

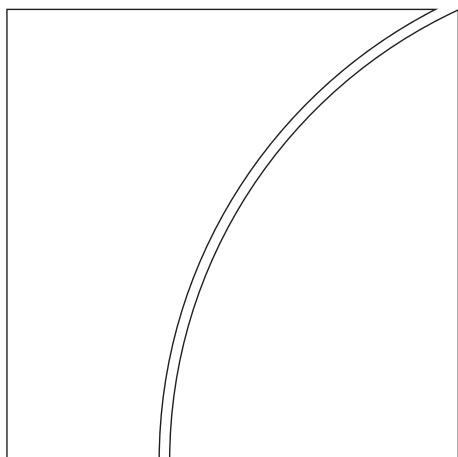


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

## **Rapport trimestriel BRI**

Mars 2002

**Activité bancaire et  
financière internationale**



Rapport trimestriel BRI  
Département monétaire et économique

Comité de rédaction:

Joseph Bisignano  
Claudio Borio  
Renato Filosa

Robert McCauley  
Eli Remolona  
Philip Turner

Paul Van den Bergh  
William White

S'adresser à Eli Remolona (tél: +41 61 280 8414; mél: eli.remolona@bis.org) pour toute question de caractère général sur le contenu de ce rapport, aux auteurs respectifs pour des informations spécifiques à chaque section (leur nom est indiqué en tête) et à Rainer Widera (tél: +41 61 280 8425; mél: rainer.widera@bis.org) pour les statistiques.

Pour obtenir des exemplaires des publications ou pour toute addition/modification à la liste de distribution, s'adresser à:

Banque des Règlements Internationaux  
Services Information, presse et bibliothèque  
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél: publications@bis.org

Télécopie: +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

La présente publication est disponible sur le site Internet BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

© Banque des Règlements Internationaux, 2002. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.

ISSN 1019-9187

Également publié en allemand, anglais et italien.

# Rapport trimestriel BRI

Mars 2002

## Activité bancaire et financière internationale

1. Vue d'ensemble: les problèmes de transparence tempèrent l'optimisme des marchés .....	1
<i>Reprise soutenue des marchés des actions</i> .....	3
<i>Enron ébranle la confiance des marchés</i> .....	5
Encadré: Enron: trois partenariats, l'ascension, la chute .....	6
<i>Les courbes des rendements traduisent l'anticipation d'une forte reprise</i> .....	8
<i>Les marchés du crédit sont stables à long terme et perturbés à court terme</i> .....	11
<i>Resserrement de la prime sur la dette souveraine malgré la défaillance de l'Argentine</i> .....	13
2. Marché bancaire .....	16
<i>Les banques japonaises réduisent leurs créances en yens</i> .....	17
<i>Les banques renforcent leurs acquisitions de titres d'État européens</i> ....	19
<i>Activité en demi-teinte sur le marché du dollar EU</i> .....	20
<i>Les flux vers les économies émergentes deviennent positifs</i> .....	21
Encadré: Crédits consortiaux internationaux: activité record dans le secteur de l'énergie .....	25
3. Marché des titres de dette .....	26
<i>Différences selon la région et la monnaie</i> .....	26
<i>Rebond des émissions du secteur privé sous l'impulsion des entreprises non financières</i> .....	30
<i>Économies émergentes: persistance de l'apathie</i> .....	32
4. Marchés dérivés .....	34
<i>Contrats à terme du marché monétaire: le négoce stimulé par les anticipations de retournement des taux d'intérêt</i> .....	35
<i>Options sur instruments du marché monétaire: influence positive des fluctuations des refinancements hypothécaires américains</i> .....	36
<i>Contrats sur obligation d'État: retour à l'expansion</i> .....	37
<i>Contrats sur indice boursier: progression en présence d'une baisse de la volatilité des marchés des actions</i> .....	39
Encadré: Essor des marchés organisés en 2001 .....	39
<i>Effet limité de l'affaire Enron sur les marchés organisés</i> .....	40
<i>Lancement par CBOT d'un contrat à terme sur contrat d'échange de taux</i> .....	40

## Études

Mondialisation de l'activité bancaire .....	44
Robert N. McCauley, Judith S. Ruud et Philip D. Wooldridge	
<i>Passage de la dimension internationale au modèle mondial</i> .....	44
Encadré: Distinction entre l'activité bancaire mondiale et internationale	45
<i>Causes de cette évolution</i> .....	51
<i>Risques résultant de la mondialisation</i> .....	53
<i>Interrogations sur l'avenir</i> .....	54

Prêts bancaires internationaux aux économies émergentes: l'évolution irrégulière des années 90 .....	56
<i>Serge Jeanneau et Marian Micu</i>	
<i>Toute hausse peut s'inverser</i> .....	56
<i>Cadre d'analyse</i> .....	60
<i>Incitation ou attraction?</i> .....	61
Encadré: Méthodologie empirique et résultats des estimations .....	63
<i>Rôle des régimes de change</i> .....	66
<i>Conclusions</i> .....	66
Les crédits consortiaux préfigurent-ils les données bancaires BRI? .....	69
<i>Blaise Gadanez et Karsten von Kleist</i>	
<i>Filtrage des crédits consortiaux</i> .....	69
<i>Comparaison avec les statistiques bancaires consolidées BRI</i> .....	72
Encadré: Méthodologie .....	73
<i>Estimations semestrielles</i> .....	75
<i>Estimations trimestrielles</i> .....	76
<i>Conclusion</i> .....	78
Les statistiques BRI: mode d'emploi .....	79
<i>Philip D. Wooldridge</i>	
<i>Extension des agrégats de monnaie et de crédit</i> .....	81
<i>Encours et flux de dette extérieure</i> .....	83
<i>Exposition des banques créancières aux risques</i> .....	91
<i>Évolution de l'intermédiation financière</i> .....	93
<i>Futures améliorations des statistiques BRI</i> .....	95
<b>Évolutions structurelles et réglementaires</b> .....	98
<i>Initiatives et rapports concernant les établissements financiers</i> .....	98
<i>Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur</i> <i>infrastructure</i> .....	101
Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires	106
<b>Annexe statistique</b> .....	A1
Liste des publications récentes de la BRI	

## Conventions utilisées dans le Rapport

e	estimation
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$	dollar EU, sauf indication contraire

Les chiffres étant arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total.

## 1. Vue d'ensemble: les problèmes de transparence tempèrent l'optimisme des marchés

Au cours des derniers mois de 2001, les investisseurs internationaux se sont départis de leurs stratégies de recherche de la qualité et de la sécurité adoptées durant l'été, pour se positionner dans l'attente d'une reprise économique imminente. Le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2001 faisait état de la résistance des marchés après les attentats du 11 septembre. Dans les semaines qui ont suivi, celle-ci s'est muée en optimisme et la plupart des grands marchés des actions sont repartis à la hausse, en dépit d'annonces de résultats médiocres et des défaillances de plusieurs entreprises réputées. À partir de début novembre, un sentiment tout aussi positif s'est installé sur les marchés à revenu fixe, entraînant un rétrécissement des primes de risque pour les entreprises et une accentuation des courbes des rendements sur le dollar EU et l'euro. Dans les économies émergentes, les marchés des actions et des titres ont été également dynamiques dans l'ensemble, les investisseurs ne paraissant pas découragés par les problèmes de l'Argentine.

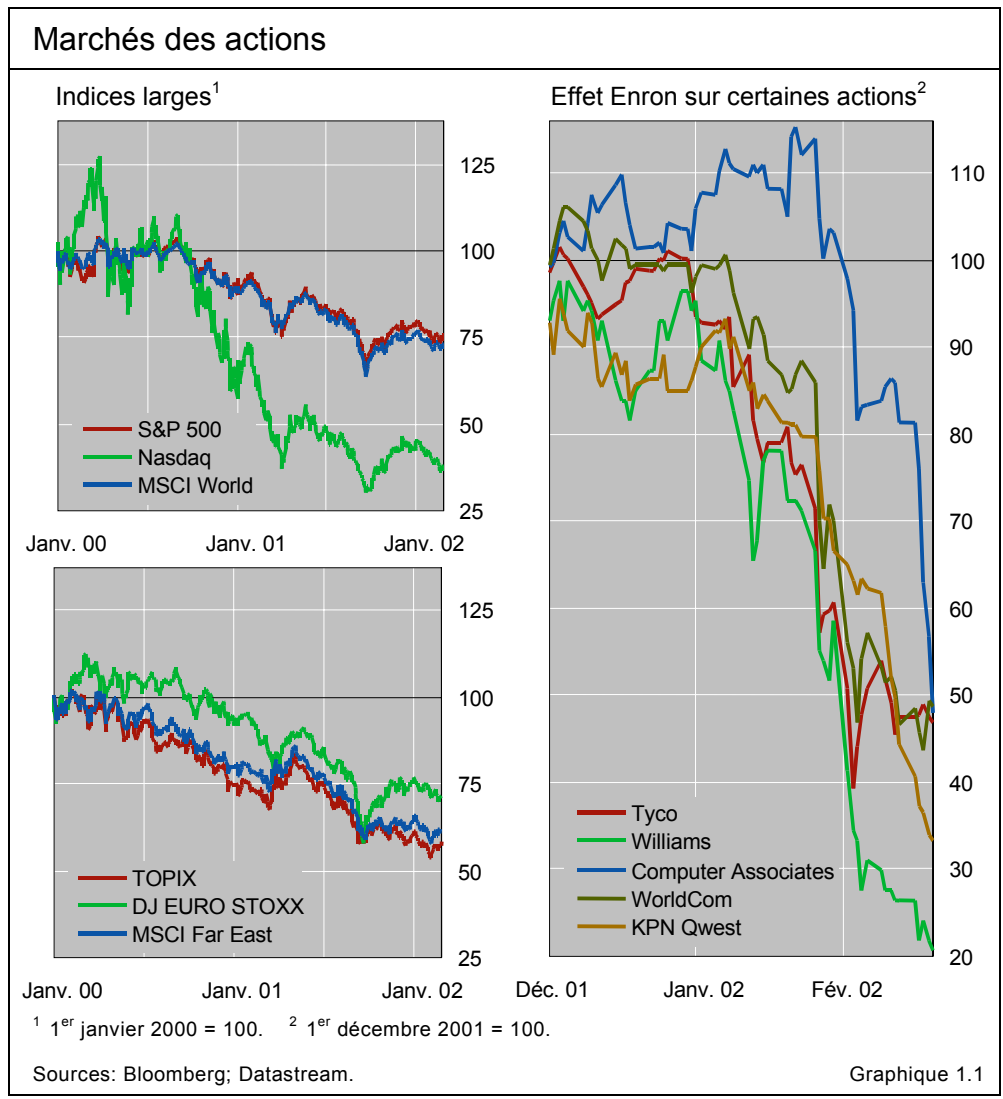
Début janvier 2002, dans la plupart des pays les cours des actions et des obligations intégraient les anticipations d'une amorce de reprise assez soutenue vers le milieu de l'année. Les investisseurs ont trouvé plusieurs raisons d'espérer: assouplissement monétaire opéré par la Réserve fédérale et la BCE, timides signes de redressement ou, tout au moins, de fin de détérioration des indicateurs macroéconomiques et progrès étonnamment rapides de l'action militaire conduite par les États-Unis en Afghanistan. Parmi les pays industriels, le Japon n'entraîne pas dans ce nouvel optimisme généralisé: durant les deux premiers mois de 2002, les investisseurs se sont montrés de plus en plus sceptiques sur les perspectives d'une restructuration financière importante et d'une fin prochaine de la récession au Japon.

Fin janvier-début février, un flot de révélations sur les circonstances entourant l'effondrement d'une grosse entreprise américaine a ébranlé la confiance des intervenants. Partout dans le monde, les marchés ont abandonné des gains substantiels en raison de la montée des préoccupations concernant la fiabilité des informations publiées par les sociétés sur leurs résultats et leur endettement. Les indications révélant des pratiques comptables douteuses et une gouvernance d'entreprise déficiente ont alimenté

des soupçons plus larges sur l'intégrité des données destinées aux marchés financiers. Les investisseurs ont alors sanctionné les actions et obligations des entreprises lourdement endettées ou dont les rapports financiers paraissaient manquer de transparence.

La première semaine de mars 2002 a vu renaître l'optimisme, même à l'égard du Japon. Aux États-Unis et en Europe, les opérateurs ont porté leur attention sur le chiffre révisé, étonnamment élevé, du PIB des États-Unis au quatrième trimestre, indicateur d'une reprise proche. Au Japon, le fait que Sato Kogyo, entreprise de construction, ait pu se déclarer en faillite a été interprété comme la manifestation d'un nouveau processus salutaire de restructuration, ce qui a contribué à dynamiser le marché des actions.

Les émissions d'obligations et actions internationales se sont redressées au quatrième trimestre, même si elles restent, sur l'année, sensiblement en deçà du niveau de 2000. Les grandes entreprises ont continué à remplacer leurs emprunts à court terme par des obligations longues pour bénéficier d'un financement stable, à un coût cependant supérieur. Certains débiteurs



récemment déclassés, trouvant le marché du papier commercial peu réceptif, se sont tournés vers l'obligataire. En dépit de la crise en Argentine, des signatures publiques et privées des économies émergentes ont pu accéder aux marchés internationaux des titres et des crédits consortiaux, pour des volumes toutefois limités en raison de la faiblesse de l'économie mondiale.

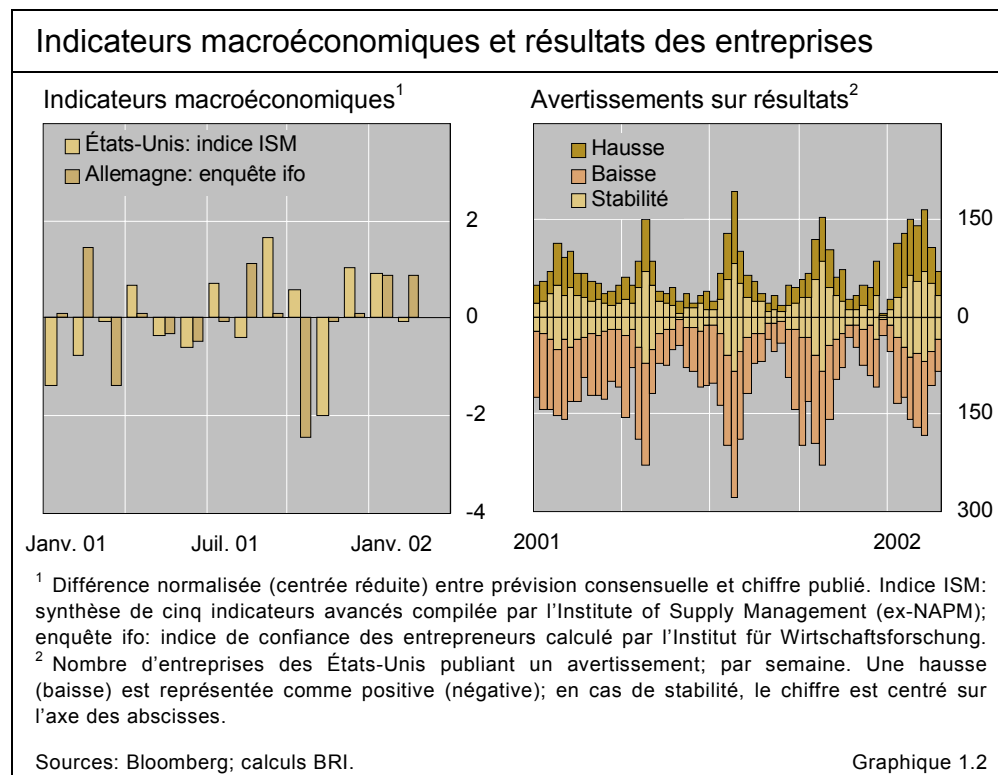
## Reprise soutenue des marchés des actions

Reprise des marchés des actions ...

La reprise des marchés des actions, amorcée fin septembre 2001 et poursuivie jusqu'à début janvier 2002, a été la plus soutenue depuis avril 2000 (graphique 1.1). Les attentats du 11 septembre s'étaient produits après une série d'indicateurs économiques défavorables, qui avaient déjà sérieusement mis à mal les cours des actions dans le monde. Après avoir ensuite chuté pendant deux semaines, leurs niveaux avaient retrouvé, mi-octobre, leurs valeurs antérieures. Mi-novembre, le Nasdaq Composite avait gagné 33,5%, le S&P 500 18,3% et le MSCI World Index 18,1% par rapport à leurs creux de fin septembre.

... en dépit de données macroéconomiques d'abord décevantes ...

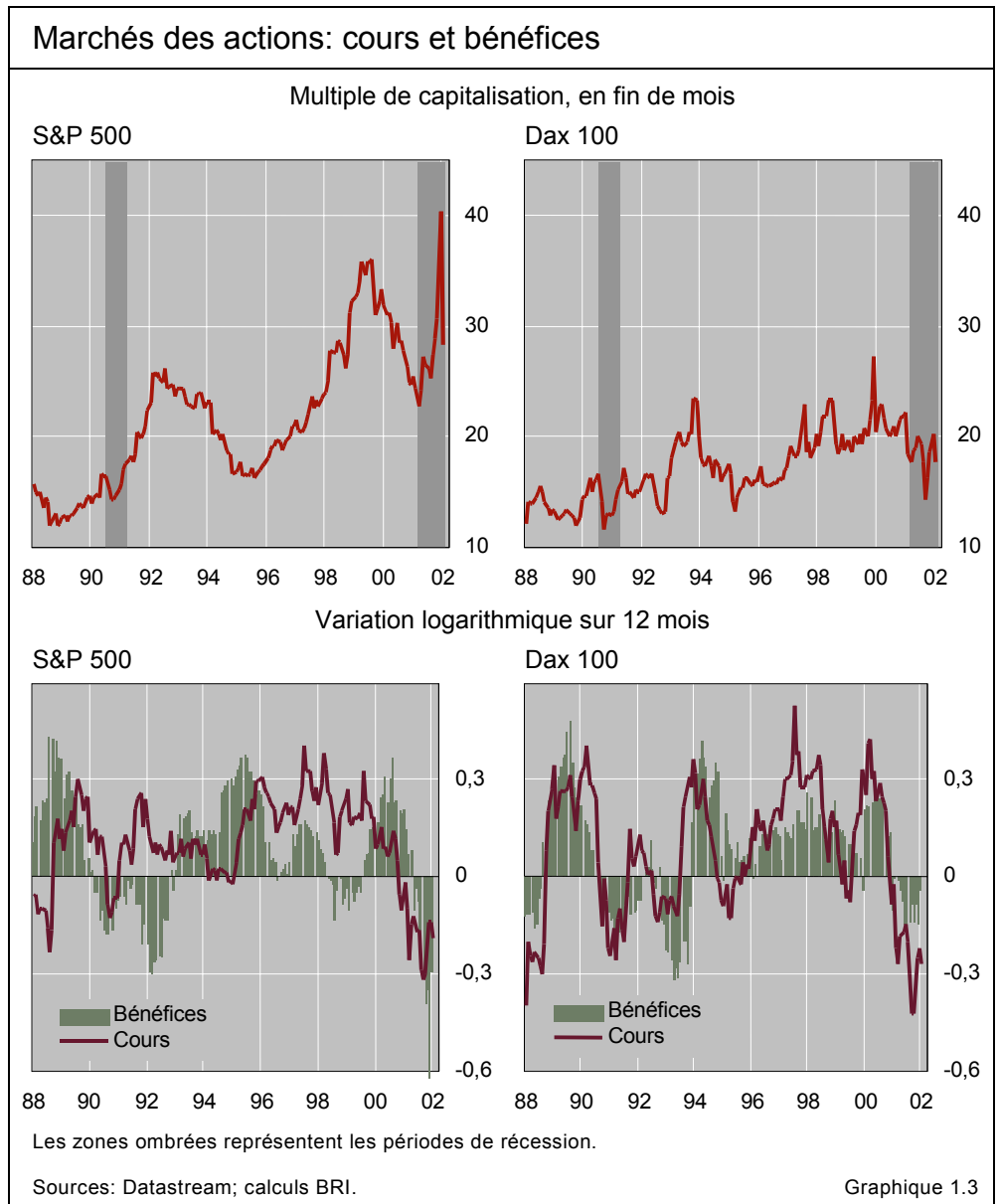
Ces gains ont été réalisés alors que les indicateurs traditionnels apportaient des nouvelles décevantes sur l'économie mondiale. Les emplois non agricoles aux États-Unis, publiés début novembre, faisaient apparaître, par exemple, une perte de 415 000 en octobre, et l'enquête ISM pour le même mois affichait le chiffre étonnamment bas de 39,8 (graphique 1.2). En novembre, le National Bureau of Economic Research confirmait que l'économie américaine était en récession depuis mars. Comme les dix phases de



récession intervenues aux États-Unis de 1945 à 1991 avaient duré en moyenne dix mois, les intervenants ont semblé voir dans cette nouvelle une preuve supplémentaire que l'économie avait atteint son point le plus bas et qu'une reprise était imminente.

