EU ont continué de représenter environ la moitié des émissions brutes de titres internationaux. La recherche de la qualité et de la liquidité a favorisé les instruments des agences paragouvernementales et structures de titrisation des États-Unis (notamment les obligations planétaires, placées généralement dans ce pays). Toutefois, l'avènement imminent de l'euro a fait augmenter la part des monnaies de la zone (de 19% à 24%) et de l'Écu/euro (de 1% à 6%). La livre sterling a également connu un vif regain d'activité, dû en partie à des possibilités de contrats d'échange attrayantes. En revanche, des facteurs techniques et des problèmes de liquidité ont affecté, au profit du mark, les monnaies européennes moins importantes. Les opérations en euro-yens ont été gênées par le coût élevé des émissions pour les entités japonaises, l'absence d'opportunités lucratives d'échanges de taux entre devises et le développement rapide du marché intérieur des obligations d'entreprises. Enfin, l'effet des turbulences dans les marchés émergents sur les émissions en devises à haut rendement a été partiellement compensé par la reprise dans certains pays d'Asie et l'utilisation de nouvelles monnaies.

Prédominance des émissions en dollars EU ...

... malgré l'envolée des opérations liées à l'euro ...

... et recul du rôle du yen

Marchés dérivés

L'activité a été stimulée en 1998 par les fluctuations des anticipations de taux d'intérêt et de cours de change, les nouveaux sommets atteints par les marchés des actions et le dénouement rapide des positions à effet de levier au deuxième semestre. Les marchés organisés ont fait preuve d'un dynamisme exceptionnel au troisième trimestre, les investisseurs se dégageant des actifs à risque pour se

Essor des dérivés ...

... au troisième trimestre surtout ...

Marchés de certains instruments financiers dérivés						
	Encours notionnel en fin d'année					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Contrats à terme de taux d'intérêt	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Options de taux d'intérêt	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Contrats à terme de devises	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Options de change	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Contrats à terme sur indices boursiers	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Options sur indices boursiers	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Gré à gré ¹	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Échanges de taux d'intérêt	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Échanges de devises ²	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
Options de taux d'intérêt ³	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

¹ Données collectées par l'ISDA. ² Après correction des doubles déclarations; y compris contrats d'échanges croisés de taux d'intérêt et de devises. ³ Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

Sources: Futures Industry Association; ISDA; marchés respectifs; calculs BRI.

Tableau VII.5

... les investisseurs
inversant leurs
positions

reporter sur les titres d'État les plus liquides et les mieux notés. La concurrence entre places est restée vive, notamment en Europe, où l'arrivée prochaine de l'euro et l'avancée inexorable des plateformes électroniques ont remis en cause la suprématie de centres bien établis. Les marchés organisés sont demeurés soumis, en outre, à la concurrence d'un gré à gré en pleine expansion, ce qui les a contraints d'étendre leur gamme de services pour contrebalancer le tassement de leurs activités traditionnelles. Sur le gré à gré, la forte hausse des encours au second semestre montre qu'un renversement massif des positions après le moratoire russe a largement compensé le ralentissement lié à la montée des préoccupations concernant les risques de liquidité et de contrepartie. Néanmoins, les turbulences et les pertes qu'elles ont causées ont mis en lumière les carences des systèmes de gestion des risques en période d'extrême volatilité et de tarissement de la liquidité, ce qui a incité les participants à réexaminer leurs modèles de risques et procédures de contrôle interne.

Marchés organisés

Les opérations sur
taux dominant ...