Durant ce quatrième trimestre, les investisseurs se sont montrés de plus en plus confiants que les assouplissements monétaires de la Réserve fédérale, de la BCE et d'autres banques centrales, conjugués à l'expansion budgétaire aux États-Unis, assureraient une reprise rapide. La Réserve fédérale, en particulier, avait réduit son taux directeur de 150 points de base au total, en trois étapes pendant les deux mois qui avaient suivi les attentats. Ce point de vue paraissait corroboré par des données macroéconomiques américaines et européennes étonnamment favorables, publiées en novembre et décembre, ainsi que par l'estimation préliminaire d'une progression, certes très modeste,

... dynamisée  
ensuite par des  
chiffres plus  
optimistes





du PIB des États-Unis au quatrième trimestre. Les résultats des entreprises confortaient également ce changement d'état d'esprit: le plus souvent inférieurs aux attentes durant la majeure partie de 2001, ils comportaient à peu près autant de bonnes que de mauvaises nouvelles fin 2001 et début 2002.

Les ratios  
cours/bénéfice  
élevés ...

L'un des aspects remarquables du marché américain résidait dans les niveaux exceptionnellement élevés des ratios cours/bénéfice. Début janvier 2002, celui du S&P 500 a dépassé pendant quelque temps les valeurs atteintes à l'apogée du boum d'avril 2000. On aurait pu penser que, sur la base des résultats différés, les ratios allaient s'accroître vers la fin de la récession, étant donné que le marché anticipe alors une hausse des bénéfices durant la reprise. Toutefois, même selon ce critère, ils paraissaient atteindre des valeurs inhabituelles début 2002. Durant les trois derniers mois de la récession américaine de 1990-91, par exemple, le ratio moyen n'avait été que de 18 (graphique 1.3).

... reflètent des  
dépréciations  
ponctuelles et  
des perspectives  
optimistes

À l'inverse des situations antérieures, les ratios plus élevés au quatrième trimestre 2001 s'expliquent par une contraction exceptionnelle des bénéfices plutôt que par une progression des cours. Durant la récession de 1990-91, les résultats avaient diminué d'environ un tiers, contre 47% de décembre 2000 à décembre 2001. La chute des bénéfices au quatrième trimestre a résulté, pour une part importante, d'éléments ponctuels, tels que coûts de restructuration et perte de valeur d'entreprises acquises antérieurement. En d'autres termes, les ratios ont augmenté sous l'effet non seulement de l'optimisme ambiant, mais aussi des efforts des sociétés pour comptabiliser la dévalorisation d'anciens investissements peu judicieux à un moment où l'attention du marché est essentiellement tournée vers les perspectives des résultats d'exploitation. Le phénomène a ainsi mis en évidence deux hypothèses fondamentales sur lesquelles se sont fondées les évaluations du marché: tout d'abord, le redressement des résultats d'exploitation sera beaucoup plus net que lors des précédentes reprises; ensuite, les cas de surévaluation des investissements (nécessitant ultérieurement des dépréciations d'actifs) seront moins critiques à l'avenir.

## Enron ébranle la confiance des marchés

Sensibilité des  
marchés aux  
nouvelles  
concernant  
Enron ...

Les événements qui ont eu les effets les plus perniciose sur les marchés des actions au quatrième trimestre ont été liés à la détérioration des comptes financiers, puis à la faillite du courtier en énergie Enron. Le 16 octobre, Enron révisait son résultat net publié sur quatre ans d'un montant total de \$591 millions et réduisait ses fonds propres de \$1,2 milliard, suite à des pertes sur transactions avec diverses entités (encadré ci-après). Ces nouvelles provoquaient une chute de 4,4% du Nasdaq Composite et de 1,9% du S&P 500. Les marchés accusaient un repli supplémentaire le 29 octobre, de 3,9% pour le Nasdaq Composite et de 2,4% pour le S&P 500, à l'annonce du déclassement de la dette d'Enron à Baa2 par Moody's. Néanmoins, cette notation ne comportait qu'une probabilité de défaillance de 0,16% sur un an. En fait, Enron se déclarait en faillite, à quelques jours près, un mois plus tard.

## Enron: trois partenariats, l'ascension, la chute

Trois mois après la faillite d'Enron, il reste à établir quand et comment l'un des plus gros courtiers en énergie des États-Unis a gagné et perdu en falsifiant ses rapports financiers. À ce jour, l'information la plus complète dont on dispose est contenue dans le Rapport Powers, document de 203 pages rédigé par un comité spécial du conseil d'administration de la société. Selon ce rapport, Enron a créé des entités ayant pour but de présenter des états financiers favorables et non de poursuivre des objectifs économiques justifiés ou de transférer des risques<sup>①</sup>. L'analyse ci-après s'inspire largement de ce rapport pour examiner ces entités et puise à d'autres sources pour reconstruire certains événements ayant conduit à l'ascension puis à la chute d'Enron.

### *Trois partenariats*

Enron a créé trois grands partenariats pour gonfler ses rapports financiers (tableau ci-dessous). Le premier, Chewco, a été constitué en décembre 1997. Son but était de sortir du bilan d'Enron un investissement dans Joint Energy Development Investment (JEDI). En juin 1999, Enron formait une deuxième entité, LJM1, utilisée pour instituer une structure ad hoc (SAH), Swap Sub, servant à son tour de contrepartie pour des opérations de couverture. Ces opérations prenaient la forme d'options de vente, censées protéger les investissements d'Enron dans Rhythms, fournisseur privé de services internet. Le dernier partenariat, LJM2, fondé en octobre 1999, était destiné à établir quatre SAH, les Raptors, contreparties pour plusieurs transactions de couverture. Ces transactions étaient supposées couvrir divers investissements, notamment dans TNPC, société de distribution d'énergie.

Les partenariats avaient en commun une déficience fatale: aucun n'était véritablement indépendant d'Enron. Dans le cas de Chewco, son indépendance, du point de vue des techniques comptables, nécessitait que des commanditaires extérieurs apportent une contribution financière de \$12 millions. Or, celle-ci a été presque entièrement financée par un prêt bancaire, garanti par \$6,6 millions en liquidités fournies par Enron, qui restait donc exposé au risque. Dans les cas de LJM1 et LJM2, Enron participait au capital en livrant ses propres actions et options sur actions. À leur tour, les partenariats s'appuyaient sur ces actions et options pour capitaliser Swap Sub et les Raptors. En d'autres termes, la viabilité financière de ces SAH dépendait essentiellement du maintien du cours des actions Enron. La SAH utilisée par Enron comme contrepartie pour couvrir son investissement dans TNPC était, pour sa part, étayée par des warrants sur TNPC elle-même, de sorte qu'il était impossible, par construction, de livrer les titres pour exercer la couverture. Dans la pratique, en couvrant ainsi Swap Sub et les Raptors, Enron s'autocouvrait.

### *L'ascension*

Au départ, les résultats comptables fournis par les partenariats semblent n'avoir eu qu'un faible impact sur le cours de l'action Enron qui, en 1998 et 1999, suivait tout juste l'indice large du marché américain (graphique). C'est en 2000 qu'il commença à monter en flèche. Durant les trois premiers mois, il gagna 72%, tandis que le S&P 500 ne progressait que de 3%. Ce cours aurait traduit les

## Trois partenariats et leur incidence sur les résultats déclarés d'Enron

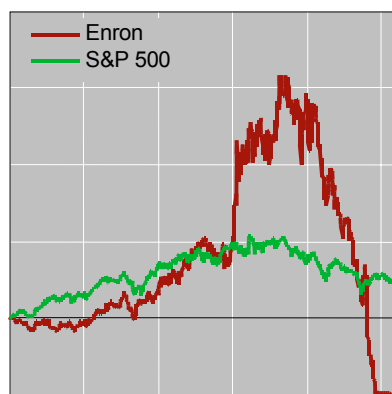
Date de création	Partenariat/SAH	Investissement final	Surdéclaration des résultats (chiffres cumulés)
Décembre 1997	Chewco	JEDI	\$405 millions
Juin 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$102 millions
Octobre 1999	LJM2/Raptors	TNPC et autres	\$1 077 millions

Sources: Rapport Powers; calculs BRI.

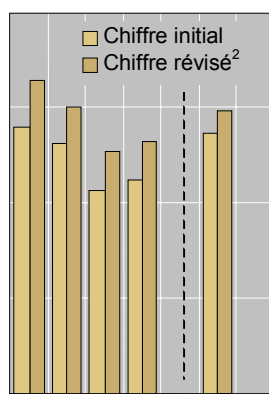
<sup>①</sup> Voir *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* (Rapport Powers), 1<sup>er</sup> février 2002.

## Enron: résultats comptables et cours de l'action

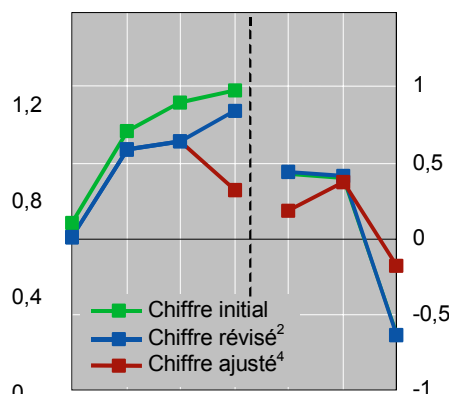
Cours de l'action<sup>1</sup>



Ratio d'endettement



Bénéfice net<sup>3</sup>



1997 1999 2001

97 99 01 T2

97 99 01 T1 01 T3

<sup>1</sup> 1<sup>er</sup> janvier 1997 = 100. <sup>2</sup> 8 novembre 2001. <sup>3</sup> En milliards de dollars EU. <sup>4</sup> Pour tenir compte des structures Raptors (Rapport Powers, p. 133).

Sources: Bloomberg; déclarations d'Enron à la SEC.

bons résultats publiés par l'entreprise jusqu'à la fin de 1999: pour cette année-là, elle faisait état d'une augmentation de 27% de son résultat net. Cette augmentation était toutefois due, en grande partie, au rôle de Chewco et LJM1 dans la dissimulation des pertes encourues sur les investissements dans JEDI et Rhythms. Sans cette surdéclaration comptable, le résultat se serait accru de 9% seulement (un tiers du chiffre publié). Fin 1999, l'entreprise déclarait aussi au départ un endettement de \$8,1 milliards; un nouvel état comptable relevait cet endettement à \$8,8 milliards, portant le ratio endettement/capitaux propres de 0,85 à 1,01.

Même après le début de l'éclatement de la bulle internet en avril 2000, l'action Enron a continué d'enregistrer des résultats impressionnants. En juillet, l'entreprise annonçait un contrat sur vingt ans avec Blockbuster, grosse société de location d'équipements vidéo, pour la fourniture de services vidéo sur internet. En août, le cours du titre atteignait son maximum. Sur l'ensemble de 2000, il gagnait 91%, tandis que le S&P 500 perdait 9%. Cette année-là, Enron fit d'abord état d'une augmentation de 10% de ses bénéfices, qui ne reflétait pas les pertes accumulées dans le cadre des trois partenariats. Cette fois, l'essentiel des pertes provenait des investissements dans TNPC et autres, présumés couverts par LJM2 et les structures Raptors apparentées.

### La chute

Le cours de l'action a commencé à chuter en 2001. En début d'année, certains ont rendu le courtier en énergie responsable d'une crise énergétique en Californie. En mars, le contrat vidéo avec Blockbuster était annulé. À mesure que la détérioration se poursuivait, il devenait de plus en plus clair que les partenariats n'étaient plus techniquement viables. Le 16 octobre, Enron surprenait les opérateurs en annonçant \$544 millions de charges après impôts et une réduction de \$1,2 milliard des fonds propres. Ces ajustements servaient à comptabiliser les pertes dissimulées à travers LJM2 et les Raptors. Après avoir perdu 59% depuis le début de l'année, le cours poursuivait sa chute, cédant 72% en trois semaines. Le 8 novembre, Enron annonçait une révision de ses rapports financiers à partir de 1997, réduisant son résultat net de \$591 millions au total sur les quatre années. Ce réajustement reflétait les pertes masquées à travers les entités Chewco et LJM1.

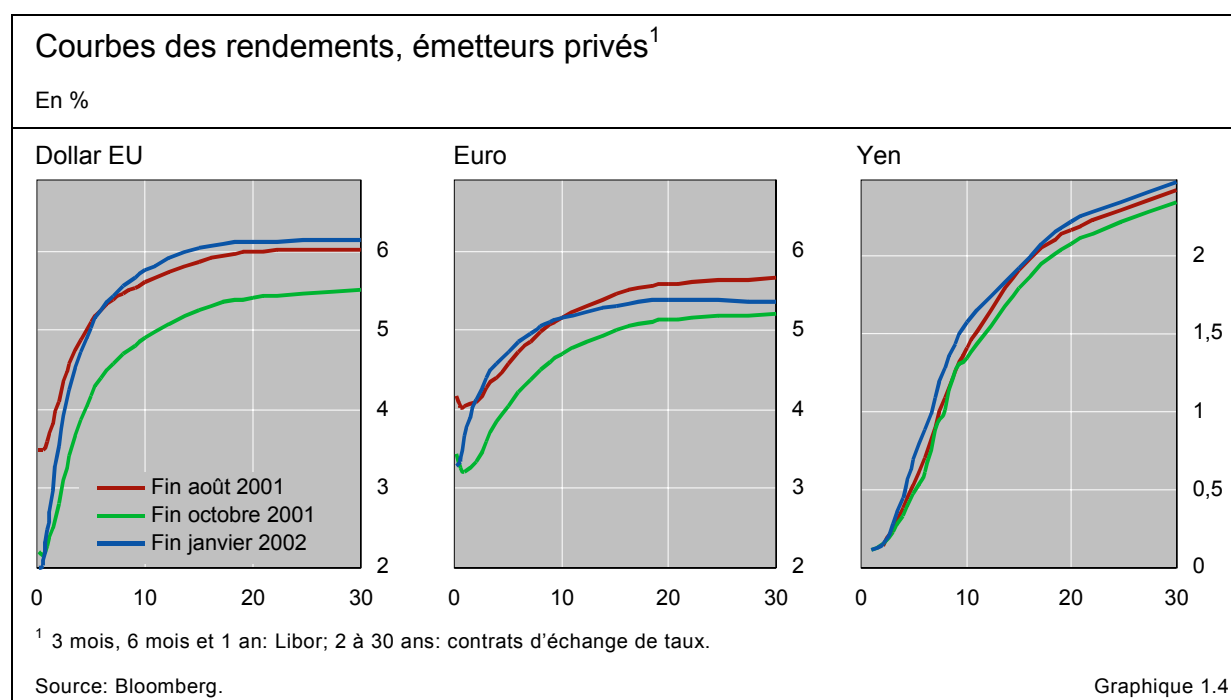
Les quinze séances boursières suivantes, le cours de l'action tombait pratiquement à zéro. Le 9 novembre, Enron acceptait son rachat par Dynegy, concurrent de dimension moindre. Le 20 novembre, l'entreprise révélait l'échéance prochaine d'un remboursement de près de \$690 millions. Le 28 novembre, Moody's et Standard & Poor's notaient la dette d'Enron au plus bas échelon et Dynegy renonçait à sa prise de contrôle. Le 2 décembre, l'entreprise demandait à bénéficier du régime de faillite.

En janvier et février, la publication de comptes financiers par diverses entreprises et l'annonce de l'ouverture d'enquêtes par les autorités ont provoqué d'importants replis généralisés. Intervenant juste après la révélation de la destruction de documents concernant Enron par le cabinet chargé de la vérification comptable, les mouvements de baisse paraissaient traduire des préoccupations sur la transparence des états financiers ainsi qu'un malaise plus vaste au sujet de l'intégrité des informations guidant les marchés. Pour les intervenants, l'un des aspects les plus déroutants de l'affaire d'Enron a été l'utilisation de transactions avec des entités constituées dans le but de produire des résultats comptables favorables. Les détails sur la nature de ces transactions - qui se sont poursuivies apparemment pendant quatre ans - et les allégations sur le rôle du cabinet de vérification ont davantage affecté le Nasdaq que le S&P 500. À l'évidence, les investisseurs ont pressenti que les entreprises technologiques constituant une grande partie du Nasdaq manipulaient probablement leurs résultats publiés, en particulier pour le traitement comptable des acquisitions. De fait, le 29 janvier 2002, le Nasdaq Composite perdait 2,6% à l'annonce de problèmes comptables dans plusieurs entreprises. Néanmoins, certaines des baisses les plus prononcées durant ces deux mois ont été enregistrées par des sociétés telles que Tyco (conglomérat diversifié), Williams (société construisant des pipelines pour l'énergie) et WorldCom (entreprise de communications à dimension mondiale).

... et, plus généralement, aux questions de transparence

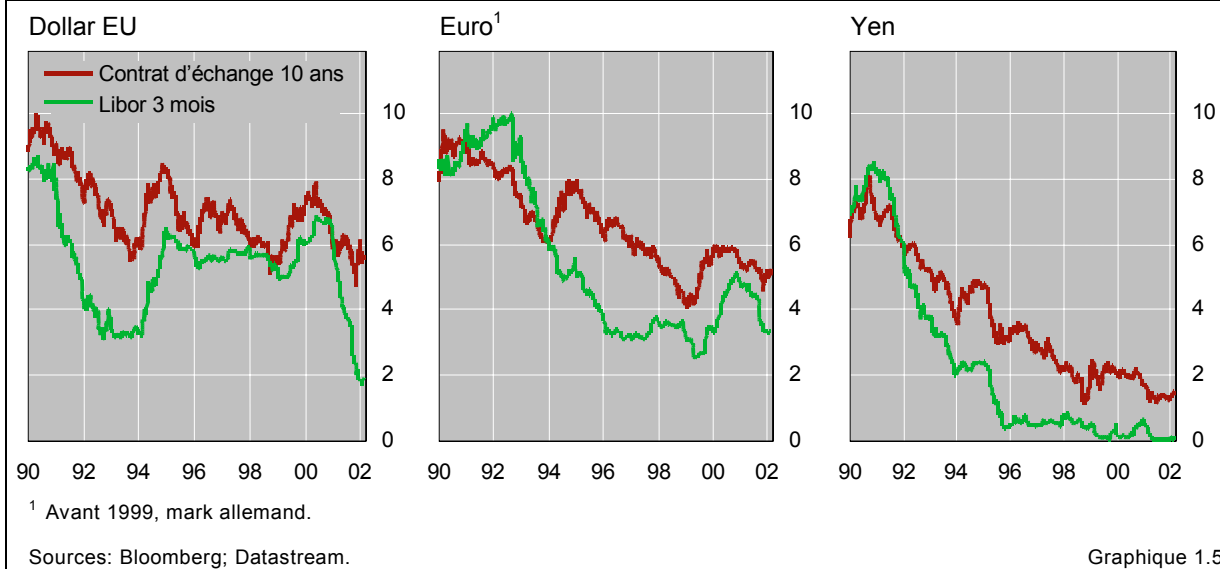
## Les courbes des rendements traduisent l'anticipation d'une forte reprise

L'optimisme qui régnait sur les marchés des actions s'est manifesté sur l'obligataire début novembre 2001, lorsque la pente des courbes des



## Taux: contrat d'échange et Libor

En %



L'accentuation des courbes des rendements du dollar et de l'euro traduit l'anticipation d'une reprise ...

rendements aux États-Unis et dans la zone euro est devenue exceptionnellement accentuée. Entre début septembre et fin octobre, le taux du dollar EU 3 mois a chuté de 120 points de base et les rendements des contrats d'échange 10 ans de 75 points (graphique 1.4). Sur les deux derniers mois de l'année, le court terme a continué de se détendre, sous l'effet de la réduction du taux-objectif des fonds fédéraux par la Réserve fédérale, à deux reprises, les 6 novembre et 11 décembre. Sur la même période, les rendements à 2 ans et au-delà sont revenus aux valeurs d'avant les attentats. En fin d'année, l'écart 10 ans-3 mois (en dollars EU) atteignait son niveau le plus élevé depuis début 1994, alors que le long terme restait proche des creux de l'automne 1998 (graphique 1.5).