Le montant notionnel total des contrats financiers recensés par la BRI a continué de s'accroître en 1998 (de 9%, à quelque \$388 000 milliards). Les contrats de taux, qui sont demeurés, de loin, les instruments les plus négociés, ont enregistré une forte hausse (de 8%, à \$350 000 milliards environ). L'incertitude sur l'orientation de la politique monétaire en Europe et en Amérique du Nord a soutenu l'activité sur taux courts pendant une bonne partie de l'année, tandis que la recherche de titres d'État très liquides et de qualité a stimulé les échanges sur la plupart des échéances au second semestre. Une contraction a toutefois été enregistrée en fin d'année, en raison de l'effet stabilisateur de la détente des taux officiels, du retrait des investisseurs à effet de levier et de la réduction des positions à l'approche de l'UEM. Le compartiment des actions a continué de progresser à un rythme beaucoup plus rapide que les produits de taux (+16%, à quelque \$34 000 milliards), grâce à l'introduction de nouveaux indices et aux accès de pressions baissières et de volatilité qui ont poussé les investisseurs à se couvrir. En revanche, les instruments sur devises n'ont pas profité des importantes fluctuations des principaux cours de change (-17%, à \$3 500 milliards environ); outre la domination persistante du gré à gré pour la gestion du risque de change, deux explications ont été avancées: la stabilité des cours croisés européens et la réticence des investisseurs à s'engager sur les monnaies des économies émergentes.

... mais les indices
boursiers suscitent
un intérêt
croissant ...

... tandis que le
compartiment des
devises stagne

CBOT a conservé sa prééminence mondiale (avec une hausse de 16% du nombre de contrats négociés, à 281 millions), en raison de la nette augmentation des opérations sur obligations du Trésor EU et de l'expansion des nouveaux produits sur indices boursiers. CME et CBOE, en deuxième et troisième position aux États-Unis, ont également progressé (de 13% et 11% respectivement, à 227 millions et 207 millions de contrats). En Europe, Eurex Allemagne (ex-DTB) a établi un record (+87%, à 210 millions) et supplanté LIFFE au troisième rang mondial. La recherche de la qualité, au second semestre, a propulsé son contrat à terme *Bund* à la troisième place des instruments de taux, après le *T-Bond* et les produits en eurodollars. Toutefois, la pénurie d'obligations du gouvernement allemand, lors des turbulences, a conduit les opérateurs à se préoccuper de

Eurex dépasse
LIFFE ...

Contrats financiers dérivés négociés sur les marchés organisés							
	Montant notionnel						Encours notionnel à fin 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
en milliers de milliards de dollars EU							
Contrats à terme de taux d'intérêt	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
sur instruments à court terme	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
<i>dont: eurodollar 3 mois</i>	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
<i>euro-yen 3 mois</i>	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
<i>euromark 3 mois</i>	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
<i>PIBOR 3 mois</i>	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
sur instruments à long terme	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
<i>dont: obligation du Trésor américain</i>	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
<i>emprunt de l'État japonais</i>	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
<i>obligation de l'État allemand</i>	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
<i>emprunt de l'État français</i>	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Options de taux d'intérêt ¹	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Contrats à terme de devises	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Options de change ¹	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Options sur indices boursiers ¹	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Total	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
<i>Amérique du Nord</i>	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
<i>Europe</i>	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
<i>Asie²</i>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
<i>Divers</i>	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

¹ Options d'achat et de vente. ² Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.
Sources: Futures Industry Association; marchés respectifs; calculs BRI.

Tableau VII.6

l'éventuelle étroitesse du marché sous-jacent en période de tensions. Dans le même temps, l'activité globale de LIFFE a diminué (de 7%, à 194 millions), des augmentations dans le compartiment des taux courts et sur certains instruments sur actions ayant été largement contrebalancées par une contraction dans le secteur des obligations d'État. Ainsi, son contrat *Bund* a été délaissé au profit de celui offert par le système électronique d'Eurex, moins coûteux. MATIF, pour sa part, malgré ses percées technologiques, a nettement reculé (-31%, à 52 millions) dans un contexte de faibles variations relatives des taux en Europe continentale.