... et une inversion des sorties de précaution

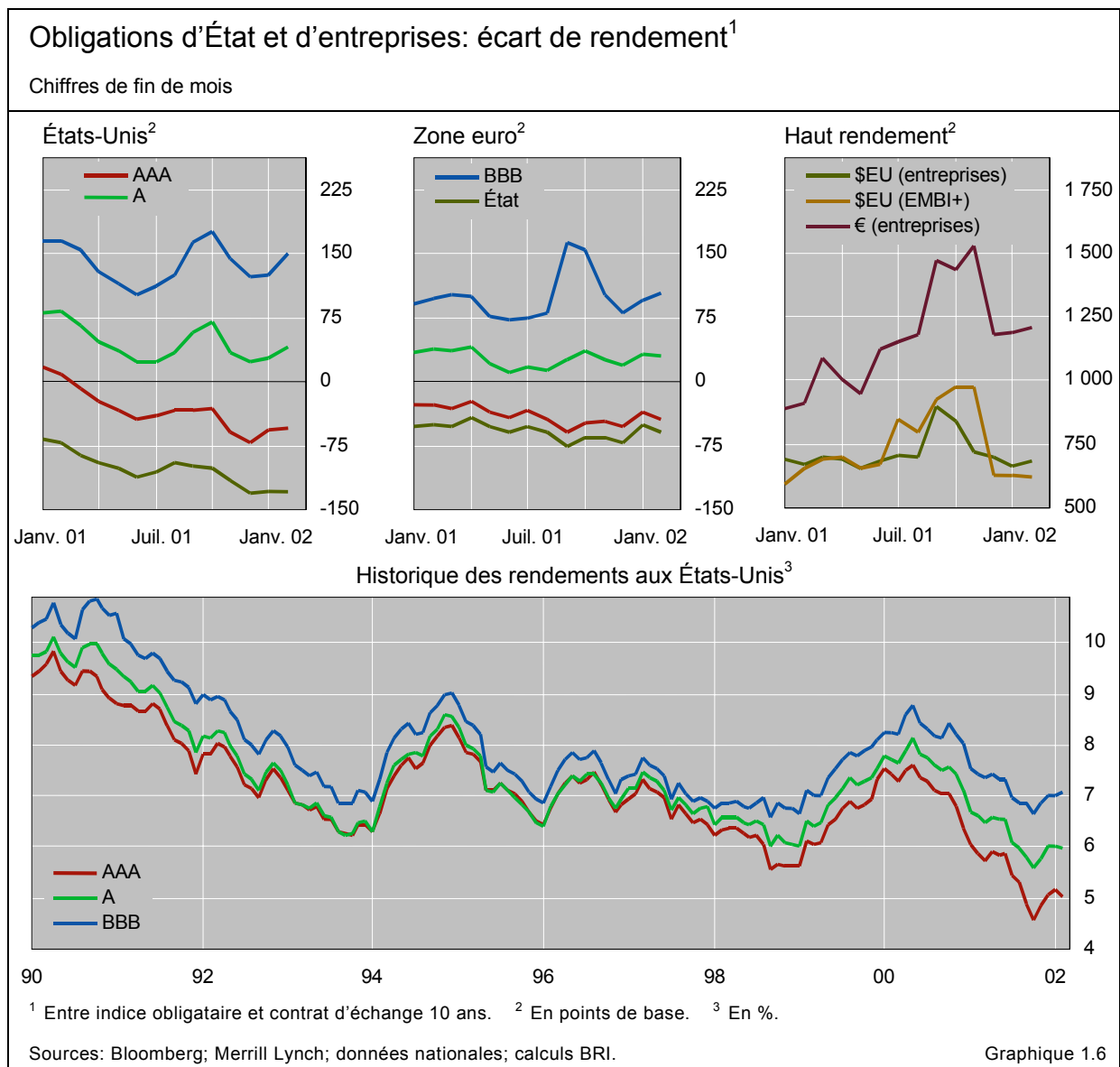
Les rendements américains à long terme ont commencé à se tendre début novembre, sous l'effet d'indicateurs économiques favorables, tels que ventes de détail d'une vigueur surprenante et demandes d'allocations-chômage en recul. En outre, les succès militaires de la coalition antitaliban en Afghanistan ont contribué à une inversion des sorties de précaution et apaisé les craintes d'un conflit long et incertain.

L'écart entre rendements du Trésor 2 ans et 3 mois a fait un bond, passant de 40-60 points de base en octobre à environ 140 points en décembre, montrant que les intervenants avaient avancé la date prévue du retour à un léger resserrement de la politique monétaire américaine. La hausse des rendements sur obligations d'État à long terme s'explique peut-être aussi par l'assouplissement de l'orientation budgétaire. Toutefois, le fait que les rendements des contrats d'échange aient augmenté encore plus que ceux des obligations d'État, en novembre-décembre, porte à croire que des facteurs plus fondamentaux que les conditions de l'offre sur le marché du Trésor étaient à l'origine de cette tendance haussière fin 2001-début 2002. Fin 2001, un

élément a pu y contribuer: le processus par lequel les courtiers en titres adossés à des hypothèques (TAH) ajustent les durations pour couvrir leurs positions de portefeuille face à l'évolution des rendements obligataires (Marchés dérivés, page 34).

Quoique un temps spectaculaire, l'amélioration de l'emprunt d'État américain 30 ans, fin octobre, a illustré, une fois de plus, le rôle complexe des facteurs d'offre. Son rendement a chuté, suite à l'annonce, le 31 octobre, que toute nouvelle émission serait suspendue; en réalité, il n'a fait que rattraper le 10 ans, en baisse après le 11 septembre. Par conséquent, l'écart 30 ans-10 ans, qui s'était largement creusé fin septembre en raison de la stabilité à long terme, est revenu à ses niveaux des huit premiers mois de 2001. De même, la marge entre contrats d'échange 30 ans et emprunts d'État s'est fortement élargie après l'annonce du Trésor, mais seulement pour retrouver la valeur d'avant le 11 septembre.

Rôle des facteurs d'offre



Accentuation de la courbe des rendements: influences transatlantiques pour l'euro ...

Les rendements de la zone euro ont suivi de près ceux du dollar, pour deux raisons: la réduction du taux principal de refinancement de la BCE, le 8 novembre; un sentiment généralisé que les évolutions macroéconomiques resteraient proches, à court terme, des deux côtés de l'Atlantique. Toutefois, la pente de la courbe de l'euro, à l'inverse de celle du dollar, n'était pas exceptionnelle au regard du passé (graphique 1.5). La faiblesse de l'euro vis-à-vis du dollar, plus prononcée en début d'année, corroborait aussi le consensus d'une reprise plus tardive, et peut-être moins forte, qu'aux États-Unis.

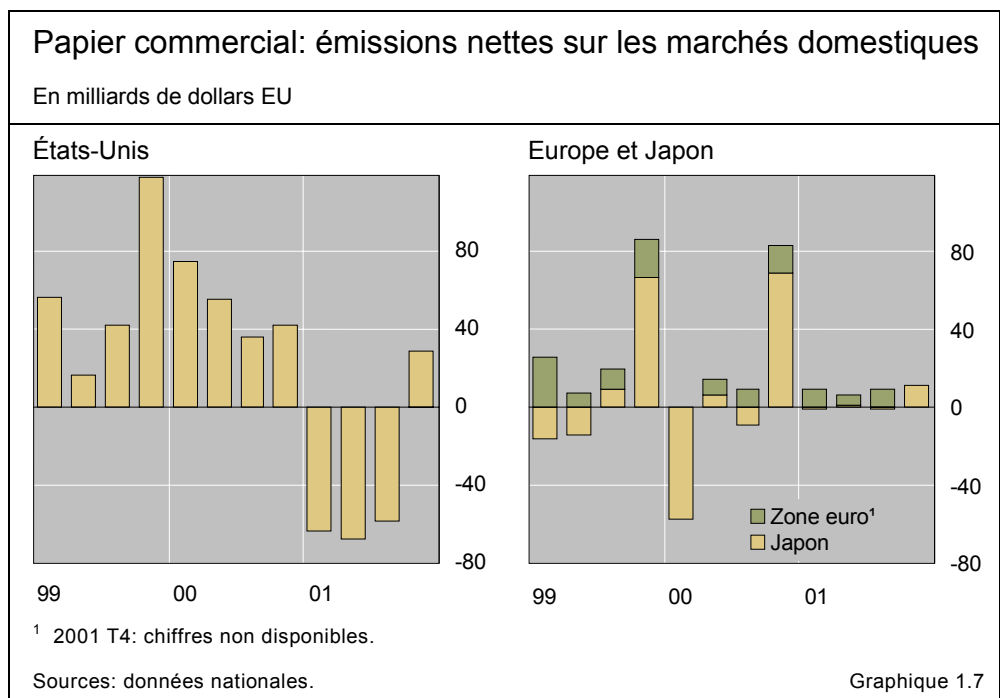
... aversion accrue à l'égard du risque pour le yen

La courbe des rendements s'est aussi accentuée au Japon. Entre fin octobre 2001 et fin janvier 2002, le 10 ans a progressé de 17 points de base, à partir d'un très bas niveau, tandis que les échéances courtes restaient quasiment inchangées. Cette évolution ne semblait pas résulter, comme aux États-Unis et dans la zone euro, d'un optimisme sur la reprise. C'est plutôt la solidité du secteur bancaire qui suscitait de nouvelles craintes, étant donné l'effet négatif de la dépréciation des actions sur les bilans des banques et les incertitudes entourant l'incidence de la réduction programmée de l'assurance des dépôts après le 31 mars. En conséquence, certains investisseurs se sont montrés plus prudents à l'égard des actifs libellés en yens - y compris obligations d'État à long terme. Les grandes agences de notation sont devenues, elles aussi, de plus en plus sceptiques. Le 4 décembre, Moody's a abaissé d'un cran la note de la dette intérieure du Japon puis annoncé, le 13 février, son intention de la déclasser de deux échelons. Suite à la défaillance d'Enron et aux difficultés de l'Argentine, les investisseurs nippons sont devenus très réticents envers les titres étrangers libellés en yens. C'est pourquoi les émissions internationales dans cette monnaie sont devenues négatives, en termes nets, au quatrième trimestre (tableau 3.3, page 31).

## Les marchés du crédit sont stables à long terme et perturbés à court terme

Le climat d'optimisme contribue à la contraction des primes pour les entreprises

Malgré plusieurs défaillances et déclassements retentissants, les primes appliquées aux entreprises se sont rétrécies sur les deux derniers mois de l'année, inversant la tendance du troisième trimestre (graphique 1.6). Moody's a signalé que le taux de défaillance a continué d'augmenter jusqu'en décembre, annonçant toutefois une stabilisation début 2002 et une baisse ultérieure. Au quatrième trimestre, les emprunteurs bien notés, voire ceux qui, comme Ford et AT&T, avaient été déclassés par les agences de notation, n'ont eu aucune difficulté à émettre des titres à long terme. Les émissions nettes ont fortement progressé (Marché des titres de dette, page 26). Fin janvier-début février, les primes se sont à nouveau quelque peu élargies, après une série de défaillances d'entreprises et les révélations sur les pratiques comptables douteuses d'Enron, notamment pour les grands conglomérats et les emprunteurs très endettés.



Confirmant l'évolution décrite à plusieurs reprises dans le *Rapport trimestriel BRI*, les émissions nettes à court terme sur le marché international ont été faibles au quatrième trimestre 2001, alors que les émissions à long terme, surtout d'emprunteurs européens, progressaient vivement. L'encours de papier commercial (PC) sur le marché intérieur américain a augmenté de \$28 milliards au quatrième trimestre, période où les émissions sont généralement fortes, mais régressé de \$161 milliards sur 2001 (graphique 1.7). Il semble que cette tendance se soit poursuivie début 2002. Le recul du compartiment à court terme est dû en partie au fait que les grandes entreprises ont moins de stocks à financer en raison du ralentissement conjoncturel; il s'explique aussi par le désir de s'assurer des rendements à long terme relativement faibles, moyennant même une prime par rapport à des taux courts extrêmement bas.

Toutefois, l'émission de PC était devenue beaucoup trop onéreuse pour plusieurs grosses signatures, en raison de leur déclassement et d'une aversion accrue des investisseurs du marché monétaire à l'égard du risque. Certaines se sont tournées vers l'obligataire, même pour leurs financements à court terme. Les primes sur PC, déjà volatiles après les attentats de septembre, se sont fortement élargies après la défaillance d'Enron, en novembre; elles se sont à nouveau rétrécies début janvier, puis sont restées stables, pour l'essentiel (graphique 1.8). Certains observateurs ont souligné que les banques, qui contribuent traditionnellement au bon fonctionnement de ce segment en fournissant des lignes de soutien, sont devenues plus réticentes. Parmi leurs raisons figurent peut-être l'accroissement du risque de tels engagements en période de récession et, plus généralement, l'attention accrue qu'elles accordent à la gestion de leur exposition au risque de crédit.

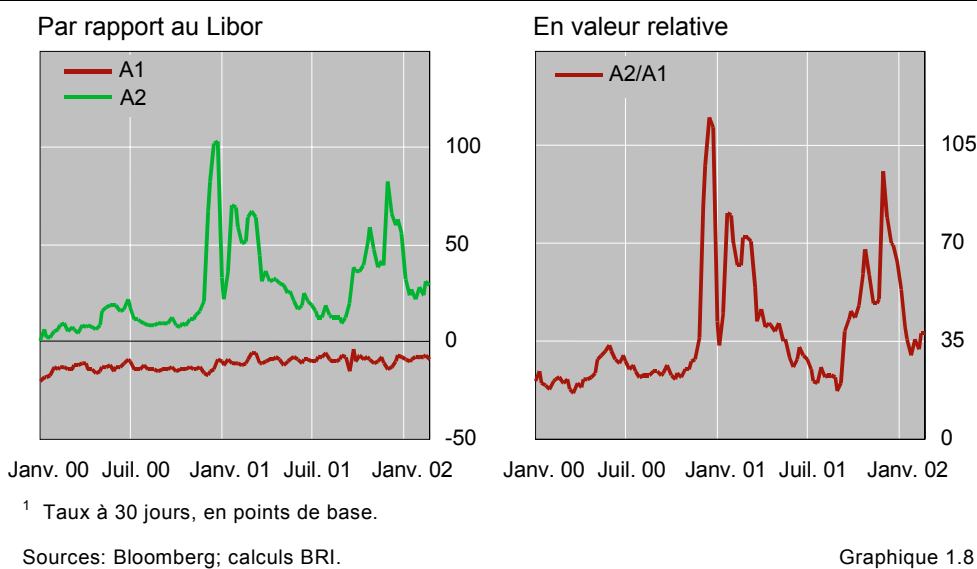
Poursuite de l'allongement des échéances ...

... tandis que des turbulences affectent le papier commercial



## Marge du papier commercial aux États-Unis<sup>1</sup>

Moyenne hebdomadaire



Les marchés dérivés semblent avoir bien réagi aux faillites d'entreprises et à la défaillance de l'Argentine. Ces événements ont peut-être constitué l'épreuve la plus révélatrice de l'aptitude de ce jeune marché à transférer l'exposition au risque de défaillance des acheteurs aux vendeurs de protection. Plusieurs questions étaient apparues concernant l'Argentine. L'offre de conversion antérieure constituait-elle une défaillance? Les titres reçus à cette occasion étaient-ils livrables en exécution des contrats? Quoi qu'il en soit, les participants ont semblé persuadés que ces problèmes seraient résolus et que l'incidence systémique serait modeste.

### Resserrement de la prime sur la dette souveraine malgré la défaillance de l'Argentine

Resserrement de la prime sur la dette souveraine des économies émergentes

Au quatrième trimestre, un regain de confiance à l'égard des perspectives de reprise mondiale a également influencé la tarification de nombreux titres d'économies émergentes, en dépit de l'aggravation continue de la situation en Argentine. À l'inverse du troisième trimestre, où les investisseurs étaient demeurés prudents vis-à-vis du Brésil et des Philippines, par exemple, les primes se sont réduites pour presque tous les emprunteurs souverains du groupe (graphique 1.9). Cela reflète en partie la poursuite du rééquilibrage des portefeuilles, les investisseurs se désengageant progressivement de l'Argentine. À noter qu'il ne semble pas y avoir eu de révision substantielle du coût du risque par les investisseurs en titres des économies émergentes suite aux événements en Argentine.

Émissions de plusieurs pays d'Amérique latine ...

Certaines économies émergentes ont même été fort bien accueillies pendant la crise argentine. Si les émissions nettes sont restées limitées pour l'ensemble du groupe au quatrième trimestre, plusieurs emprunteurs

souverains d'Amérique latine (notamment Chili, Colombie et Mexique) ont collecté des fonds. Par ailleurs, des signatures privées mexicaines et brésiliennes n'ont eu aucune difficulté à obtenir des prêts consortiaux (encadré page 25).

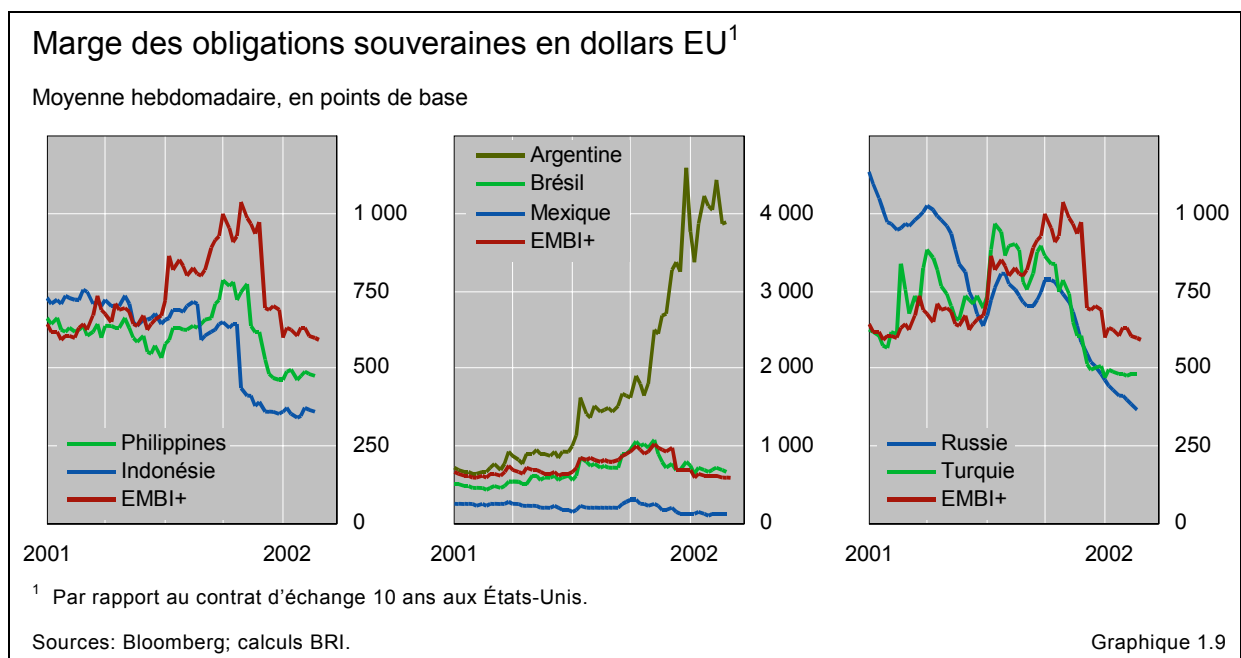
Les investisseurs ont également été plus optimistes au sujet des perspectives des économies de l'Est asiatique, pensant, en particulier, que l'atonie du secteur technologique aurait un effet limité sur les exportations de l'Asie. La Bourse coréenne a progressé de 33,2% en 2001 (de 38,6% à partir du 1<sup>er</sup> octobre), tandis que celle de Taiwan affichait, elle aussi, une forte expansion. Au troisième trimestre, les émissions nettes des emprunteurs de la région étaient négatives, les annonces de placements d'actions internationales s'étaient ralenties et les prêts s'étaient contractés; plusieurs pays avaient, en outre, prélevé sur leurs dépôts auprès de banques étrangères (Marché bancaire, page 16). Au quatrième trimestre, en revanche, les placements d'actions se sont redressés et les émissions nettes sont devenues légèrement positives. Les résidents privés coréens ont été particulièrement actifs sur les marchés internationaux des obligations et des prêts consortiaux.

... et de résidents privés de Corée

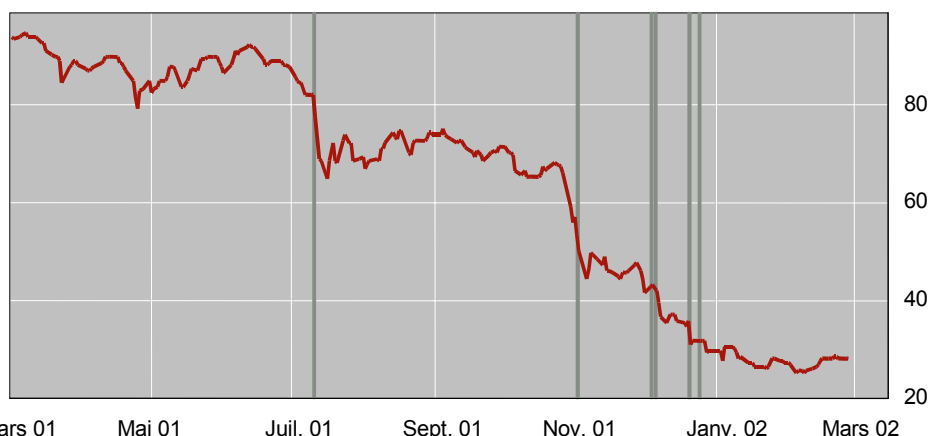
Si la crise argentine n'a eu que des effets limités sur la situation financière des autres économies émergentes, c'est en partie parce que les marchés anticipaient depuis plusieurs mois la forte probabilité de défaillance de la République argentine (graphique 1.10). Pour l'affaire Enron, à l'inverse, l'ampleur des problèmes du groupe n'est apparue que peu avant la faillite. La probabilité d'une défaillance de l'Argentine était sanctionnée par les marchés au moins depuis le 10 juillet 2001: ce jour-là, le gouvernement s'est trouvé contraint de payer des taux d'intérêt plus élevés que prévu lors d'une adjudication interne d'emprunt d'État; l'obligation phare cédait 5,1%. Le risque de défaillance perçue a encore augmenté en novembre, lorsque le projet de restructuration de l'encours d'obligations d'État a été mal accueilli par les

Incidence limitée des événements en Argentine ...

... avant et après la défaillance



### Argentine: cotation de l'obligation d'État<sup>1</sup>



Lignes verticales = événements majeurs: 10 juillet, adjudication de titres d'État marquée par des taux d'intérêt élevés; 1<sup>er</sup> novembre, annonce de la restructuration de la dette argentine; 2 décembre, non-convertibilité des dépôts bancaires et contrôle des changes imposés par le gouvernement; 5 décembre, déblocage de crédits refusé par le FMI; 20 décembre, démission du Président de la Rúa; 23 décembre, annonce de la défaillance du pays.

<sup>1</sup> République argentine 11%% 1997, échéance 2017.

Source: Datastream.

Graphique 1.10

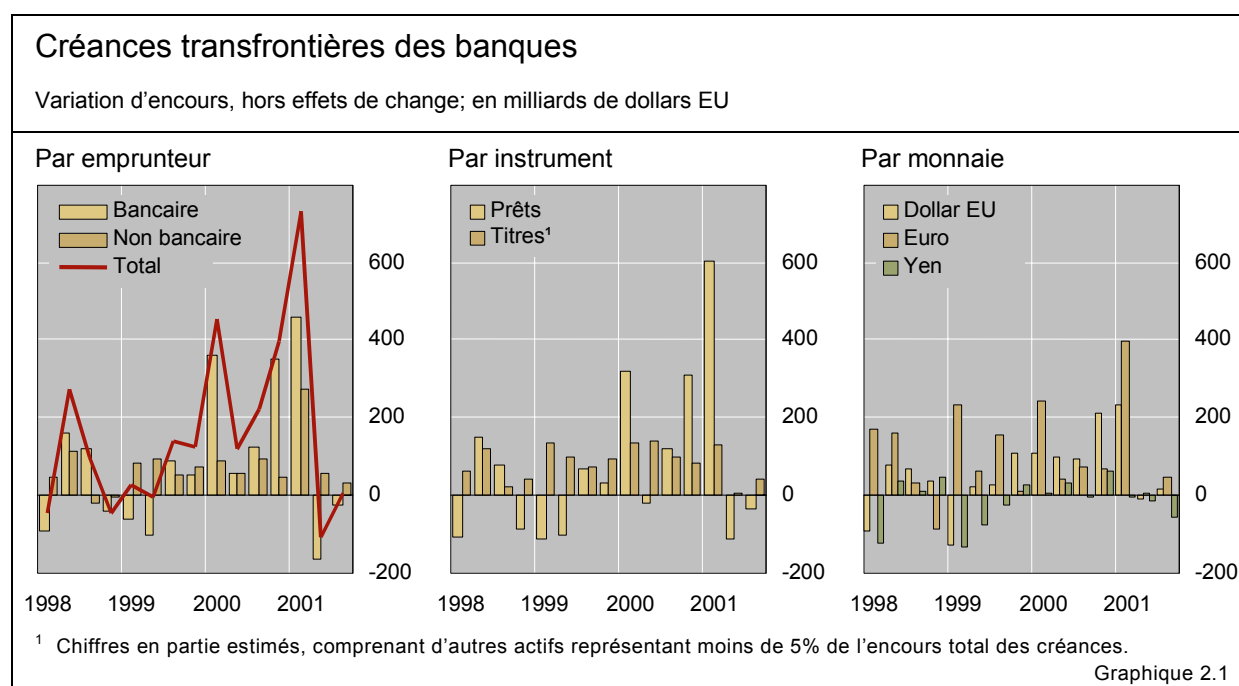
investisseurs. Il s'est de nouveau intensifié début décembre, au moment du gel des comptes bancaires et lorsque le FMI, arguant de la lenteur de la réforme budgétaire, a différé le décaissement prévu dans le cadre d'un programme d'aide antérieur. L'annonce, fin décembre, que le pays suspendait les remboursements sur sa dette extérieure, chiffrée à \$132 milliards, avait été précédée de vigoureux efforts pour défendre le système de caisse d'émission et le secteur bancaire ainsi que d'une période de turbulences politiques et sociales.

Au premier trimestre 2002, le nouveau gouvernement s'est efforcé de réformer le cadre économique, en instituant un régime de change d'abord double puis flottant (avec une monnaie fortement dévaluée). Pourtant, malgré un horizon incertain, les problèmes de l'Argentine n'ont pas semblé se propager aux autres pays d'Amérique latine et n'ont pas causé, non plus, de grave perturbation dans le système financier mondial. Nul doute que les entreprises très engagées en Argentine, en particulier les banques étrangères, devront passer en charges une partie de leurs activités. Néanmoins, la majorité des créanciers ont réussi à ramener leur exposition à des niveaux acceptables dans les mois qui ont précédé la défaillance; en conséquence, ils ont pu l'absorber sans avoir à se défaire soudainement d'un grand nombre d'autres obligations souveraines pour couvrir leurs pertes.

## 2. Marché bancaire

Le volume d'activité est resté modeste au troisième trimestre 2001. Après une contraction notable les trois mois précédents, l'encours des créances transfrontières a été stable, à \$11 300 milliards, hors effets de change. La réduction des crédits en yens consentis par les établissements japonais a contribué au recul de \$26 milliards des créances sur les banques, marquant un deuxième trimestre de baisse consécutif. Les achats de titres d'État européens ont favorisé la poursuite de l'expansion vis-à-vis des emprunteurs non bancaires, mais, avec \$30 milliards, l'augmentation enregistrée a été la plus faible depuis près de trois ans.

Les flux nets des banques de la zone déclarante BRI vers les économies émergentes ont été positifs pour la première fois depuis 1999, atteignant \$4 milliards contre -\$35 milliards en moyenne au premier semestre 2001. Ce retournement n'a pas traduit, cependant, une accélération des crédits bancaires; les créances sur certains pays ont certes augmenté, mais, dans l'ensemble, les économies émergentes ont continué de rembourser leur dette bancaire extérieure; il a plutôt été dû à des retraits de dépôts auprès de



banques à l'étranger. Les pays exportateurs de pétrole et les économies de l'Est asiatique, qui avaient précédemment placé d'importants montants dans la zone déclarante, ont commencé à les retirer.

### Les banques japonaises réduisent leurs créances en yens

Le compartiment du yen a subi une forte contraction. Les créances dans cette monnaie, tous emprunteurs confondus, ont baissé de \$54 milliards, soit approximativement de 7% (graphique 2.1), recul qui correspond entièrement à une diminution des créances interbancaires (tableau 2.1). Les banques au Japon, en particulier, ont réduit le volume de leurs placements en Europe, notamment auprès de leurs homologues au Royaume-Uni.

Important rapatriement de fonds en yens vers le Japon ...

Le recul des créances en yens a été le plus marqué depuis le premier semestre 1999, où il avait été provoqué par l'interruption ou la réduction des activités à l'étranger des banques japonaises<sup>1</sup>; cette fois encore, elles ont été à

Créances transfrontières des banques envers le secteur bancaire <sup>1</sup>								
Variation d'encours, hors effets de change; en milliards de dollars EU								
	1999	2000			2001			Encours à fin sept. 2001
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	- 17,1	900,1	126,5	349,7	456,9	- 166,2	- 25,8	7 416,5
Créances intragroupes	8,4	408,2	94,0	159,0	185,2	- 65,5	92,8	3 633,5
Prêts et dépôts	- 221,5	669,9	97,6	302,3	396,9	- 155,3	- 22,0	6 334,7
Titres <sup>2</sup>	204,4	230,2	29,0	47,5	60,0	- 10,9	- 3,8	1 081,8
Pays développés	200,3	870,0	106,6	280,3	424,3	- 118,6	- 26,1	5 951,7
États-Unis	87,7	185,5	53,2	- 7,1	- 12,2	3,2	10,6	1 142,4
Europe	291,4	608,1	61,3	197,8	424,4	- 79,8	- 29,1	4 235,9
Intra-euro <sup>3</sup>	154,6	88,4	10,9	15,7	63,8	25,7	0,2	833,5
Japon	- 188,0	55,4	- 4,8	72,9	5,5	- 30,0	- 13,5	406,7
Places franches	- 126,2	3,9	20,0	51,2	24,5	- 33,8	- 3,0	882,5
Économies émergentes	- 52,1	3,8	- 9,1	8,0	- 6,6	- 13,2	- 2,2	384,1
Non attribué <sup>4</sup>	- 39,1	22,4	9,0	10,2	14,7	- 0,6	5,5	198,2
Dollar EU	- 108,3	387,7	69,0	152,6	93,4	- 41,3	7,1	3 171,1
Euro	274,3	272,1	20,6	47,1	270,3	4,0	5,3	2 105,4
Yen	- 192,2	75,4	4,5	87,3	- 12,1	- 22,2	- 56,9	510,2
Autres monnaies <sup>5</sup>	9,1	164,9	32,4	62,7	105,3	- 106,7	18,7	1 629,8
<i>Pour mémoire: créances locales<sup>6</sup></i>	1,5	53,9	27,5	- 23,1	94,4	- 28,1	0,9	865,3

<sup>1</sup> Y compris créances intragroupes. <sup>2</sup> Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs représentant moins de 5% de l'encours total des créances. <sup>3</sup> Créances transfrontières en euros des banques déclarantes sises dans la zone euro sur les résidents de la zone. <sup>4</sup> Plus créances envers les institutions internationales. <sup>5</sup> Y compris monnaies non attribuées. <sup>6</sup> Créances en devises sur les résidents.

Tableau 2.1

<sup>1</sup> Voir R. N. McCauley et Y. K. Mo: «Évolution récente de l'activité bancaire internationale de Hong-Kong», *Rapport trimestriel BRI*, juin 1999, pp. 13-14. Voir également H. Nakaso: «The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt», *BIS Papers*, n° 6, octobre 2001.

## Créances transfrontières envers les emprunteurs non bancaires

Variation d'encours, hors effets de change; en milliards de dollars EU

	1999	2000		2001			Encours à fin sept. 2001	
	Année	Année	T3	T4	T1	T2		T3
Total	303,3	289,4	94,9	45,5	274,0	57,6	30,1	3 854,9
Prêts et dépôts	103,0	59,2	23,7	8,5	206,2	50,0	- 11,6	2 262,3
Titres <sup>1</sup>	200,3	230,2	71,3	37,0	67,8	7,7	41,7	1 592,5
Pays développés	275,4	258,2	81,5	47,7	236,3	46,5	27,2	2 894,7
États-Unis	86,0	123,4	22,7	48,0	141,5	9,8	5,3	1 079,1
Europe	259,0	198,3	67,3	31,6	99,6	23,9	31,4	1 615,9
Intra-euro <sup>2</sup>	147,8	55,2	10,2	4,8	53,5	6,1	13,3	616,3
Japon	- 64,4	- 67,5	- 10,3	- 33,5	- 7,1	4,9	- 10,9	106,3
Places franches	24,6	47,0	7,2	16,0	25,5	7,0	11,0	384,5
Économies émergentes	- 15,9	- 15,6	5,4	- 13,8	9,2	4,8	- 8,2	490,4
Non attribué <sup>3</sup>	19,1	- 0,2	0,8	- 4,5	3,0	- 0,7	0,1	85,3
Dollar EU	141,5	124,4	26,7	57,7	137,7	30,2	8,7	1 732,9
Euro	185,1	157,4	52,6	21,3	128,2	- 0,2	43,4	1 271,2
Yen	- 7,0	19,3	- 8,6	- 25,8	6,1	7,4	3,2	269,7
Autres monnaies <sup>4</sup>	- 16,3	- 11,7	24,2	- 7,7	2,0	19,3	- 25,2	581,1
<i>Pour mémoire: créances locales<sup>5</sup></i>	27,1	144,6	- 3,1	40,7	27,6	- 3,6	- 2,4	716,3

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs représentant moins de 5% de l'encours total des créances.

<sup>2</sup> Créances transfrontières en euros des banques déclarantes sises dans la zone euro sur les résidents de la zone. <sup>3</sup> Plus créances envers les institutions internationales. <sup>4</sup> Y compris monnaies non attribuées. <sup>5</sup> Créances en devises sur les résidents.

Tableau 2.2

l'origine du mouvement. Ce sont toutefois leurs créances sur des banques non apparentées qui ont représenté l'essentiel de cette contraction. Leurs créances intragroupes en yens n'ont diminué que de \$4 milliards, contre près de \$120 milliards au premier semestre 1999. Bien que la majeure partie des fonds ait été retirée auprès de banques domiciliées à Londres, les établissements ayant subi une baisse de leurs ressources en yens avaient leur siège dans des pays divers: Allemagne, États-Unis, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suisse.

Plusieurs facteurs expliquent ce rapatriement de fonds vers le Japon. Premièrement, les dénouements de prêts extérieurs en yens consentis à des entreprises non bancaires japonaises se sont poursuivis; les crédits transfrontières à cette clientèle ont enregistré une contraction de \$11 milliards, une partie de ces fonds étant revenue au Japon par l'intermédiaire du marché interbancaire (tableau 2.2). Deuxièmement, certaines banques étrangères ont transféré les positions en yens de leurs agences à l'étranger vers leurs établissements à Tokyo. Troisièmement, les fusions entre banques nippones ont apparemment abouti à une réévaluation des limites de crédit pour les montants placés auprès de banques étrangères et à des retraits ultérieurs importants. Dans presque toutes les fusions bancaires, les plafonds établis par la nouvelle entité sont inférieurs à la somme de ceux des banques

... en partie  
sous l'effet de  
dénouements de  
prêts extérieurs

participantes (et, parallèlement, les contreparties abaissent généralement les leurs vis-à-vis de l'entité issue de la fusion).

Parmi les autres explications possibles de ces rapatriements figurent la diminution de la demande étrangère de financements en yens et les besoins de liquidités des banques japonaises; néanmoins, ces facteurs ne semblent pas avoir joué un rôle important au troisième trimestre. Alors que les investissements de portefeuille au Japon par les non-résidents se sont ralentis, les prêts en yens des banques de la zone déclarante aux résidents de pays dans lesquels ces établissements sont domiciliés sont restés plus ou moins inchangés, à \$89 milliards. De plus, le taux interbancaire sur le marché de Tokyo est stable depuis le deuxième trimestre 2001, ce qui tend à prouver l'absence de problème de liquidité.

## Les banques renforcent leurs acquisitions de titres d'État européens

Les créances en euros continuent de s'accroître

Contrairement aux créances en yens, celles en euros des banques de la zone déclarante ont continué de s'accroître au troisième trimestre; les créances transfrontières ont augmenté, en effet, de \$49 milliards, soit d'environ 2% (tableaux 2.1 et 2.2). Comme les trimestres précédents, les flux entre le Royaume-Uni et la zone euro ont représenté l'essentiel de ces opérations.

Bien que les créances en euros sur les banques n'aient progressé que de \$5 milliards, ce chiffre global recouvre une modification notable des positions interbancaires. Les banques domiciliées dans la zone euro ont renforcé leurs créances sur les établissements au Royaume-Uni, alors que, pour ces derniers, c'est l'inverse qui s'est produit; en termes nets, d'importants flux sont allés de la zone euro vers le Royaume-Uni.

Alors que, les trimestres précédents, les flux de la zone euro vers le Royaume-Uni étaient généralement recyclés sur le marché interbancaire de Londres avant d'être réacheminés vers des banques de la zone euro, cette fois les fonds ont été prêtés directement à la clientèle non bancaire. Les établissements sis au Royaume-Uni ont accordé, en effet, l'équivalent en euros de \$15 milliards au secteur non bancaire du Royaume-Uni, dont des filiales titres, et ont acquis quelque \$20 milliards de titres en euros émis par des résidents non bancaires de la zone euro. Un montant supplémentaire de \$12 milliards y a été investi par des banques de la zone euro en titres du secteur non bancaire.

Les banques se détournent des titres d'entreprises au profit des titres d'État

Du fait de ces investissements, les flux vers le secteur non bancaire européen sont restés conformes à la moyenne des derniers trimestres. Toutefois, leurs ultimes bénéficiaires semblent avoir changé, les emprunteurs officiels remplaçant les entreprises. La demande de prêts des sociétés s'est affaiblie avec le ralentissement de la croissance économique en Europe et ailleurs. Comme l'analysait le précédent *Rapport trimestriel BRI*, les nouveaux montages de facilités de crédit consortiales au profit d'emprunteurs européens ont régressé de 58% en glissement annuel au troisième trimestre. Les banques ne paraissent pas avoir réduit leurs concours aux entreprises en Europe mais

ne les ont pas non plus accrus. Les statistiques bancaires consolidées indiquent plutôt que l'argent frais est placé en titres d'État. Les créances des banques de la zone déclarante sur les emprunteurs du secteur public européen ont été stables, avec 12% des créances internationales au second semestre 2000 et au premier de 2001, puis 13% au troisième trimestre, les plus fortes progressions étant le fait des secteurs publics allemand et italien.

## Activité en demi-teinte sur le marché du dollar EU

Le compartiment du dollar EU est resté en demi-teinte. Les créances en dollars des banques déclarantes n'ont augmenté que de \$16 milliards - soit moins de ½% de l'encours global - après s'être contractées dans des proportions tout aussi négligeables au deuxième trimestre. Il s'agit là d'un ralentissement sensible par rapport aux périodes antérieures, où l'activité atteignait \$100 milliards (graphique 2.1).

Les attentats du 11 septembre aux États-Unis paraissent avoir eu peu d'impact sur les opérations interbancaires transfrontières; même si la demande de liquidités en dollars a ensuite augmenté, les créances dans cette monnaie sont restées plus ou moins stables. La Réserve fédérale a injecté, en septembre, un volume inhabituel de liquidités dans le système bancaire et les banques sous contrôle américain en ont acheminé une partie à leurs établissements en Europe et dans les places franches. Ces fonds n'ont toutefois pas été recyclés par le marché bancaire international. Les banques étrangères semblent avoir trouvé d'autres sources de financement en dollars; celles du Japon ont envoyé des dollars qu'elles détenaient à leurs agences américaines, alors que celles de Suisse et de plusieurs autres pays européens ont dénoué des positions en dollars vis-à-vis de leurs établissements aux États-Unis. Les apports en monnaie américaine des résidents des pays dans lesquels les banques sont domiciliées ont également progressé, dans la mesure où des prêts à court terme en dollars arrivant à échéance n'ont pas été renouvelés.

Une autre raison expliquant l'atonie du compartiment du dollar réside dans le ralentissement actuel des flux aux emprunteurs non bancaires américains. Les créances transfrontières des banques déclarantes envers le secteur non bancaire des États-Unis n'ont progressé que de \$5 milliards au troisième trimestre, plus faible augmentation depuis des années (tableau 2.2). Contrairement à la situation en Europe, leur composition privilégie actuellement les emprunteurs du secteur privé. La part du secteur public dans les créances internationales sur les résidents américains est revenue à 12%, contre 14% fin 2000. Les achats de titres des agences fédérales américaines, notamment d'obligations émises par Fannie Mae et Freddie Mac, semblent à l'origine de cette évolution. La baisse de l'encours des valeurs du Trésor américain, l'impression d'une détérioration de leur liquidité et la faiblesse des

Les opérations interbancaires en dollars sont faibles malgré le 11 septembre

Diminution des créances sur le secteur public des États-Unis



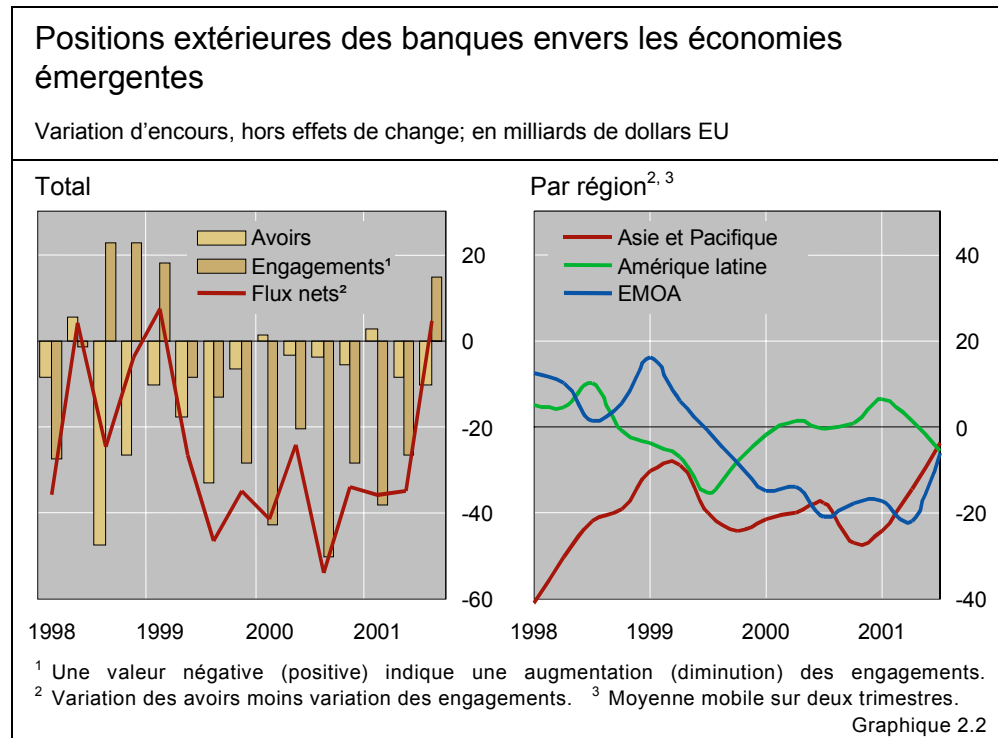
rendements des titres d'État font de ceux des organismes publics une solution de rechange de plus en plus intéressante<sup>2</sup>.