Les anticipations de resserrement de la gamme des instruments de taux européens ont entraîné la création d'une multitude de contrats compatibles avec l'euro, au point que les opérateurs se sont mis à craindre que cette frénésie d'innovation ne nuise à la liquidité. Les marchés européens ont également été caractérisés par une forte augmentation des produits liés aux actions, qui ont bénéficié de plusieurs initiatives de lancement de divers indices boursiers et contrats paneuropéens ainsi que de la diminution de la valeur unitaire de certaines options. Dans le Bassin Pacifique, le négoce est demeuré généralement modéré, notamment au Japon, où, malgré quelques possibilités offertes par la

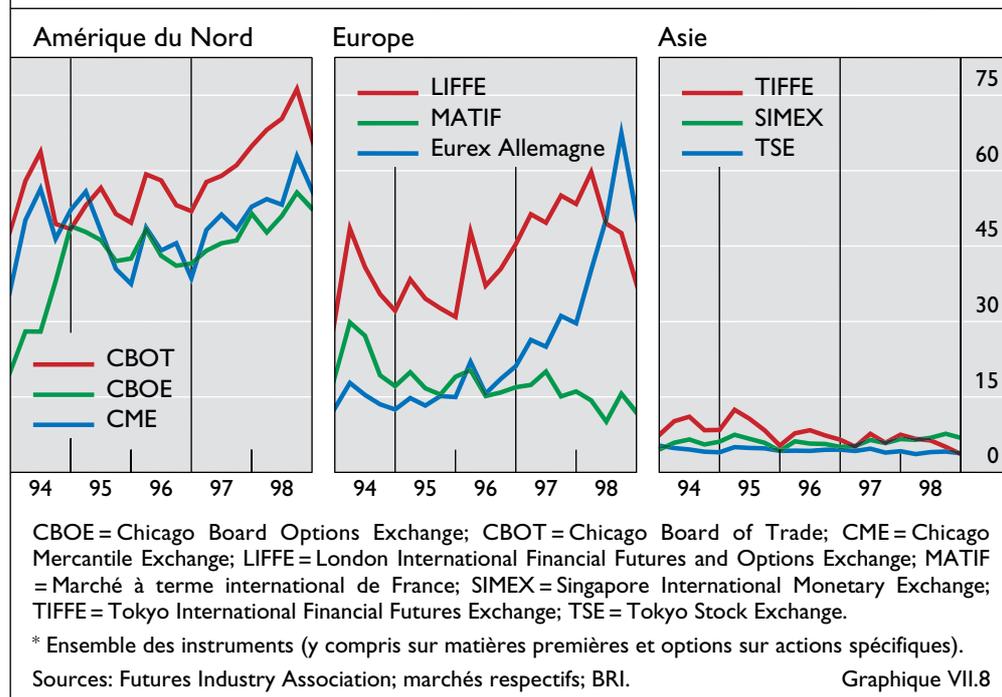
... le négoce du contrat *Bund* se déplaçant vers Francfort

Lancement de contrats compatibles avec l'euro ...

... et sur indices boursiers paneuropéens ...