### Les flux vers les économies émergentes deviennent positifs

Les flux nets des banques déclarantes vers les économies émergentes sont devenus positifs pour la première fois depuis plus de deux ans (graphique 2.2). Les résidents de la région Asie-Pacifique et des économies émergentes d'Europe, du Moyen-Orient et d'Afrique (EMOA) ont reçu des banques davantage d'argent qu'ils ne leur en ont remis; seule l'Amérique latine a encore enregistré des flux négatifs. Ce retournement ne s'est toutefois pas traduit par un regain d'intérêt pour la dette des marchés émergents, les créances bancaires ayant continué, en fait, à diminuer; il a plutôt été dû à des retraits de dépôts auprès des banques de la zone déclarante.

Les banques ont renforcé leurs prêts à certaines économies et assoupli leur politique de réductions pour d'autres (tableau 2.3); ainsi, les créances sur les pays négociant leur adhésion à l'Union européenne ont augmenté de \$1,8 milliard, tout comme celles sur Taiwan, Chine. Les opérations de pension entre maisons de titres coréennes et banques américaines ont contribué à la progression de \$1 milliard des créances sur la Corée. Le désengagement des banques internationales vis-à-vis de la Turquie a commencé à s'atténuer. Les banques déclarantes ont continué de restreindre leurs crédits à court terme

Le désengagement vis-à-vis de la Turquie commence à s'atténuer ...



<sup>2</sup> Voir Groupe d'étude sur les marchés à revenu fixe: «The changing shape of fixed income markets», *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n° 5, octobre 2001, p. 18.

## Positions transfrontières des banques envers les économies émergentes

Variation d'encours, hors effets de change; en milliards de dollars EU

	Positions <sup>1</sup>	1999	2000		2001			Encours à fin sept. 2001	
		Année	Année	T3	T4	T1	T2		T3
Total	Créances	- 68,0	- 11,9	- 3,7	- 5,5	2,5	- 8,3	- 10,4	874,5
	Engagements	32,6	141,5	50,2	28,2	38,4	26,7	- 14,8	1 090,0
Afrique du Sud	Créances	- 0,8	0,6	0,8	0,6	0,5	- 0,6	0,9	19,2
	Engagements	2,1	0,4	1,8	- 1,0	1,2	0,6	1,1	13,7
Arabie Saoudite	Créances	2,1	0,1	0,0	1,4	- 1,9	0,1	- 1,6	22,7
	Engagements	- 17,9	10,9	7,3	4,9	4,7	- 1,4	- 5,8	57,3
Argentine	Créances	0,7	1,2	2,3	0,3	- 1,7	1,5	- 2,0	44,8
	Engagements	0,1	3,2	3,7	- 1,0	- 6,0	2,3	- 1,8	34,9
Brésil	Créances	- 8,9	9,5	3,3	4,6	4,0	- 0,0	- 0,2	98,9
	Engagements	2,2	- 4,6	2,3	0,7	- 2,6	2,2	4,8	51,8
Chili	Créances	- 1,7	0,3	0,4	- 0,5	0,5	0,4	- 0,5	19,1
	Engagements	2,7	- 1,4	- 0,4	0,4	- 0,3	0,2	- 0,5	15,1
Chine	Créances	- 17,1	- 5,4	- 1,6	- 0,4	- 1,8	1,5	- 2,7	56,1
	Engagements	- 4,1	35,7	5,2	8,1	0,6	3,5	- 6,7	98,8
Corée	Créances	- 5,0	- 4,8	- 1,8	- 9,3	3,3	- 2,6	1,0	65,3
	Engagements	- 4,5	- 1,7	- 3,4	- 6,9	4,6	- 2,2	- 2,4	27,3
Indonésie	Créances	- 7,1	- 3,6	- 0,3	- 0,4	- 0,8	- 1,5	- 2,3	36,8
	Engagements	- 0,5	- 1,0	- 0,5	- 0,4	1,5	- 0,7	- 0,4	12,9
Mexique	Créances	- 4,0	- 1,0	- 2,3	- 3,8	4,9	0,4	- 1,3	61,9
	Engagements	4,1	7,1	0,2	- 1,6	3,2	0,6	4,9	62,8
Russie	Créances	- 6,5	- 6,6	- 3,3	- 0,6	- 1,2	0,3	0,2	34,9
	Engagements	3,8	7,2	3,2	- 1,8	3,8	2,6	- 2,8	26,9
Thaïlande	Créances	- 17,4	- 7,8	- 1,0	- 3,3	- 1,0	- 0,8	- 3,1	22,3
	Engagements	0,0	1,9	- 0,7	1,8	0,3	1,0	- 0,5	14,8
Turquie	Créances	5,9	11,3	2,5	3,4	- 2,2	- 5,1	- 0,9	40,7
	Engagements	3,3	2,3	0,3	2,6	- 1,2	0,4	0,8	20,6
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Candidats UE<sup>2</sup></i>	<i>Créances</i>	<i>5,2</i>	<i>5,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>	<i>3,4</i>	<i>- 0,5</i>	<i>1,8</i>	<i>70,1</i>
	<i>Engagements</i>	<i>10,3</i>	<i>5,5</i>	<i>2,7</i>	<i>3,0</i>	<i>4,5</i>	<i>- 0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>58,1</i>
<i>Membres OPEP</i>	<i>Créances</i>	<i>- 8,9</i>	<i>- 11,8</i>	<i>- 1,7</i>	<i>- 1,5</i>	<i>- 7,2</i>	<i>- 2,8</i>	<i>- 5,1</i>	<i>121,6</i>
	<i>Engagements</i>	<i>- 19,4</i>	<i>37,8</i>	<i>17,2</i>	<i>7,6</i>	<i>13,2</i>	<i>2,0</i>	<i>- 9,9</i>	<i>238,6</i>

<sup>1</sup> Engagements: chiffres comprenant d'autres passifs représentant moins de 1% de l'encours total des engagements.

<sup>2</sup> Pays ayant engagé des négociations avec l'Union européenne en vue de leur adhésion: Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie et Slovaquie. Tableau 2.3

aux établissements turcs, tout en leur ouvrant des lignes consortiales à hauteur de \$1,4 milliard. Les contractions de prêts interbancaires ont été en partie compensées par un renforcement des créances sur les entreprises. En conséquence, alors que les créances sur la Turquie ont diminué de plusieurs milliards de dollars au premier ainsi qu'au deuxième trimestre, leur baisse n'a été que de \$0,9 milliard au troisième.

... mais les créances globales sur les économies émergentes régressent fortement

Néanmoins, les créances globales sur les économies émergentes ont fléchi de \$10 milliards, plus fort recul en deux ans. Ainsi, celles sur la Thaïlande, la Chine continentale et l'Indonésie ont diminué de \$2 milliards ou plus. Les crédits à court terme aux banques argentines ont régressé de \$1 milliard et ceux au secteur non bancaire argentin ont encore baissé de \$1 milliard<sup>3</sup>. Les créances sur le Mexique, le Chili et le Brésil se sont contractées dans des proportions moindres<sup>4</sup>. Les emprunteurs de ces trois pays ont cependant collecté des montants relativement importants (par rapport aux trimestres récents) au quatrième trimestre sur le marché des crédits consortiaux internationaux, ce qui tend à montrer que la réduction des créances au troisième trimestre pourrait s'avérer temporaire («Crédits consortiaux internationaux: activité record dans le secteur de l'énergie», page 25).

Les résidents des économies émergentes, qui, les trimestres précédents, avaient contribué par leurs dépôts aux sorties de fonds vers les banques déclarantes, en ont retiré une partie. Les engagements des banques vis-à-vis des économies émergentes ont diminué de \$15 milliards au total, alors qu'ils avaient augmenté en moyenne de \$29 milliards entre les deuxièmes trimestres 1999 et 2001. Seuls les résidents d'Amérique latine ont continué d'effectuer des dépôts auprès des banques déclarantes; dans la région Asie-Pacifique et la zone EMOA, des fonds ont été rapatriés.

Importants retraits de fonds auprès des banques déclarantes ...

Ce sont les engagements vis-à-vis des résidents de l'Est asiatique qui ont subi le recul le plus sensible, avec des retraits de \$6,7 milliards pour la Chine continentale, \$2,4 milliards pour la Corée et \$1,5 milliard pour la Malaisie. Les membres de l'OPEP ont également prélevé des montants substantiels. À elle seule, l'Arabie Saoudite a rapatrié \$5,8 milliards. En Amérique latine, les résidents du Mexique et du Brésil ont continué de placer des fonds dans des banques à l'étranger. De même, les établissements non bancaires d'Argentine ont déposé un total relativement important de \$1,4 milliard, largement compensé toutefois par des retraits de \$3,2 milliards des banques argentines. Fin septembre 2001, les résidents non bancaires argentins détenaient \$18,6 milliards dans des banques déclarantes et les banques argentines \$16,3 milliards, en quasi-totalité en dollars EU.

... liés à la détérioration des paiements courants des économies émergentes

La détérioration des paiements courants des économies émergentes explique en grande partie le retournement des flux nets en provenance des banques. L'excédent courant de ce groupe a diminué de moitié, pour revenir à environ 1% du PIB en 2001, et devrait faire place à un déficit en 2002. Le ralentissement de l'expansion des exportations a affecté l'excédent du groupe des pays de l'Est asiatique, tandis que le recul des prix pétroliers a réduit celui

---

<sup>3</sup> Pour une analyse approfondie de l'évolution de l'exposition des banques vis-à-vis de l'Argentine, voir *BIS international consolidated banking statistics for the third quarter of 2001*, communiqué de presse BRI 03/2002E, 28 janvier 2002.

<sup>4</sup> La fusion entre l'établissement non bancaire au Brésil d'une banque étrangère avec sa filiale bancaire a entraîné une diminution de \$4 milliards des créances sur le secteur non bancaire du pays et une augmentation du même ordre vis-à-vis des banques.

des pays exportateurs de pétrole. La baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe a aussi contribué aux sorties de fonds des banques, en limitant l'attrait relatif des dépôts bancaires en devises.

## Crédits consortiaux internationaux: activité record dans le secteur de l'énergie

*Jesper Wormstrup*

Les opérations réalisées se sont élevées à \$322 milliards au quatrième trimestre 2001, soit un léger recul de 7% (cvs) par rapport au trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année, les nouveaux montages ont atteint \$1 400 milliards - 6% seulement de moins que le record de 2000 et largement plus que les niveaux moyens de la seconde moitié des années 90, lorsque la situation économique mondiale était nettement plus favorable.

Les résidents des pays industrialisés ont emprunté \$297 milliards. Les entreprises du secteur de l'énergie ont été particulièrement présentes avec près d'un quart du total, contre une moyenne antérieure de 12-13%. Le groupe d'électricité italien Enel (Ente Nazionale per l'Energia Elettrica) a collecté €5 milliards, en partie pour refinancer une ligne de crédit mise sur pied en novembre 2000. Italergeria, consortium réunissant Fiat et Électricité de France, s'est procuré €6,5 milliards dans le cadre de l'offre d'achat de Montedison, conglomérat italien, tandis que le fournisseur d'énergie américain First Energy Corp a obtenu une ligne de crédit de \$4 milliards liée à une acquisition.

Sous l'impulsion du secteur de l'énergie, les opérations de crédit destinées à financer des fusions et acquisitions sont restées stables, à \$35 milliards au quatrième trimestre, par rapport au précédent. Toutefois, avec un total de \$140 milliards pour l'ensemble de 2001, les prêts à ce titre ont régressé de 33% par comparaison avec 2000, parallèlement à la diminution correspondante de ces opérations.

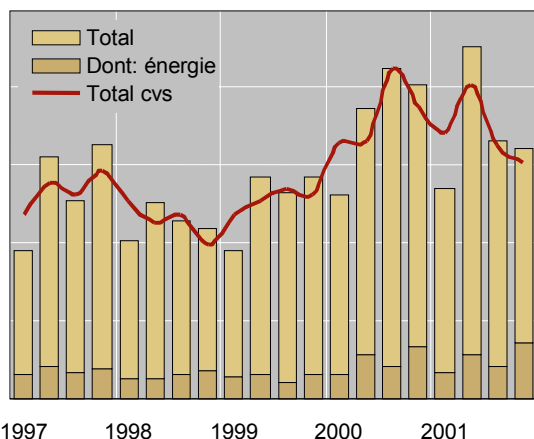
L'activité dans le secteur des télécommunications s'est intensifiée, en liaison cependant, dans une large mesure, avec le refinancement de facilités consenties en 2000, lorsque les emprunts des sociétés de télécommunications atteignaient des sommets. L'entreprise américaine AT&T a ainsi conclu une opération de refinancement portant sur \$8 milliards, modifiant en la reprenant une ligne de crédit plus importante montée en décembre 2000. La société italienne Wind Telecomunicazione SpA a obtenu des renouvellements à hauteur de €5,5 milliards. La société britannique de télécommunications sans fil mm02, ancienne filiale de British Telecommunications, a bénéficié d'un montage de £3,5 milliards. À la suite d'un certain nombre de déclassements de notations, les télécoms ont généralement fait face à des coûts d'emprunt plus élevés que l'année précédente, la différence atteignant parfois 100 points de base.

Les crédits consortiaux aux économies émergentes se sont légèrement ralentis, revenant à \$20 milliards. Après avoir été exceptionnellement faibles au troisième trimestre, les opérations des emprunteurs mexicains - principalement des sociétés de téléphonie et d'autres conglomérats - ont dominé le marché en obtenant \$4 milliards. Les emprunteurs brésiliens ont collecté \$2,2 milliards et les sud-coréens \$1,4 milliard. Ceux d'Argentine sont parvenus, malgré la crise, à se procurer \$0,5 milliard. Plus de la moitié de ces opérations ont émané du secteur de l'énergie, une bonne partie du reste ayant servi au financement d'opérations commerciales. Sur l'ensemble de 2001, les économies émergentes ont reçu \$70 milliards, soit 26% de moins qu'en 2000.

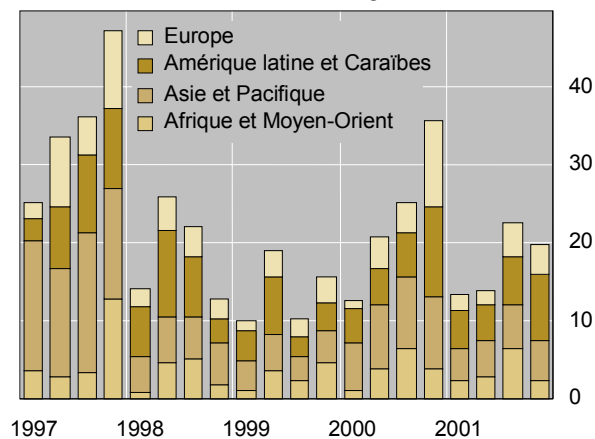
## Prêts consortiaux internationaux

En milliards de dollars EU

Facilités conclues



En faveur des économies émergentes



Sources: Dealogic Loanware; BRI.

### 3. Marché des titres de dette

Après le recul marqué du troisième trimestre 2001, les émissions brutes et nettes de titres de dette sont partiellement remontées, par suite notamment d'un phénomène probable de report d'opérations d'un trimestre sur l'autre après les perturbations causées sur les marchés des capitaux par les attentats du 11 septembre. La ventilation par nationalité et par monnaie, fin 2001, révèle des différences de comportement intéressantes. Les émetteurs d'obligations et effets en dollars EU et livres sterling ont manifesté une vive prédilection pour les titres classiques à taux fixe, tandis que l'euro et le yen ont été recherchés dans les structures à taux variable. L'augmentation nette a résulté en grande partie, aux États-Unis, de la contraction des remboursements et, en Europe, d'un afflux d'annonces. Pour les échéances courtes, les montages, en termes nets, sur instruments du marché monétaire sont demeurés négatifs, sauf pour le compartiment du papier commercial. Les émissions nettes des économies émergentes ont légèrement repris, tout en restant très inférieures aux niveaux de 1999 et 2000. Comme le précise la Vue d'ensemble, si les conditions de financement sur les marchés des titres semblent s'être assouplies au cours du quatrième trimestre, c'est uniquement par rapport à la rigueur qui prévalait à la fin de l'été.

#### Différences selon la région et la monnaie

Les émissions nettes ont fortement rebondi (+53%, à \$270 milliards), après leur chute brutale et sans doute anormale du troisième trimestre (tableau 3.1). Elles restent néanmoins inférieures de 13% à la moyenne trimestrielle pour 2000. Les annonces concernant les obligations et effets ont progressé de 16%, à \$487 milliards (tableau 3.2).

Sur une base mensuelle, les variations saisonnières des émissions brutes d'obligations et effets internationaux ont été substantielles, avec des opérations traditionnellement concentrées sur septembre et peu nombreuses en août. Pour septembre 2001, le graphique 3.1 indique néanmoins des annonces en retrait de 27%, soit \$53 milliards, par rapport au niveau attendu en fonction des facteurs saisonniers, confirmant ainsi l'impact des attentats du 11 septembre. À l'inverse, les annonces en octobre, novembre et décembre

Rebond des  
émissions ...

... après les  
perturbations du  
troisième trimestre

## Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	2000	2001	2000	2001				Encours à fin déc. 2001
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 243,5	1 071,1	312,9	328,4	295,5	177,0	270,1	7 247,5
Instruments du marché monétaire <sup>1</sup>	152,1	- 79,3	46,6	2,2	- 26,2	-45,6	- 9,8	397,5
<i>Papier commercial</i>	55,2	26,9	23,3	22,3	10,1	- 12,0	6,5	243,1
Obligations et effets <sup>1</sup>	1 091,3	1 150,4	266,2	326,2	321,6	222,7	279,9	6 850,0
<i>Notes à taux variable</i>	359,2	306,1	90,7	86,4	72,0	75,0	72,8	1 745,2
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	715,4	808,5	166,1	236,0	239,0	142,2	191,2	4 833,7
<i>Titres liés aux actions</i>	16,7	35,7	9,4	3,8	10,5	5,5	15,9	271,2
Pays développés	1 163,1	995,2	302,8	314,0	256,1	164,0	261,0	6 287,5
<i>États-Unis</i>	467,2	483,6	125,9	153,3	121,2	94,8	114,4	2 225,8
<i>Zone euro</i>	559,9	429,2	138,9	147,1	100,6	66,0	115,5	2 572,5
<i>Japon</i>	- 25,8	- 12,2	- 5,4	- 4,0	2,3	- 6,8	- 3,7	260,0
Places franches	15,0	20,8	3,1	7,3	5,4	4,6	3,5	90,1
Économies émergentes	42,8	39,1	- 0,7	8,9	28,4	- 2,6	4,4	486,5
Institutions internationales	22,6	16,0	7,6	- 1,8	5,5	11,0	1,2	383,4
Secteur privé	975,6	807,7	253,1	267,0	219,2	121,7	199,8	5 418,8
<i>Établissements financiers<sup>2</sup></i>	802,8	642,0	203,5	222,7	161,3	102,3	155,6	4 352,2
<i>Entreprises</i>	172,7	165,7	49,6	44,3	57,9	19,3	44,2	1 066,7
Secteur public <sup>3</sup>	245,3	247,4	52,2	63,2	70,7	44,4	69,1	1 445,3
<i>Administrations centrales</i>	52,6	38,0	- 3,6	9,2	23,3	- 2,3	7,9	515,6
<i>Agences et organismes</i>	192,7	209,4	55,8	54,0	47,5	46,7	61,3	929,6
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	255,9	-130,3	124,9	-57,0	- 63,1	-49,2	39,1 <sup>4</sup>	1 918,9
<i>dont: aux États-Unis</i>	208,3	-161,2	42,5	-63,1	- 67,9	-58,5	28,3	1 440,9

<sup>1</sup> Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. <sup>2</sup> Banques commerciales et autres établissements financiers. <sup>3</sup> Hors institutions internationales. <sup>4</sup> Chiffre en partie estimé.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorités nationales; BRI.

Tableau 3.1

ont dépassé de 13% en moyenne leurs valeurs attendues; il en est résulté un excédent total de près de \$55 milliards, qui semble dû davantage à un rattrapage après les chiffres anormalement bas des émissions en septembre qu'à un accroissement fondamental de la demande ou de l'offre de financements.

Vive expansion  
dans l'UE ...

Une ventilation des émissions nettes selon leur origine géographique montre qu'elles ont pratiquement doublé dans l'Union européenne, à \$143 milliards, et que les annonces ont progressé de 20%. Le quasi-triplement au Royaume-Uni, à \$27 milliards, y a notablement contribué, même si les opérations dans la zone euro ont aussi été très soutenues (+75%, à \$115 milliards) ainsi que les annonces (+19%, à \$345 milliards). L'expansion la

plus forte de la zone euro est à mettre à l'actif des résidents néerlandais et italiens, alors que, pour les allemands, elle n'a été que de 11% par rapport au faible niveau du troisième trimestre.

En revanche, les émissions internationales brutes des résidents américains ont régressé de 8%, la hausse de 21% en termes nets (à \$114 milliards) ayant résulté d'une contraction équivalente des remboursements et d'un arrêt presque total des remboursements anticipés. Au Japon, malgré le léger frémissement des émissions brutes, le résultat net est resté négatif.

... mais  
ralentissement des  
remboursements  
américains

La ventilation par monnaie recoupe largement les tendances nationales (tableau 3.3), avec une hausse de 38% (au niveau quasi record de \$284 milliards) des émissions brutes en euros et un doublement des émissions nettes par rapport au troisième trimestre. Les opérations en livres sterling ont atteint, elles aussi, un record en termes bruts, à \$78 milliards, avec une progression de 160% en chiffres nets. Les positions en dollars - de même que les émissions aux États-Unis - ont légèrement baissé sur une base brute mais augmenté de 22% en chiffres nets.

Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2000	2001	2000	2001			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	1 707,7	2 025,3	384,5	555,3	564,1	418,8	487,2
Notes à taux variable	521,0	554,4	128,6	134,4	134,9	139,1	146,1
Obligations classiques à taux fixe	1 130,2	1 403,3	242,1	408,8	410,9	268,7	314,9
Titres liés aux actions <sup>1</sup>	56,5	67,6	13,8	12,1	18,3	11,0	26,2
Dollar EU	794,5	980,1	179,5	261,1	286,1	222,9	210,0
Euro	582,7	721,7	134,8	214,8	191,8	123,6	191,4
Yen	129,1	119,5	19,2	27,5	36,0	32,0	24,0
Autres monnaies	201,4	203,9	51,0	51,8	50,1	40,2	61,7
Secteur privé	1 322,6	1 478,7	304,9	412,6	400,9	293,4	371,8
<i>Établissements financiers</i> <sup>2</sup>	1 090,4	1 173,0	252,4	333,1	308,4	244,5	287,0
<i>Entreprises</i>	232,2	305,7	52,5	79,5	92,6	48,9	84,8
<i>dont: télécoms</i>	115,3	133,3	19,6	49,2	29,2	15,9	39,0
Secteur public	316,0	472,1	65,1	125,8	140,4	105,3	100,6
<i>Administrations centrales</i>	92,9	107,0	4,5	31,2	49,4	13,0	13,3
<i>Agences et organismes</i>	223,1	365,1	60,5	94,5	90,9	92,3	87,3
Institutions internationales	69,2	74,5	14,5	17,0	22,7	20,1	14,7
Émissions effectives	1 709,5	2 023,3	420,3	543,7	553,4	429,0	497,1
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Remboursements</i>	618,1	872,9	154,0	217,5	231,8	206,4	217,2

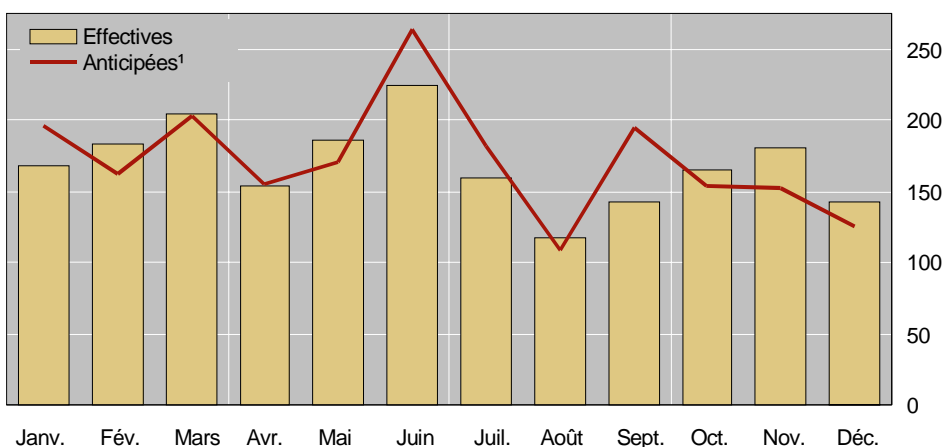
<sup>1</sup> Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. <sup>2</sup> Banques commerciales et autres établissements financiers.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau 3.2



## Obligations et effets: annonces en 2001

En milliards de dollars EU



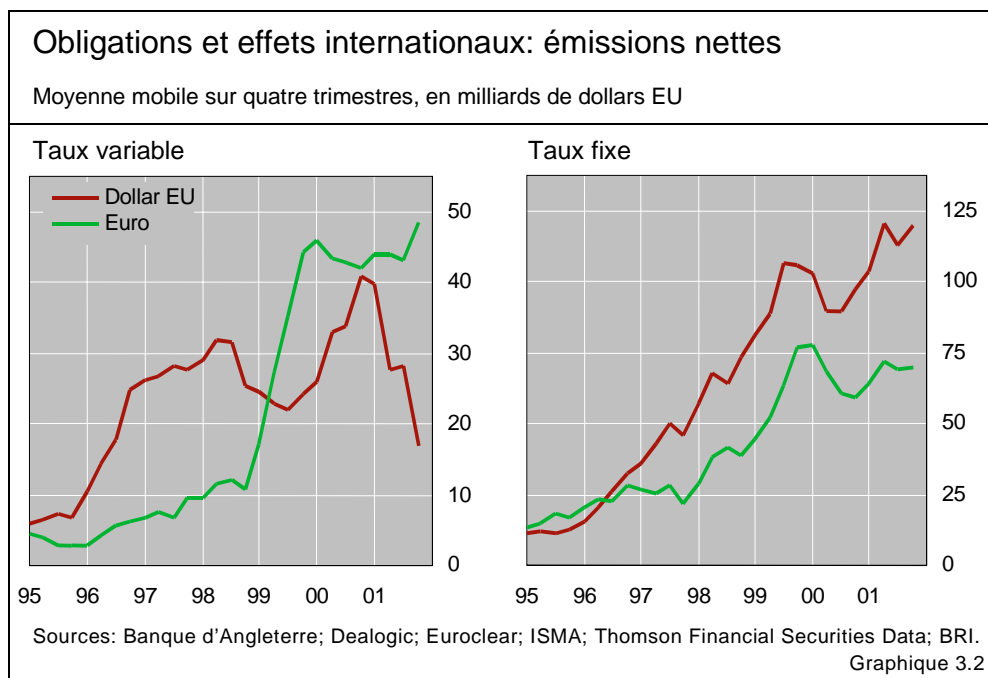
<sup>1</sup> Sur la base de facteurs saisonniers.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.  
Graphique 3.1

Les emprunteurs  
en dollars et livres  
sterling préfèrent  
les taux fixes ...

La répartition selon la monnaie et la nature des taux révèle d'intéressantes différences entre les émetteurs (graphique 3.2): dans les compartiments dollar et livre sterling, les préférences vont aux obligations et effets à taux fixe alors que, dans les segments euro et yen, elles portent sur les titres à taux variable. Il est possible que les opérateurs estiment que le cycle des taux d'intérêt a touché son plus bas aux États-Unis et au Royaume-Uni et qu'une remontée est vraisemblable pour toutes les échéances, tandis que, en ce qui concerne l'euro, ils soient dans l'incertitude ou anticipent une nouvelle baisse. Cette hypothèse semblerait confirmée par les courbes des rendements présentées dans la Vue d'ensemble: hausse sans équivoque aux États-Unis et inversion pour le court terme dans la zone euro. Les emprunteurs en yens, qui misent sur le maintien de taux courts faibles pour une durée assez longue, peuvent ne pas être disposés à payer la prime croissante incorporée dans la courbe des rendements du yen.

Les émissions nettes d'obligations et effets classiques à taux fixe en dollars ont augmenté de 43% et celles en livres sterling de 100%. En valeur relative (mais non absolue), cette hausse de 43% a été essentiellement liée à une diminution des remboursements conjuguée à une faible progression des annonces; pour la livre, les émissions brutes ont bondi de 134%. En revanche, les annonces d'opérations à taux variable en dollars et livres ont chuté (respectivement de 37% et 23%); en termes nets, les émissions en dollars ont été négatives pour la première fois depuis début 1992, alors qu'en livres elles sont restées positives, avec cependant une baisse de 14% par rapport au troisième trimestre.



Le compartiment euro a plutôt marqué une prédominance des titres à taux variable. Les émissions nettes d'obligations et effets ont progressé de 83%, à \$64 milliards, surpassant le compartiment à taux fixe (\$58 milliards) et le rythme d'expansion du troisième trimestre (36%). Du côté du yen, les émissions nettes à taux variable ont augmenté de 25%, mais celles à taux fixe sont devenues négatives, passant de \$2 milliards à -\$5 milliards.

... mais les émetteurs en euros et yens optent pour les taux variables

Les émissions d'obligations et effets liées aux actions ont également varié selon la monnaie. Le quintuplement des émissions nettes convertibles en euros a permis de lever \$16 milliards, égalant un record vieux de 12 ans (tableau 3.1). Avec des annonces en euros portant sur \$16 milliards, dont plus de \$4 milliards pour France Télécom, le total des annonces s'est élevé à \$26 milliards (tableau 3.2). Par contraste, le compartiment du dollar a enregistré une chute de près de 70% en termes nets.

Essor des émissions liées aux actions, surtout en euros

Pour les obligations et effets internationaux, l'allongement de l'échéance moyenne à 9,7 ans (contre 7,2 ans au troisième trimestre) résulte en partie du poids accru des émissions en livres sterling, dont l'échéance moyenne est généralement supérieure. Un autre facteur réside dans l'effet conjugué d'un changement de préférence pour les émissions en euros à taux variable et d'une augmentation de l'échéance moyenne de ce type d'opérations, passée de 7,4 ans au troisième trimestre à 12 ans.

### Rebond des émissions du secteur privé sous l'impulsion des entreprises non financières

Parallèlement à la contraction persistante des émissions brutes du secteur public, les émissions nettes des secteurs privé et public ont augmenté

## Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région<sup>1</sup> et monnaie

En milliards de dollars EU

		2000	2001	2000	2001			
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	Dollar EU	379,0	401,7	103,3	123,0	96,4	85,0	97,3
	Euro	44,6	64,2	10,8	20,9	15,6	7,0	20,7
	Yen	17,2	16,5	3,2	3,3	5,2	6,4	1,5
	Autres monnaies	18,6	7,6	8,9	5,1	3,3	-1,5	0,7
Europe	Dollar EU	171,8	48,3	54,0	24,9	13,1	-2,9	13,2
	Euro	412,5	399,1	104,8	128,3	103,4	57,2	110,1
	Yen	40,9	-2,9	-2,5	-6,0	1,7	4,0	-2,6
	Autres monnaies	86,7	67,6	23,7	19,0	10,3	11,8	26,5
Autres régions	Dollar EU	62,5	55,0	4,9	7,7	36,6	9,4	1,2
	Euro	15,1	12,9	2,0	5,4	4,3	0,5	2,7
	Yen	-20,4	-2,4	-4,6	-3,3	4,5	-2,5	-1,0
	Autres monnaies	15,1	3,5	4,4	0,3	1,0	2,5	-0,2
Total	Dollar EU	613,3	504,9	162,1	155,5	146,1	91,6	111,7
	Euro	472,1	476,2	117,7	154,6	123,4	64,7	133,5
	Yen	37,7	11,2	-4,0	-6,0	11,3	8,0	-2,1
	Autres monnaies	120,4	78,8	37,1	24,4	14,6	12,8	27,0

<sup>1</sup> Selon le pays d'origine de l'émetteur.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

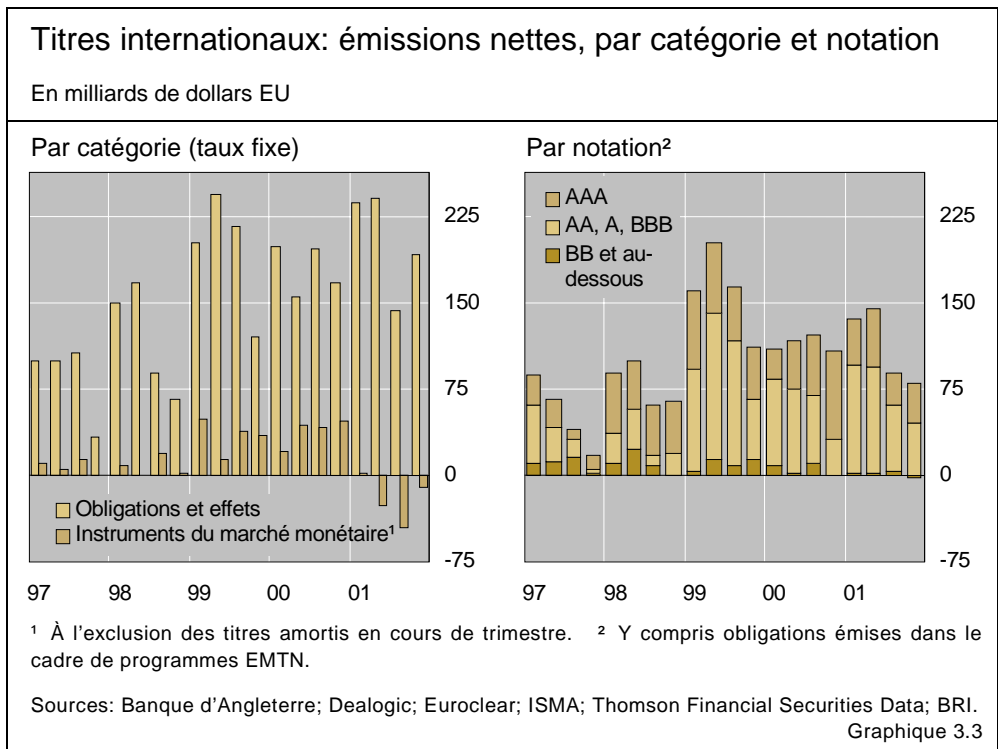
Tableau 3.3

(tableaux 3.1 et 3.2). La hausse de 56%, à \$69 milliards, des financements nets collectés par le secteur public sur les marchés des titres internationaux, à laquelle les organismes américains ont encore sensiblement contribué, a principalement résulté d'une diminution des remboursements (-29%). Les lancements nets des institutions internationales ont chuté de 89%, dépassant à peine \$1 milliard.

Rebond des  
émissions  
d'entreprises

Avec l'augmentation de 15% des émissions brutes, les émissions nettes du secteur privé ont fait un bond de 64%, à \$200 milliards, mais demeurent néanmoins bien en deçà des moyennes trimestrielles de 2000. Les entreprises, dont les annonces ont progressé de 34% et les lancements de 129%, se sont situées au premier rang des emprunteurs privés et nombre de leurs émissions ont été sursouscrites, surtout en novembre et décembre. Concernant les emprunts nets des institutions financières, la tendance baissière des deux trimestres précédents a commencé à s'inverser, avec une hausse de 52%, sauf pour les émissions américaines, en repli de 16%.

Le recul des émissions nettes d'obligations notées s'est confirmé (graphique 3.3): le volume des titres AAA a été plus élevé qu'au troisième trimestre mais inférieur aux moyennes trimestrielles de 1999-2000. Pour les autres valeurs de haute qualité, le fléchissement s'est poursuivi, tandis que les financements des émetteurs de second rang sont devenus négatifs.



L'accélération des émissions de titres sans notation a probablement reflété la progression relative des opérations des entreprises européennes, qui bénéficient moins souvent d'une notation que leurs homologues américaines.

Tout en demeurant négatives, les émissions nettes d'instruments du marché monétaire ont augmenté, après leur chute brutale du troisième trimestre (tableau 3.1); cette progression est largement imputable aux lancements de papier commercial sur les marchés internationaux redevenus positifs en chiffres nets. Sur le marché intérieur américain, les émissions nettes ont été cette fois positives, alors que celles des résidents sur les marchés internationaux sont restées négatives. Cette atonie s'explique en partie par les déclassements de certains gros emprunteurs, qui se sont tournés vers l'obligataire, plus accueillant. Que ce soit sur le marché américain ou sur l'ensemble des marchés internationaux, la forte remontée, en termes nets, des montages de papier commercial par les institutions financières a compensé la tendance négative du côté des entreprises non financières.

Les émissions nettes restent négatives pour les instruments du marché monétaire ...

... mais celles des institutions internationales deviennent positives pour le papier commercial

### Économies émergentes: persistance de l'apathie

Les émissions nettes des économies émergentes sont devenues positives mais, avec juste \$4 milliards, elles ne représentent qu'une fraction de leurs moyennes trimestrielles de 1999-2000, malgré la contraction marquée des primes de risque, évoquée dans la Vue d'ensemble, sur leurs titres de dette. Une certaine reprise des émissions brutes a également été observée, avec une hausse de 43%, à \$21 milliards.

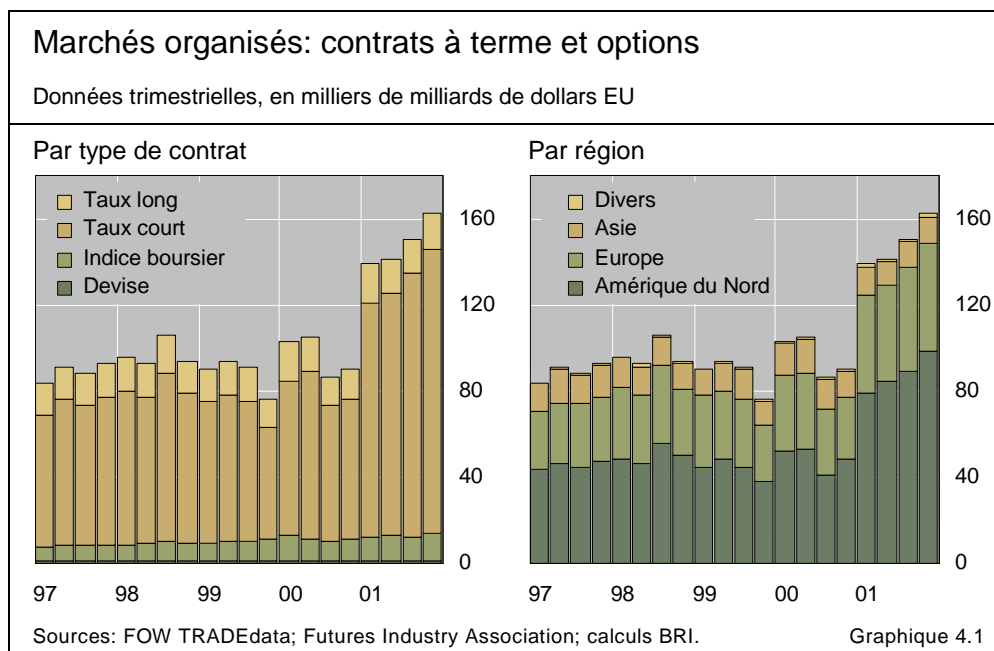
L'évolution des émissions nettes d'un trimestre sur l'autre a été due essentiellement au Mexique et à la Corée du Sud. En raison de la forte

diminution des remboursements de l'État mexicain, celles des résidents sont passées de -\$6,9 milliards à zéro. En Corée du Sud, les appels de fonds du secteur privé ont eu un effet stimulant, avec une progression de -\$1,3 milliard à \$1,6 milliard.

## 4. Marchés dérivés

Pour la quatrième fois de suite, le volume total des dérivés négociés sur les marchés organisés a dépassé son précédent record, la valeur notionnelle des contrats recensés par la BRI ayant augmenté de 8% au quatrième trimestre 2001, à \$163 000 milliards (graphique 4.1). L'incertitude persistante concernant l'ampleur de nouveaux assouplissements monétaires dans les grands pays industriels et l'inversion rapide, en milieu de trimestre, de la baisse des rendements des obligations d'État se sont accompagnées d'une intensification du négoce des contrats sur instrument à revenu fixe. Le dynamisme exceptionnel des contrats du marché monétaire ne s'est pas démenti depuis le début de l'année, dans un contexte de réduction des taux directeurs et de modification des pratiques de gestion des risques. Simultanément, le compartiment des indices boursiers a aussi progressé.

Sur l'ensemble de 2001, les transactions sur marchés organisés ont connu une expansion spectaculaire, avec une hausse de 54%, à



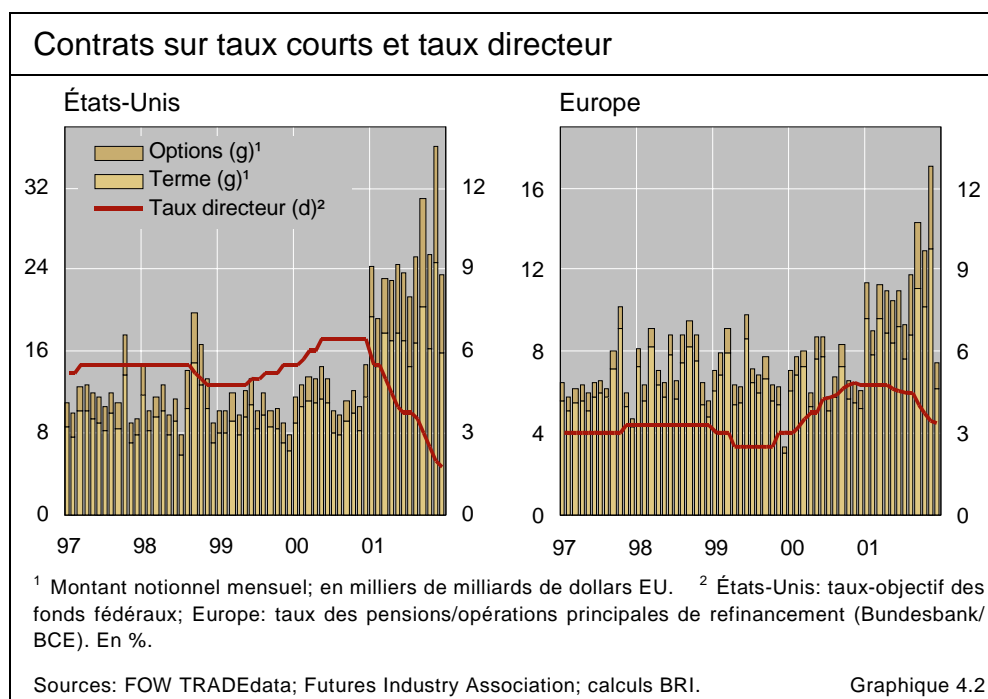
\$594 000 milliards, sous l'impulsion des contrats du marché monétaire (+71%)<sup>1</sup>.