Contrats dérivés: principaux marchés organisés*

En millions, chiffres trimestriels



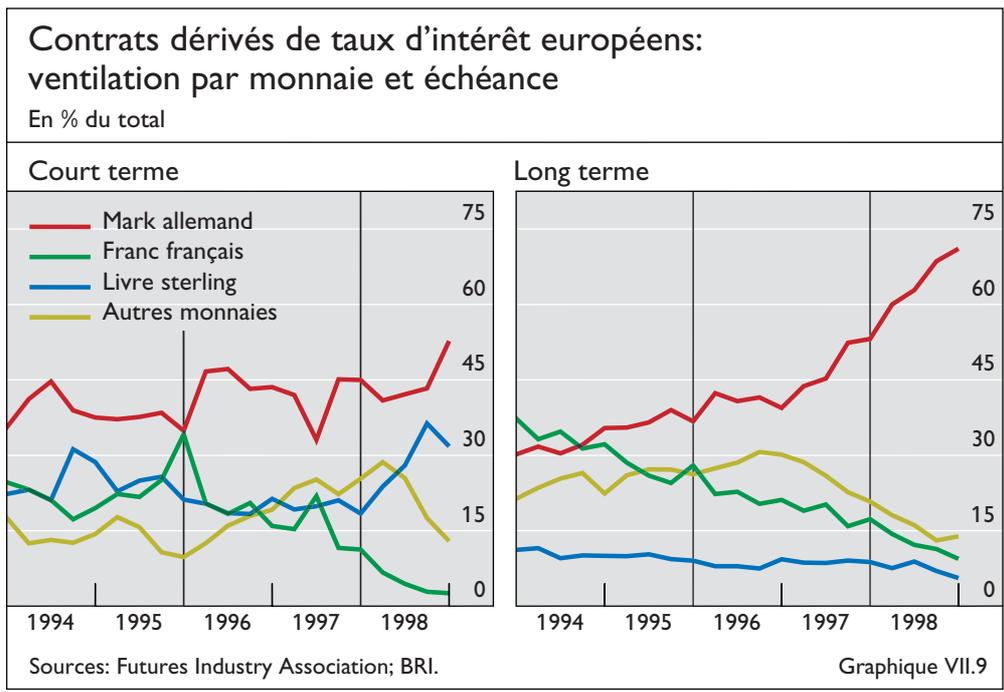
«prime japonaise», le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt (hormis pendant une courte période en fin d'année) a limité la demande de couverture. Les autres places d'Asie ont connu une ébauche de reprise, grâce à une progression des contrats liés aux actions. Toutefois, l'activité des marchés asiatiques et des autres économies émergentes ne représente encore, en termes de valeur, qu'une faible part de celle des pays industriels.

... sous l'effet de la concurrence ...

La lutte pour les parts de marché a pris une nouvelle tournure en Europe, des places qui fonctionnaient surtout à la criée autrefois, comme LIFFE et MATIF, s'inclinant devant la progression inexorable de la négociation électronique. L'accord conclu entre Deutsche Börse (DB) et London Stock Exchange, début juillet, qui porte essentiellement sur le négoce des titres au comptant, a aussi accentué les pressions en faveur de la concentration et de la création de liens régionaux. Les marchés américains, de leur côté, élaborent, dans le cadre d'entreprises communes avec des courtiers de gros et des sociétés informatiques de services spécialisés, des dispositifs électroniques permettant le négoce conjoint des titres d'État et des dérivés connexes. Avec cette informatisation rapide, la course à la première place se joue davantage sur la maîtrise technologique que sur la capacité à élargir l'offre de contrats, au bénéfice de quelques pôles d'efficience. Il convient de noter à cet égard que les progiciels privatifs des principales places informatisées paraissent dépassés par les systèmes de nouvelle génération pouvant relier (notamment par Internet) divers dispositifs des marchés organisés et du gré à gré. L'importance croissante des plateformes informatiques couvrant plusieurs produits et segments de marché comporte de nouveaux enjeux pour les responsables de la réglementation, désireux d'assurer la solidité et la transparence de ces systèmes.

... de la concentration ...

... et des nouvelles technologies



Gré à gré

Selon des données provisoires publiées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), l'expansion du notionnel en contrats d'échange et produits connexes a repris, après une pause en 1997. Même si la hausse (76%) a été gonflée par l'augmentation du nombre des courtiers déclarants, elle demeure nettement supérieure, après ajustement, à celle des marchés organisés (35%, contre 9%). Ainsi, le dénouement de positions à effet de levier, au second semestre, a entraîné une importante progression des encours (puisque, contrairement à la pratique des marchés organisés, les positions existantes ne sont pas annulées par la conclusion d'un contrat inverse). Toutefois, les préoccupations liées au risque de crédit ont fortement réduit, en fin d'année, les facilités accordées aux contreparties moins bien notées, freinant l'expansion globale.