### Contrats à terme du marché monétaire: le négoce stimulé par les anticipations de retournement des taux d'intérêt

Sur les marchés organisés, les produits de taux se sont renforcés à un rythme soutenu, leur encours augmentant de 8%, à \$149 200 milliards. À l'inverse du trimestre précédent, où les instruments de court terme avaient davantage progressé que ceux de long terme, aucune différence notable n'est apparue entre les deux compartiments.

L'activité sur contrats à terme du marché monétaire s'est accrue de 8%, à \$95 700 milliards (graphique 4.2). Les anticipations de nouvelles réductions des taux directeurs, au début du quatrième trimestre, se sont nettement modifiées en novembre sous l'effet de deux facteurs: la reprise soutenue des marchés mondiaux des actions et l'impression que l'économie américaine avait touché le fond. Les opérateurs ont alors pensé que la détente monétaire allait s'atténuer, voire faire place à un durcissement en 2002<sup>2</sup>. La montée des anticipations de retournement du cycle des taux, en présence de nouveaux abaissements des taux directeurs, semble avoir fortement contribué au montant record des opérations sur instruments du marché monétaire

Modification des anticipations en novembre



<sup>1</sup> L'encadré de la page 39 analyse les grandes tendances des marchés organisés en 2001.

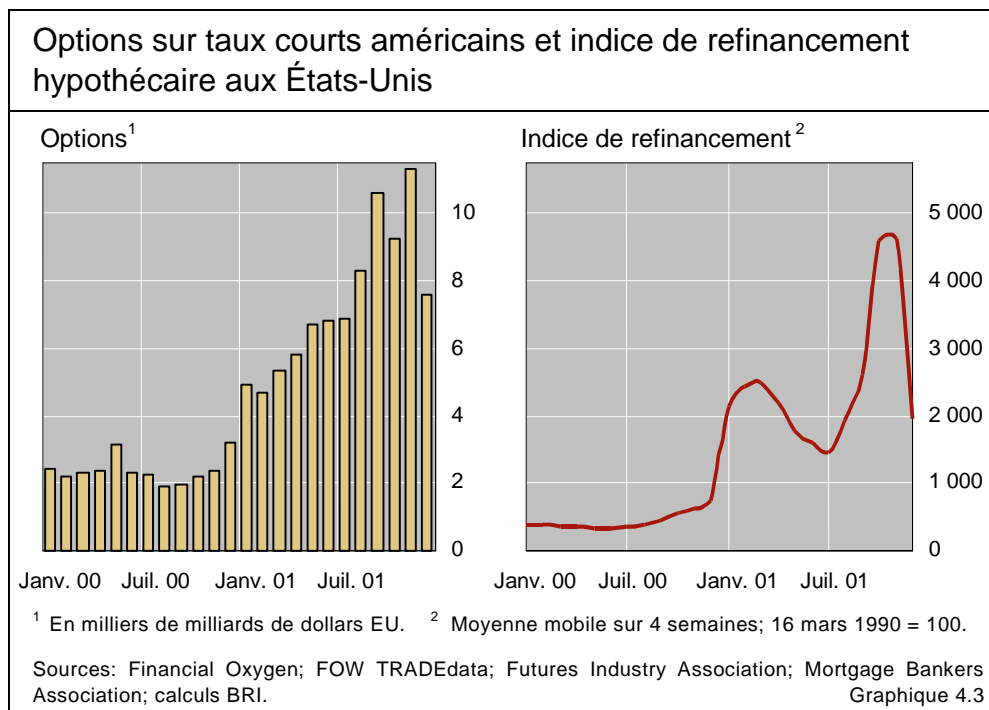
<sup>2</sup> Croyance reflétée par la structure de l'activité sur contrats eurodollar: les échéances les plus proches ont atteint des prix records, tandis que les plus lointaines perdaient du terrain, malgré les réductions des taux directeurs américains.

américain. En Europe, où l'assouplissement monétaire a été légèrement moins prononcé, l'incertitude des marchés financiers mondiaux paraît avoir également joué un rôle, puisque les transactions sur ce type d'instrument ont aussi atteint des niveaux sans précédents.

### Options sur instruments du marché monétaire: influence positive des fluctuations des refinancements hypothécaires américains

L'expansion des options sur instruments du marché monétaire, particulièrement rapide depuis le début de 2001, s'est quelque peu ralentie (+8%, à \$36 200 milliards). Une fois encore, l'évolution sur taux courts semble avoir été étroitement guidée par celle du marché hypothécaire américain (*Rapport trimestriel BRI*, décembre 2001). En effet, les options et contrats d'échange de taux sont très utilisés par les opérateurs du marché hypothécaire de gros pour se protéger contre le risque de remboursement anticipé et d'extension de la durée de leurs portefeuilles<sup>3</sup>. Or, comme le montre le graphique 4.3, les demandes de refinancements hypothécaires ont fortement diminué aux États-Unis, après leur niveau record de début novembre; par voie de conséquence, la durée des TAH s'est nettement allongée, entraînant un

Influence du marché hypothécaire américain sur celui des options sur taux courts

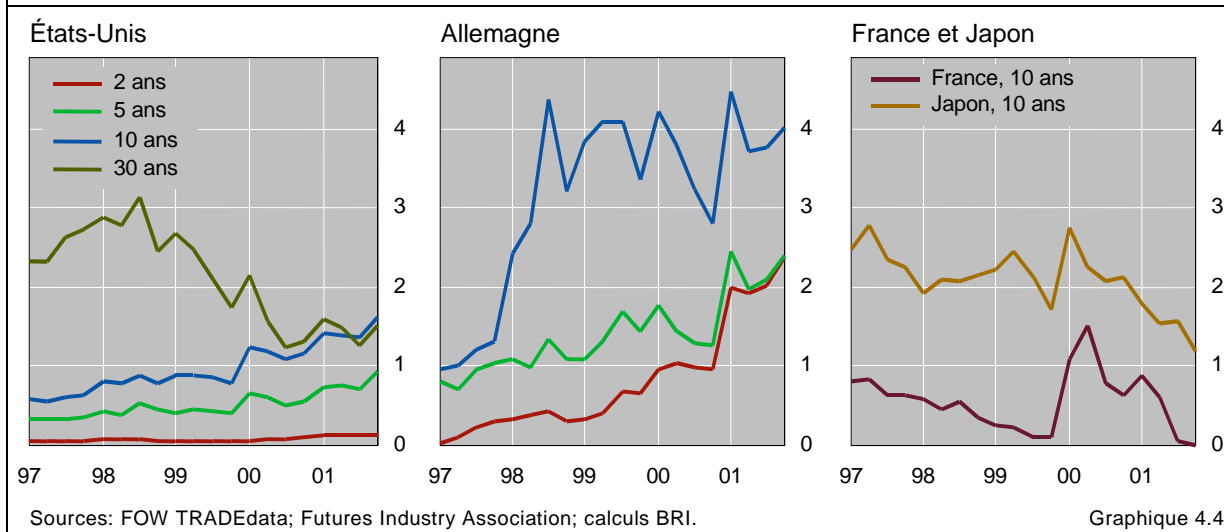


<sup>3</sup> Les investisseurs en titres adossés à des hypothèques (TAH) sont exposés à un risque important de remboursement anticipé (ou «risque de convexité»), puisque les débiteurs, dans le cadre des hypothèques sous-jacentes, peuvent rembourser par anticipation, par exemple pour se refinancer à des conditions plus favorables en cas de baisse des taux longs. Ces remboursements conduisent à leur tour les émetteurs de TAH à les amortir avant échéance à mesure que le lot d'hypothèques sous-jacentes diminue. Le phénomène inverse se produit en cas de hausse des taux longs, une contraction des remboursements anticipés entraînant une extension de la durée des portefeuilles.



## Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



renversement brutal des couvertures existantes et l'établissement de nouvelles contre le risque d'extension<sup>4</sup>.

### Contrats sur obligation d'État: retour à l'expansion

Après deux trimestres consécutifs de baisse, les contrats sur obligation d'État ont bénéficié d'un regain d'intérêt. Leur encours global a progressé de 11%, à \$17 700 milliards, dont \$15 200 milliards pour les contrats à terme (+9%) et \$2 500 milliards pour les options (+24%).

Cette reprise a été due à plusieurs facteurs généraux et spécifiques, qui ont porté la volatilité de marché à des niveaux très élevés. L'influence la plus courante paraît avoir été le retournement des marchés obligataires mondiaux en novembre. Les titres du Trésor américain, notamment, ont été affectés par les signes de stabilisation de l'économie des États-Unis et par le dénouement d'achats de valeurs refuges effectués après les attentats du 11 septembre. En outre, la crainte que ces événements n'alourdissent le nombre des défaillances d'entreprises américaines ainsi que la faillite d'Enron ont attisé la volatilité des obligations d'entreprises; les transferts de fonds qui en ont résulté vers le marché du Trésor ont probablement amplifié le phénomène. Ces divers éléments expliquent en grande partie l'augmentation de 26% de l'encours des contrats sur obligation d'État américaine.

Parmi les influences spécifiques, l'annonce par le Trésor américain, le 31 octobre, de l'interruption des ventes d'obligations 30 ans semble avoir surpris les participants, provoquant l'une des plus fortes hausses de tous les

Le retournement des marchés obligataires mondiaux entraîne une reprise des contrats à terme sur obligation

Annonce-surprise du Trésor américain

<sup>4</sup> Ces nouvelles couvertures avaient pour but de réduire la durée des portefeuilles de TAH. Certaines consistaient à payer des taux fixes dans le cadre de contrats d'échange de taux ou à acquérir des options de contrats d'échange permettant de payer des taux fixes.

temps sur le marché du Trésor<sup>5</sup>. Comme de nombreux opérateurs détenaient des positions misant sur une accentuation de la courbe des rendements<sup>6</sup>, cette annonce a entraîné une vague de couvertures de positions courtes qui ont joué un rôle majeur dans les plus-values considérables du compartiment long. Les transactions sur contrats à terme sur obligation du Trésor EU, qui n'avaient cessé de diminuer au cours des trois premiers trimestres, ont alors été relancées (+21%). Simultanément, le contrat 10 ans - aujourd'hui référence incontestée sur le marché américain - et le 5 ans ont aussi nettement progressé. En revanche, l'activité s'est un peu ralentie dans le compartiment à 2 ans (échéance capitale pour réagir aux initiatives de la Réserve fédérale): selon des sources de marché, la liquidité se serait reportée sur le comptant.

Renouveau des  
contrats à terme  
sur obligation  
du Trésor EU

En Europe, les signes de faiblesse de l'économie semblent avoir également stimulé les transactions sur obligations, les contrats sur titre d'État allemand progressant de 11%. Une fois encore, malgré une expansion notable (+7%) pour le contrat sur *Bund* 10 ans, les échéances 2 et 5 ans (*Euro Schatz* et *Euro Bobl*) ont été davantage recherchées, ce qui paraît traduire le rôle croissant des titres d'État allemands comme références européennes<sup>7</sup>.

La faiblesse  
de l'économie  
européenne stimule  
les contrats à terme  
sur obligation

Au Japon, en revanche, les contrats à terme sur obligation d'État ont poursuivi leur tendance baissière amorcée début 2000, avec une contraction de 25%. Le déclassement des titres d'État par une agence de notation, fin novembre, ainsi que l'atonie généralisée de l'économie nippone ont conduit les intervenants à céder des actifs japonais à long terme, dont des titres d'État. Il se peut que ces cessions aient réduit le besoin de contrats à terme à des fins de couverture.

Sur LIFFE, enfin, la progression des Swapnotes en euros s'est nettement ralentie par rapport au trimestre précédent (+2% au lieu de +27%). Même si leur négoce demeure faible (moins de 2% de la valeur des contrats à terme sur obligation d'État allemande), d'autres places pensent que ce type d'instrument est promis à un bel avenir, comme le montre le lancement par CBOT d'un contrat semblable, fin octobre (pages 40-43).

Progression ralentie  
du contrat  
Swapnote

---

<sup>5</sup> En février 2001, le Borrowing Advisory Committee du Trésor avait recommandé de mettre fin à ces ventes, mais la faiblesse de l'activité économique semble avoir conduit les intervenants à ignorer cet avis.

<sup>6</sup> Ces opérateurs détenaient des positions longues en titres courts (en prévision de réductions des taux) et des positions courtes sur des valeurs longues (en anticipation d'une augmentation de l'offre).

<sup>7</sup> L'Euronotionnel d'Euronext Paris (Matif) s'est tari et son contrat sur obligation 5 ans, lancé en mai 2001, a été abandonné car il ne répondait pas aux attentes.

## Contrats sur indice boursier: progression en présence d'une baisse de la volatilité des marchés des actions

Bien que la volatilité ait diminué sur les marchés mondiaux des actions après avoir culminé en octobre, les contrats sur indice boursier ont progressé de 10%, à \$12 800 milliards. Les places d'Amérique du Nord et d'Asie ont respectivement accru leur activité de 7% et 40%, tandis que celles d'Europe ont perdu 5%. La forte hausse enregistrée en Asie a résulté essentiellement du développement rapide de la négociation sur options en Corée, qui explique

### Essor des marchés organisés en 2001

Sur l'ensemble de 2001, la valeur totale des transactions sur produits financiers recensés par la BRI a augmenté de 55% (à \$594 000 milliards), ce qui représente de loin la plus forte progression annuelle depuis 1993 (date à laquelle la BRI a lancé des statistiques en valeur pour les contrats financiers). Ce dynamisme reflète la tension qui a régné sur les marchés pendant une grande partie de l'année. La vigoureuse détente monétaire aux États-Unis destinée à lutter contre le ralentissement économique et les perturbations causées par les attentats du 11 septembre ont fait de 2001 l'une des années les plus volatiles depuis la décennie 50.

L'expansion la plus rapide a été celle des contrats de taux (+60%, à \$543 000 milliards), instruments du marché monétaire en tête (+71%, à \$475 000 milliards). Dans ce dernier compartiment, l'activité a été stimulée par l'assouplissement monétaire et les modifications radicales dans les pratiques de gestion des risques (éditions précédentes du *Rapport trimestriel BRI*). À titre de comparaison, les produits sur obligation d'État ont augmenté à un rythme plus modéré (+11%, à \$68 000 milliards).

Le secteur des indices boursiers a connu une progression du même ordre (+13%, à \$48 000 milliards)<sup>①</sup>. Son expansion régulière, ces dernières années, s'explique par le lancement, sur des marchés bien établis, de nouveaux instruments sur indices sectoriels ou destinés à une clientèle de détail ainsi que par le développement rapide de places plus récentes en Asie. Le compartiment des devises, pour sa part, n'a que modestement augmenté (+8%, à \$2 800 milliards). La gestion du risque de change restant associée au gré à gré, les contrats sur devises ne représentent qu'une faible part de l'activité des marchés organisés.

En termes de répartition de l'activité entre places, la principale évolution a été l'envol du Chicago Mercantile Exchange (CME)<sup>②</sup>, qui, avec 412 millions de contrats (+78%), a supplanté le Chicago Board Options Exchange (CBOE) au deuxième rang mondial<sup>③</sup>. CME a largement bénéficié de la popularité de son contrat-vedette eurodollar, qui a ravi la première position au *Bund* allemand. CBOE, en revanche, a vu son activité fléchir de 6%. Malgré une progression du compartiment des indices boursiers, ses contrats sur actions individuelles ont régressé. CBOE a été confronté à une vive concurrence de la part des autres centres des États-Unis, surtout le nouveau International Stock Exchange (premier marché américain totalement informatisé pour le négoce des options sur actions). Eurex, pour sa part, est resté numéro un mondial, avec 665 millions de contrats échangés (+49%). Même s'il a profité du succès confirmé de ses instruments sur obligation d'État, son expansion a été principalement due au secteur des actions.

<sup>①</sup> Il convient de noter que les données concernant les contrats sur indice boursier risquent de sous-estimer l'expansion globale du compartiment lié aux actions, car les statistiques BRI en dollars n'appréhendent pas toute l'activité du marché (les options sur action individuelle, par exemple, ne sont pas prises en compte). <sup>②</sup> Une comparaison entre marchés organisés n'est pas simple, car l'activité peut se mesurer en nombre de contrats négociés ou en dollars. La plupart des places utilisent la première méthode qui, malgré son imprécision, permet le plus aisément d'obtenir les niveaux d'activité relatifs et de comparer entre marchés des contrats pour lesquels il est difficile d'obtenir une estimation en valeur (principalement options sur action individuelle et contrats sur marchandises). <sup>③</sup> Sur la base du nombre de contrats négociés, Korea Stock Exchange (KSE) arriverait en tête. Toutefois, comme ceux-ci sont d'un montant nettement inférieur à ceux des grandes places mondiales, KSE n'a pas été retenu dans le classement.

également que le volume des produits sur actions asiatiques dépasse celui des transactions européennes depuis le troisième trimestre 2001.

### Effet limité de l'affaire Enron sur les marchés organisés

La multiplication de nouvelles de plus en plus mauvaises sur la situation financière du courtier américain en énergie Enron, en novembre 2001, puis sa faillite déclarée, en décembre, auraient conduit des opérateurs à délaisser la plateforme de négociation de ce groupe pour se tourner notamment vers d'autres lieux de négoce de gré à gré de l'énergie et des marchés réglementés. Toutefois, la hausse de 10% des transactions liées à l'énergie sur les marchés organisés ne présente rien d'excessif par référence au passé. En l'absence de données comparables sur le gré à gré, il n'est pas possible de déterminer si celui-ci a traité une plus grande part d'activité que ces marchés.

Abandon de la plateforme de négociation d'Enron

### Lancement par CBOT d'un contrat à terme sur contrat d'échange de taux

Le 26 octobre 2001, le Chicago Board of Trade (CBOT) a lancé un contrat à terme sur contrat d'échange de taux<sup>8</sup>. Cet instrument, négocié aussi bien à la criée que sur la plateforme électronique de CBOT, repose sur le taux de référence de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) pour les contrats d'échange dollar EU 10 ans (tableau 4.1). Il constitue un nouveau produit de couverture des positions sur taux indexées sur le Libor long terme.

Plusieurs opérateurs ont récemment remarqué que le rôle croissant des contrats d'échange de taux sur les marchés financiers américains pourrait constituer un terrain favorable pour des instruments sur taux de contrats d'échange<sup>9</sup>. La crise mondiale qui a suivi la défaillance de la Russie, en août 1998, a mis en lumière les risques inhérents à l'utilisation d'obligations d'État et de dérivés connexes négociés sur marchés organisés pour couvrir des positions sur titres non gouvernementaux, conduisant des intervenants à rechercher d'autres protections, comme les contrats d'échange de taux. Une réduction de la liquidité de la dette publique américaine, après des remboursements nets par le Trésor EU entre 1998 et 2001, a renforcé ce report sur les contrats d'échange. Un retour à un solde négatif des finances publiques est prévu pour 2002, mais la part des valeurs du Trésor dans les instruments à revenu fixe devrait encore diminuer, étant donné que les emprunteurs autres que l'État ne cessent d'accroître leurs émissions. Autrement dit, les opérateurs financiers continueront de rechercher des

Les contrats à terme pourraient bénéficier de l'importance croissante des contrats d'échange ...

---

<sup>8</sup> Les informations fournies dans cette partie proviennent du site CBOT ([www.cbota.com](http://www.cbota.com)).

<sup>9</sup> Les avantages potentiels du nouvel instrument CBOT sont analysés en détail dans trois publications: Gerald Lucas et Joseph Schatz: «CBOT 10-year swap futures», *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch, 24 octobre 2001; Laurie Goodman: «The new swap futures contract», *Mortgage Strategist*, UBS Warburg, 23 octobre 2001; David A. Boberski: «Swap futures launch at CBOT», *Bond Market Roundup*, Salomon Smith Barney, 5 octobre 2001.

instruments de négoce et de tarification plus étroitement liés à des produits sur «écarts de taux».

... et de certaines de leurs limites

Les marchés organisés essaient de tirer parti de certaines limites des places décentralisées et personnalisées, auxquelles se heurtent encore les contrats d'échange de gré à gré. Sur ces places, en effet, les opérateurs entretiennent généralement de nombreuses relations bilatérales de contrepartie, puisque toute nouvelle transaction entraîne la conclusion d'un nouveau contrat avec un courtier. En outre, tout transfert de contrat entre contreparties («assignment») nécessite un travail additionnel et une procédure administrative<sup>10</sup>. Enfin, pour dénouer une position existante, il convient de fixer le prix d'un nouveau contrat d'échange à un tarif hors marché, ce qui peut amener les intermédiaires à exiger une marge cours acheteur/vendeur légèrement plus élevée.