L'ISDA n'a pas communiqué de données plus détaillées, mais d'autres sources permettent de conclure que le compartiment des *produits de taux* est le plus dynamique. Confrontés à de lourdes pertes, les opérateurs pour compte propre et les fonds spéculatifs ont inversé leurs positions, grâce notamment à des échanges d'actifs et des titres structurés. En outre, l'évolution inhabituelle des taux interbancaires et rendements obligataires japonais en fin d'année a stimulé le négoce. Lorsque les taux demandés aux banques japonaises se sont tendus, les établissements occidentaux se sont mis à appliquer une rémunération négative sur les dépôts en yens, entraînant un renversement des contrats d'échange de taux dans cette monnaie et un regain d'activité sur taux planchers.

Dans le domaine des *produits sur devises*, l'appréciation assez régulière du dollar face au yen jusqu'en août a nourri l'activité sur options connexes, compensant en partie la baisse du volume des transactions intra-européennes et sur devises d'économies émergentes (chapitre VI). Par la suite, l'annulation massive des positions à effet de levier sur titres en dollars s'est accompagnée d'un mouvement parallèle sur positions courtes en yens, de sorte que la volatilité des

Le gré à gré est stimulé par des dénouements de positions ...

... dans le cadre de contrats d'échange de taux ...

... et d'options sur devises

principaux cours de change a atteint un niveau record et que l'activité s'est tarie. Le négoce s'est toutefois amélioré quelque peu dans les autres devises d'Asie, la hausse des monnaies locales et le redressement des marchés des actions ayant permis une détente progressive de la politique monétaire et un redémarrage partiel des contrats à terme.

L'attention accordée à la gestion du risque de crédit ...

Dans le compartiment des *dérivés de crédit*, la crise asiatique avait déjà attiré l'attention des opérateurs sur la question du risque de crédit, mais son extension au reste du monde, au second semestre, les a soumis à des influences contradictoires. D'une part, les préoccupations liées à l'exposition des banques envers les institutions à fort effet de levier et les économies émergentes ont suscité un large intérêt pour les instruments offrant une protection contre le risque de contrepartie. D'autre part, avec la hausse marquée des primes demandées aux signatures des marchés émergents, les intermédiaires ont hésité à garantir le risque inhérent aux emprunteurs les moins bien notés. En outre, selon des sources de marché, la liquidité aurait été affectée par l'imprécision des dossiers de crédit, comme en témoignent les litiges entre contreparties dans le cadre de prêts à la Russie. Les acheteurs de couvertures ont rencontré des difficultés à se faire payer, en raison de désaccords concernant la définition de l'incident de crédit, la tarification des crédits de référence et le règlement des contrats.

... souligne les difficultés liées aux dérivés de crédit

Liens entre marchés et transparence

L'enquête mondiale sur les dérivés de gré à gré montre ...

L'enquête triennale des banques centrales sur les marchés dérivés de gré à gré à fin juin 1998 donne un aperçu de la situation antérieure au moratoire sur la dette russe. Elle fait ressortir quatre éléments particulièrement importants, compte tenu des événements qui ont suivi. Premièrement, les montants notionnels montrent que le degré d'exposition aux fluctuations des taux d'intérêt (quatre fois celui des marchés organisés) est la principale source de risques de marché dans le domaine des dérivés. Le nominal sur produits de taux représente les deux tiers de l'encours total du gré à gré à fin juin 1998 (\$72 000 milliards environ) et 90% de celui des marchés organisés (quelque \$14 000 milliards). Il convient de noter, toutefois, que la mise au point de stratégies de négoce sophistiquées, le développement concomitant des liens entre marchés et les arbitrages réglementaires peuvent atténuer la signification des données agrégées par catégorie de risques de marché. Ainsi, le coût élevé des contrats d'échange de devises a conduit à les synthétiser, en associant contrats d'échange de taux et swaps cambistes à court terme. Les engagements comportant un risque de change ne sont donc pas correctement reflétés dans les statistiques sur les contrats d'échange de devises.

... la prédominance des contrats de taux ...

Deuxièmement, le montant notionnel des positions de taux et de devises sur le gré à gré est comparable aujourd'hui au total des encours sur les marchés du crédit bancaire et des titres. Ce montant notionnel servant généralement de base au calcul des flux de trésorerie associés aux différents contrats, il permet une comparaison approximative du transfert potentiel des risques de marché entre les marchés au comptant et des dérivés, mais ne procure pas de mesure précise des gains et pertes en résultant. Pour cela, il faut considérer la valeur de marché brute des contrats de gré à gré, qui exprime le coût de remplacement

... dans le transfert des risques de marché ...

Dérivés de gré à gré: catégories d'instruments ¹						
	Position à fin mars 1995			Position à fin juin 1998		
	Montant notionnel	Valeur de marché brute		Montant notionnel	Valeur de marché brute	
	en milliards de \$EU	en milliards de \$EU	en % du montant notionnel	en milliards de \$EU	en milliards de \$EU	en % du montant notionnel
Instruments sur devises	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Terme sec et swaps cambistes	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Contrats d'échange	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Options	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Autres	61	10	16,4	33	2	6,4
Instruments de taux ²	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
Terme	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Contrats d'échange	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Options	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Autres	216	7	3,2	52	2	4,5
Instruments liés aux actions	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Contrats à terme et d'échange	52	7	13,5	180	22	12,0
Options	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Instruments sur matières premières	318	28	8,8	506	39	8,0
Or	147	10	6,8	228	9	4,4
Autres	171	18	10,5	278	30	10,9
Contrats à terme et d'échange	120	13	10,8	165	..	..
Options	51	5	9,8	113	..	..
Dérivés de crédit et divers	..	..	..	118	4	3,1
Lacunes estimées dans les déclarations	6 893	432	6,3	..	..	..
Total général	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6

¹ Après correction des doubles déclarations. Les séries de 1995 et 1998 ne sont pas totalement comparables puisqu'elles diffèrent sur plusieurs points: mois de déclaration, base de déclaration (1995: locale, 1998: mondiale consolidée) et nombre de pays déclarants (1995: 26, 1998: 43).
² Contrats dans une seule devise.

Source: BRI. Tableau VII.7

de l'encours de tous les contrats s'ils avaient été liquidés à la date de déclaration. Fin juin 1998, celui-ci ressortait à \$2 600 milliards environ (3,6% du montant notionnel déclaré). Toutefois, les systèmes existants de collecte des données ne sont pas en mesure de fournir cette information pour le comptant, ce qui signifie que ces valeurs ne sont pas pertinentes pour évaluer les positions longues et courtes d'un portefeuille global (en tenant compte d'éventuelles compensations entre positions).

Troisièmement, en raison de la place prépondérante des investisseurs institutionnels et à effet de levier, les intervenants non déclarants ont gagné en importance (et représentent 41% du total notionnel). Même avant la débâcle de LTCM, de multiples signes indiquaient que ces intermédiaires avaient constitué de grosses positions, afin de profiter de la divergence/convergence des rendements et de la volatilité sur divers instruments à revenu fixe. Lorsque les possibilités

... mais la diversité des instruments et stratégies ...

d'arbitrage se sont rarifiées, ces stratégies les ont conduits à accroître sans cesse leur effet de levier pour obtenir des revenus acceptables. Une stratégie alors très prisée était celle du *yen carry*, qui consiste à prendre des positions courtes sur le marché monétaire du yen et des positions longues sur des actifs plus rentables dans d'autres monnaies. Le dénouement de ces positions après le moratoire russe, en août, a entraîné d'importants remboursements en yens et accéléré apparemment la très forte appréciation de cette monnaie en septembre et début octobre (chapitre VI). Bien que très répandues, ces stratégies n'ont pu être saisies directement dans les statistiques existantes, en raison de la diversité des moyens utilisés pour atteindre le niveau souhaité d'exposition aux risques de marché et/ou de crédit. Néanmoins, la vive progression des swaps cambistes, options sur yen et contrats d'échange de taux depuis l'enquête de 1995 laisse penser que ces opérations sur le yen, d'abord limitées au comptant, ont évolué par la suite pour inclure une large gamme de dérivés.

... occulte
l'ampleur réelle du
risque de crédit ...

Enfin, compte tenu de l'incidence des accords de compensation sur la valeur de marché positive brute des contrats, l'exposition des institutions déclarantes au risque de crédit inhérent à leurs opérations sur dérivés de gré à gré s'établissait à quelque \$1200 milliards à fin juin 1998. Ce chiffre est très inférieur à celui du risque sur positions de bilan, mais il apparaît, rétrospectivement, qu'il sous-estime fortement le risque de crédit potentiel. L'épisode LTCM peut aider à le démontrer. LTCM, dont la stratégie consistait à exploiter les écarts de prix de nombreux actifs (chapitre V), était sans doute le plus gros utilisateur de contrats d'échange de taux de la planète. En août 1998, il en détenait un montant notionnel de \$750 milliards (sur un total de dérivés supérieur à \$1000 milliards) avec une cinquantaine de contreparties dans le monde entier, dont aucune ne connaissait le volume global des positions du fonds. Ces contrats représentaient plus de 5% du total déclaré par les courtiers vis-à-vis des autres institutions financières dans l'enquête des banques centrales. Si ses contreparties étaient intégralement couvertes, par nantissement de titres, contre le risque de crédit courant, elles n'avaient pris aucune mesure pour se protéger de hausses éventuelles du risque résultant de variations des valeurs de marché. Ce n'est que lorsque le désastre est apparu au grand jour, en septembre, qu'elles ont commencé à chercher des garanties supplémentaires. Les efforts de LTCM pour lever des fonds en cédant ses titres les plus liquides ont eu des répercussions sur les marchés du monde entier, propageant aux instruments de référence l'onde de choc partie des valeurs peu liquides de faible qualité.

... comme le
montre l'épisode
LTCM

Ainsi, même si la défaillance de la Russie a servi de déclencheur, la tempête de l'automne dernier s'explique d'abord par des engagements trop importants et concentrés envers des clients qui se sont révélés beaucoup plus vulnérables que prévu aux risques de marché, de crédit et de liquidité. La crise a également mis en évidence l'inadéquation des informations fournies par les investisseurs pratiquant l'effet de levier sur l'ampleur de leur exposition aux risques de marché, la nature de leurs stratégies de négociation et la validité de leurs méthodes de gestion des risques. Si les garanties remises aux opérateurs ont pu leur donner l'impression d'être protégés du risque de crédit, même les titres de première qualité les plus liquides ont été touchés, en raison du degré exceptionnellement élevé d'imbrication des positions et des intermédiaires. Cela montre que les

Le manque de
transparence aux
niveaux micro ...

... et macro-
économique ...

grands marchés des capitaux sont de plus en plus perméables aux crises qui naissent à la périphérie du système. Depuis, les établissements de crédit ont commencé à réexaminer les hypothèses qui sous-tendent leurs modèles et accordent plus d'importance aux simulations de crise et à l'analyse des données fondamentales.

Les événements ont également démontré que les cadres statistiques existants ne permettaient pas véritablement une évaluation exhaustive et cohérente des positions mondiales. Cela tient, certes, aux différences de mesure des risques de marché et de crédit d'un compartiment à l'autre, mais aussi aux liens complexes entre des marchés apparemment indépendants, résultant soit de la prise de positions opposées, soit du recours au nantissement. Des efforts sont entrepris pour accroître la transparence, tant au niveau de chaque institution qu'au niveau macroéconomique (chapitre Activités de la Banque). Ils visent notamment à renforcer les normes de communication financière et à mettre au point des systèmes de déclaration pouvant produire des mesures utiles de la vulnérabilité des marchés. Il convient de ne pas sous-estimer les défis théoriques et pratiques de cette tâche. En attendant la résolution de ces problèmes, il faut s'en tenir aux sources de données actuelles et prendre en compte leurs lacunes dans les processus de décision.

... souligne la nécessité d'améliorer les méthodes d'identification des risques