Avantages d'une négociation centralisée

Une négociation active par l'intermédiaire d'un marché centralisé comporterait plusieurs avantages. Premièrement, toute liquidation anticipée serait administrativement plus facile à réaliser, puisqu'elle consisterait en une simple compensation des transactions sur la place concernée (les contrats étant identiques). Deuxièmement, la standardisation des contrats sur marchés organisés permettrait aux courtiers de conduire leurs opérations plus rapidement et à moindre coût. Troisièmement, les préoccupations croissantes au sujet du risque de contrepartie pourraient pousser certains opérateurs à préférer une chambre de compensation notée triple A à une banque de qualité inférieure. Quatrièmement, l'accès au marché d'intervenants exclus en raison d'une qualité de crédit insuffisante s'en trouverait amélioré. En effet, ceux qui ne sont pas notés ou sont moins bien classés doivent souvent verser aux courtiers sur contrats d'échange une légère prime (sous forme d'un écart cours acheteur/vendeur plus élevé) selon leur qualité de crédit. Sur une place organisée, où le risque de contrepartie est réduit au minimum grâce à de sévères appels de marge, ils éviteraient cette prime et effectueraient donc leurs transactions à un taux unique (celui de l'ISDA, qui est une moyenne de ce qui est pratiqué dans les opérations entre courtiers). Si l'entrée en scène de contreparties plus modestes risque d'avoir des répercussions sur les marges bénéficiaires des intervenants déjà établis sur le gré à gré, elle pourrait aussi accroître la profondeur et la liquidité du marché des contrats d'échange en général.

Le contrat CBOT présente des qualités propres ...

Outre les avantages liés à la négociation sur une place organisée centralisée, le contrat CBOT sur contrat d'échange présente des qualités propres. Premièrement, il devrait constituer une protection efficace des engagements envers des emprunteurs autres que l'État (titres d'agences fédérales, d'entreprises et TAH) en réduisant au minimum le risque de

---

<sup>10</sup> Ainsi, même si un contrat d'échange peut être transféré à toute contrepartie acceptable par les deux parties initiales, celles-ci doivent auparavant s'accorder sur un tiers, ce qui est relativement contraignant.

## Contrat à terme CBOT 10 ans sur contrat d'échange de taux: principales caractéristiques

### *Unité de négociation*

Valeur notionnelle du volet taux fixe d'un contrat d'échange de taux 10 ans ayant un principal notionnel de \$100 000 et permettant d'échanger des paiements d'intérêts semestriels au taux fixe de 6% par an contre des paiements variables liés au Libor 3 mois.

### *Mode de cotation*

Cotation en points (\$1 000) et en trente-deuxièmes de point (1/32 ou \$31,25), sur la base d'un principal notionnel de \$100 000.

### *Échéances du contrat*

Les trois échéances consécutives les plus proches du cycle mars-juin-septembre-décembre.

### *Livraison*

Par règlement en espèces. La valeur de règlement définitif est donnée par l'équation suivante:  $\$100\,000 * [ 6/r + ( 1 - 6/r ) * ( 1 + 0,01 * r/2 ) - 20 ]$ , où  $r$  est le taux de référence ISDA (exprimé en pourcentage) pour un contrat d'échange de taux dollar EU 10 ans le dernier jour boursier. Ainsi, si le taux ISDA est 5¼%,  $r$  est égal à 5,25. Le cours d'échéance du contrat est sa valeur de règlement définitif, arrondie au quart le plus proche de 1/32 de point.

### *Règlement*

Le cours notionnel de l'unité de négociation le dernier jour boursier est fondé sur le taux de référence ISDA pour un contrat d'échange de taux dollar EU 10 ans le dernier jour boursier, tel qu'il est publié le jour ouvrable suivant par le Federal Reserve Board dans sa mise à jour quotidienne de la série statistique H.15.

Tableau 4.1

base<sup>11</sup>. Deuxièmement, il devrait permettre de structurer les arbitrages entre contrats d'échange et autres contrats CBOT d'échéances semblables; il est très proche, en effet, du contrat à terme classique sur titre d'État ou d'agence puisqu'il est assorti du même montant notionnel et du même coupon. Troisièmement, il devrait également compléter la panoplie des instruments existants, comme le contrat à terme eurodollar CME, dont il partage certaines caractéristiques (dates d'échéance et règlement au comptant). Ce dernier type de produit peut être utilisé pour reproduire le volet fixe ou variable des contrats d'échange, mais seulement jusqu'à cinq ans, sa liquidité diminuant ensuite fortement. Le nouveau contrat CBOT devrait contribuer à combler un manque au niveau de la liquidité de marché, ce qui aurait des répercussions bénéfiques sur le marché des contrats d'échange en général<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Le contrat ne sera pas affecté par les distorsions spécifiques au marché du Trésor EU, telles que déséquilibres offre-demande et taux «spéciaux» sur le marché des pensions.

<sup>12</sup> L'une de ses caractéristiques les plus attrayantes est qu'il présente la même convexité que les obligations au comptant et les contrats d'échange de taux. Il diffère en cela d'un contrat à terme eurodollar, dont la structure tarifaire impose une duration linéaire (le cours étant égal à 100 – taux).

... mais son succès dépendra en grande partie de sa liquidité

Bien sûr, le succès de ce nouveau contrat sera en grande partie fonction de sa liquidité. Depuis quelques années, CBOT essaie de se diversifier en lançant des produits du Trésor EU pour plusieurs instruments prometteurs, comme les contrats à terme sur titres d'agences et sur hypothèques. Toutefois, leur utilité à des fins de couverture et de négoce reste limitée en raison de leur faible liquidité.

## Mondialisation de l'activité bancaire<sup>1</sup>

Ces deux dernières décennies, l'activité bancaire internationale s'est mondialisée. Certaines banques, au lieu d'accepter des dépôts dans un pays pour prêter dans un autre, ont adopté une stratégie consistant à collecter des fonds et octroyer des crédits (à la consommation, au logement et aux entreprises) à l'intérieur de divers marchés nationaux, grâce à une implantation locale. D'autres ont axé leur développement sur les marchés financiers, cherchant également à financer localement leurs portefeuilles de titres locaux. Qu'ils optent pour un modèle mondial de banque de détail ou d'activités de gros, les établissements de crédit s'efforcent de plus en plus de répondre aux besoins de leur clientèle par le biais d'une présence et d'un financement locaux. L'ambition *mondiale* (ou multinationale) ainsi définie est différente du concept de banque *internationale*, reposant sur la réception de dépôts dans un pays pour financer des prêts dans un autre.

La première section ci-après décrit cette mondialisation, sous l'angle de l'évolution historique, des pays déclarants et des divers marchés. La deuxième analyse les raisons de ce mouvement. La troisième met en évidence la modification des risques qui en résulte. La dernière section soulève quelques questions concernant l'avenir. L'encadré ci-après explique comment faire la distinction, sur la base des informations disponibles, entre l'activité bancaire mondiale et internationale.

### Passage de la dimension internationale au modèle mondial

Bien que les séries chronologiques les plus complètes illustrant cette mondialisation à travers une implantation locale concernent les banques établies aux États-Unis, l'étude montre que cette stratégie globale n'est en aucun cas leur exclusivité: en réalité, les établissements britanniques, canadiens, espagnols, irlandais et suisses sont même plus avancés dans ce processus. Les informations par marché bancaire local dressent un tableau

Le processus de mondialisation est inégal ...

---

<sup>1</sup> Judith S. Ruud fait partie de l'Office du budget du Congrès des États-Unis. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ou de l'Office du budget du Congrès des États-Unis.



## Distinction entre l'activité bancaire mondiale et internationale

La principale différence entre ces deux types d'activité bancaire tient à la façon de financer les actifs étrangers - créances sur des emprunteurs domiciliés hors du pays du siège. Une banque internationale utilise les fonds provenant de son marché interne et une banque mondiale des fonds collectés sur le marché étranger lui-même. Autrement dit, la première est centrée sur des activités transfrontières, tandis que la seconde finance les emplois locaux par des ressources locales.

Cette distinction est illustrée par le cas d'une banque établie aux États-Unis et dont les actifs étrangers sont constitués de prêts à des emprunteurs au Japon. Le tableau ci-dessous indique cinq modalités de financement différentes. Dans les exemples 1 et 2, les fonds sont obtenus aux États-Unis (dépôts de résidents américains) puis prêtés au Japon. La plupart des opérations bancaires internationales sont des variations sur ce thème (par le biais souvent d'une place intermédiaire tel un centre bancaire aux Caraïbes). Dans l'exemple 3, les fonds sont déposés auprès d'une banque américaine par un résident japonais; ce type d'aller et retour s'apparente également à l'activité internationale. Le caractère mondial est concrétisé par l'exemple 4, où les fonds sont reçus au Japon par la filiale nipponne puis prêtés par cette filiale. L'exemple 5 représente un autre aspect de l'activité mondiale: les fonds sont directement versés par le résident des États-Unis à la filiale nipponne; c'est d'abord le déposant qui supporte le risque de transfert et non la banque.

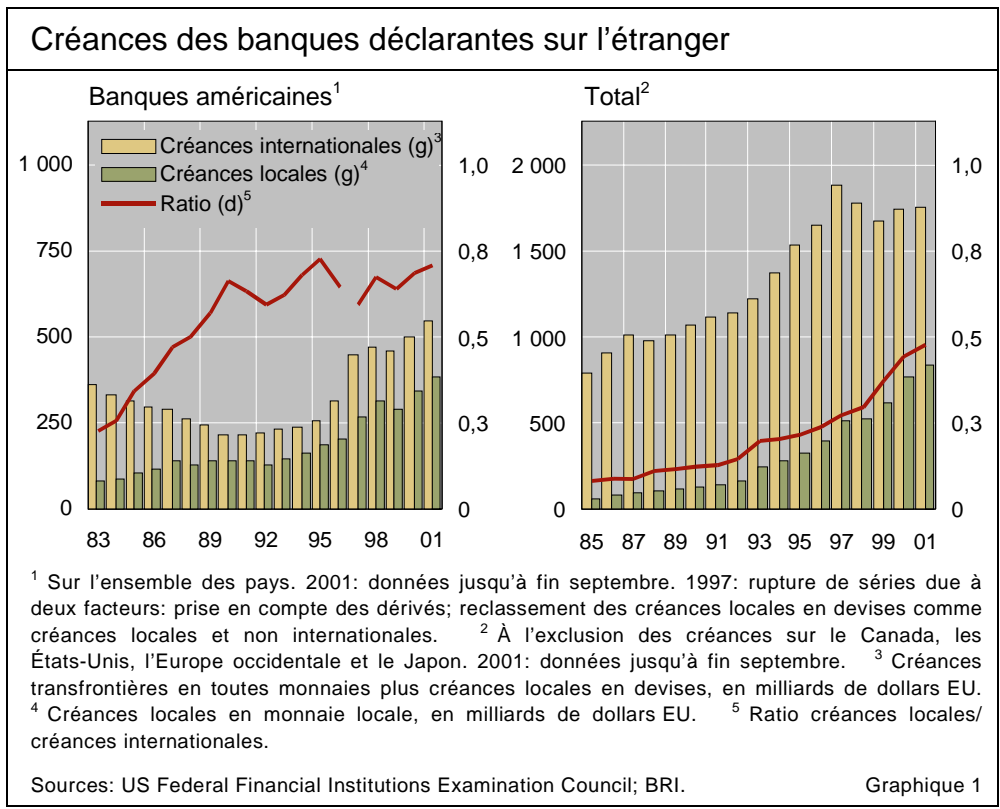
Peu d'établissements sont purement internationaux ou mondiaux. La plupart des banques mondiales, en particulier, réalisent un grand volume d'opérations transfrontières en plus de leurs activités exclusivement locales. Pour mesurer l'importance relative de ces deux types d'activité, le mieux est de rapporter les actifs étrangers financés localement au total des actifs étrangers (transfrontières plus locaux). Le ratio sera égal à un/zéro pour une banque purement mondiale/internationale, la majorité des établissements se situant entre les deux extrêmes.

Les statistiques bancaires consolidées BRI permettent d'obtenir une valeur approchée de ce ratio. L'idéal est d'évaluer les créances financées localement sur la base soit de l'actif, soit du passif des filiales étrangères, mais il convient de retenir le chiffre le plus faible, car certains prêts peuvent être financés par le siège, comme dans l'exemple 2, et certaines ressources locales être acheminées à l'étranger. Si les banques participant aux statistiques bancaires consolidées indiquent séparément leurs positions locales en monnaie locale, elles ne précisent pas le détail de leurs positions locales par devise. Il n'est donc pas possible de mesurer avec exactitude l'évolution de l'activité bancaire. Dans les pays dotés d'un système financier dollarisé, les statistiques consolidées ont tendance à surestimer l'importance du domaine mondial, par manque d'informations sur les positions locales en devises.

## Mécanismes de financement des actifs des banques à l'étranger

Financements des prêts d'un établissement américain à une clientèle japonaise

Type d'activité bancaire	Résidents américains	Élément transfrontière	Résidents japonais
1. Internationale	Épargnant → Dépôt → Siège	Prêt →	→ Emprunteur
2. Internationale	Épargnant → Dépôt → Siège	Dépôt →	Établissement à l'étranger → Prêt → Emprunteur
3. Internationale	Siège	← Dépôt Prêt →	← Épargnant → Emprunteur
4. Mondiale			Établissement à l'étranger ← Dépôt Prêt → Épargnant Emprunteur
5. Mondiale	Épargnant →	Dépôt →	Établissement à l'étranger → Prêt → Emprunteur



très inégal, l'Europe représentant une exception importante et les marchés d'Asie étant plus mondialisés qu'il n'y paraît en général.

*De la banque internationale à la banque mondiale: une évolution sur vingt ans*

Bien qu'elle se soit faite à des rythmes différents, la tendance générale à la mondialisation était déjà évidente dès le milieu des années 80. Les activités transfrontières, notamment les prêts aux pays en développement financés par des dépôts en eurodevises, avaient accéléré l'augmentation des actifs étrangers des banques durant les années 60 et 70. En revanche, au cours des deux décennies suivantes, les services financés localement ont connu une expansion plus rapide.

... mais évident

Les données sur les banques sises aux États-Unis illustrent l'expansion des activités financées localement<sup>2</sup>. Pendant que les créances transfrontières des banques américaines ont progressé de 55%, à \$548 milliards, entre 1982 et 2001, leurs créances locales ont augmenté de près de 400%, à \$385 milliards (graphique 1, cadre de gauche), atteignant un ratio de 0,7. Si le graphique montre que les créances transfrontières se sont accrues bien plus vite que les créances locales en 1997, cela reflète une rupture de série liée à la prise en compte des positions sur dérivés<sup>3</sup>. Depuis, le ratio s'est renforcé,

<sup>2</sup> Voir Palmer (2000). Cette section s'inspire de Ruud (2002).

<sup>3</sup> À partir de la fin des années 80, la stratégie des banques américaines a délaissé la croissance du bilan, privilégiant le négoce des produits dérivés. Celui-ci peut se mesurer en termes de valeur notionnelle ou de valeur de remplacement positive. Dans l'exemple d'un client concluant avec une banque un contrat d'échange de taux longs, en vertu duquel il

les créances locales, mesurées de façon plus large, continuant à se développer plus rapidement que les créances internationales.

### *Mondialisation sous l'angle de la nationalité des banques*

La croissance des activités financées localement ne s'est, en aucun cas, limitée aux banques des États-Unis. D'autres ont développé leur présence à l'étranger aussi rapidement, sinon plus, mais la tendance est moins documentée. Ce n'est qu'en 1999 que les statistiques bancaires consolidées BRI ont été étendues aux créances sur tous les pays; auparavant, elles ne retraçaient que les créances sur les pays hors zone déclarante, principalement économies en développement (graphique 1, cadre de droite).

Les nouvelles séries montrent que le système bancaire américain n'est pas particulièrement mondialisé: d'autres le sont plus, en effet (graphique 2). Selon les statistiques bancaires consolidées récentes, le ratio des créances locales en monnaie locale des banques canadiennes par rapport aux créances internationales est de 1,2. Dans une large mesure toutefois, ce chiffre témoigne de l'importance des ressources de leurs filiales et succursales aux États-Unis, si bien que les banques canadiennes ont une vocation à la fois régionale et mondiale. La dimension mondiale des banques espagnoles est également prééminente, puisqu'elles financent une grande part de leurs créances étrangères localement, notamment en Amérique latine. Pour les banques britanniques, suisses et irlandaises, les créances locales sont quasiment équivalentes aux créances internationales. Les banques britanniques sont bien implantées dans l'hémisphère occidental, mais aussi dans l'Est asiatique<sup>4</sup>.

Les banques  
canadiennes et  
espagnoles sont les  
plus mondialisées

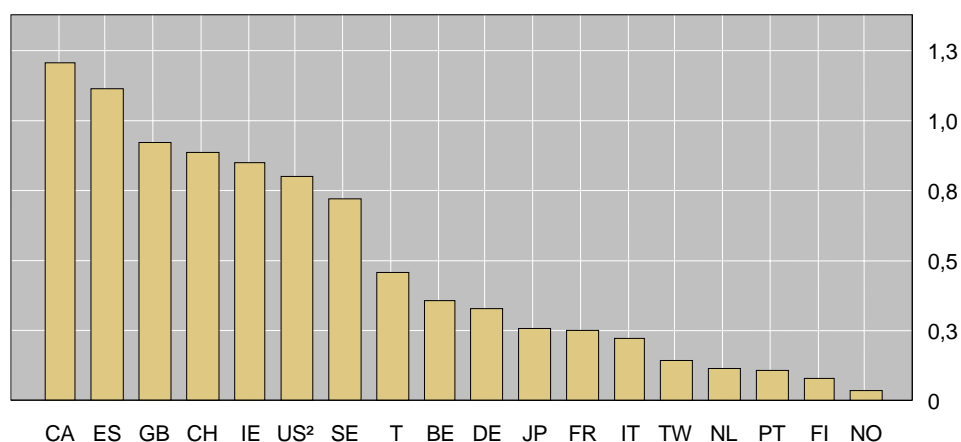
---

paierait un taux fixe et recevrait un taux variable sur le même montant «notionnel», ce contrat aurait une valeur de remplacement positive (créance de la banque sur le client) en cas de baisse ultérieure des taux longs; autrement dit, la banque devrait payer un nouveau client, en cas de défaillance du premier, pour qu'il accepte les conditions du contrat. À compter de 1997, les valeurs de remplacement ont été ajoutées aux créances transfrontières et locales dans les déclarations aux autorités américaines. Par conséquent, le recul du ratio, dans le cadre de gauche du graphique 1, qui tient compte des produits dérivés, donne à penser que, jusqu'en 1997, les activités sur dérivés entraînaient une exposition transfrontière plus élevée que les créances de bilan. Outre la rupture, la série comporte un changement conceptuel. Avant 1997, les données américaines distinguaient créances transfrontières, créances en devises et en monnaie locale financées à l'étranger, d'une part, et créances en monnaie nationale financées localement, d'autre part. Par la suite, les créances en devises financées localement n'ont plus été intégrées aux créances transfrontières mais aux créances locales financées localement, ce nouvel agrégat étant dénommé créances locales et comprenant la valeur de remplacement positive des dérivés, lesquels ne sont pas déclarés séparément. Ce changement de méthodologie traduisait la présence accrue des banques américaines dans des systèmes bancaires hautement dollarisés et le sentiment que le risque lié aux créances en dollars comptabilisées et financées localement n'était pas le même que pour les créances transfrontières.

<sup>4</sup> Cette comparaison sous-estime l'ampleur de la mondialisation pour les banques non américaines. Alors que, depuis 1997, les États-Unis regroupent toutes les créances locales financées localement (en monnaie locale et en devises), les autres pays déclarent les créances locales en devises avec les créances internationales.

## Créances locales des banques déclarantes BRI, par pays d'origine des banques

À fin septembre 2001; ratio<sup>1</sup>



CA = Canada; ES = Espagne; GB = Royaume-Uni; CH = Suisse; IE = Irlande; US = États-Unis; SE = Suède; T = total pays déclarants; BE = Belgique; DE = Allemagne; JP = Japon; FR = France; IT = Italie; TW = Taiwan, Chine; NL = Pays-Bas; PT = Portugal; FI = Finlande; NO = Norvège.

<sup>1</sup> Ratio créances locales/créances transfrontières en toutes monnaies plus créances locales en devises. Hors créances sur dérivés. <sup>2</sup> Ratio créances locales/créances transfrontières.

Source: BRI.

Graphique 2

### Activité bancaire mondiale et internationale par marché

Sous l'angle des marchés sur lesquels les banques se sont implantées, le rapport entre activité bancaire internationale et mondiale varie selon les régions. Les créances locales des banques déclarantes sur l'Amérique latine ont connu une progression marquée à la fin des années 90 et sont maintenant au niveau des créances internationales (graphique 3, cadre de gauche; tableau 1). Dans la région Asie-Pacifique, elles rattrapent rapidement le niveau des créances internationales et, en Amérique du Nord, l'écart n'est pas très important. Les créances locales représentent la moitié des créances internationales sur le groupe de pays Europe orientale, Moyen-Orient et Afrique mais progressent rapidement. Seules les créances des banques déclarantes sur l'Europe occidentale continuent d'être majoritairement internationales.

Sur le marché d'Europe occidentale, les créances internationales restent prépondérantes

### Part de marché des banques étrangères

Le tableau change quelque peu sous l'angle du rôle des banques déclarantes BRI dans l'intermédiation sur les divers marchés. La mesure traditionnelle de la part de marché des banques étrangères (prêteuses) prend uniquement en compte leurs créances locales, en proportion du total du crédit bancaire intérieur. Sur cette base, les banques étrangères occupent sur le marché latino-américain une place plus de deux fois supérieure à leur présence sur tout autre marché (graphique 3, cadre central). Les créances locales des banques étrangères représentent près de la moitié du crédit bancaire intérieur

La part des banques étrangères en Amérique latine est deux fois plus élevée que sur les autres marchés ...

## Créances des banques déclarantes BRI

À fin septembre 2001

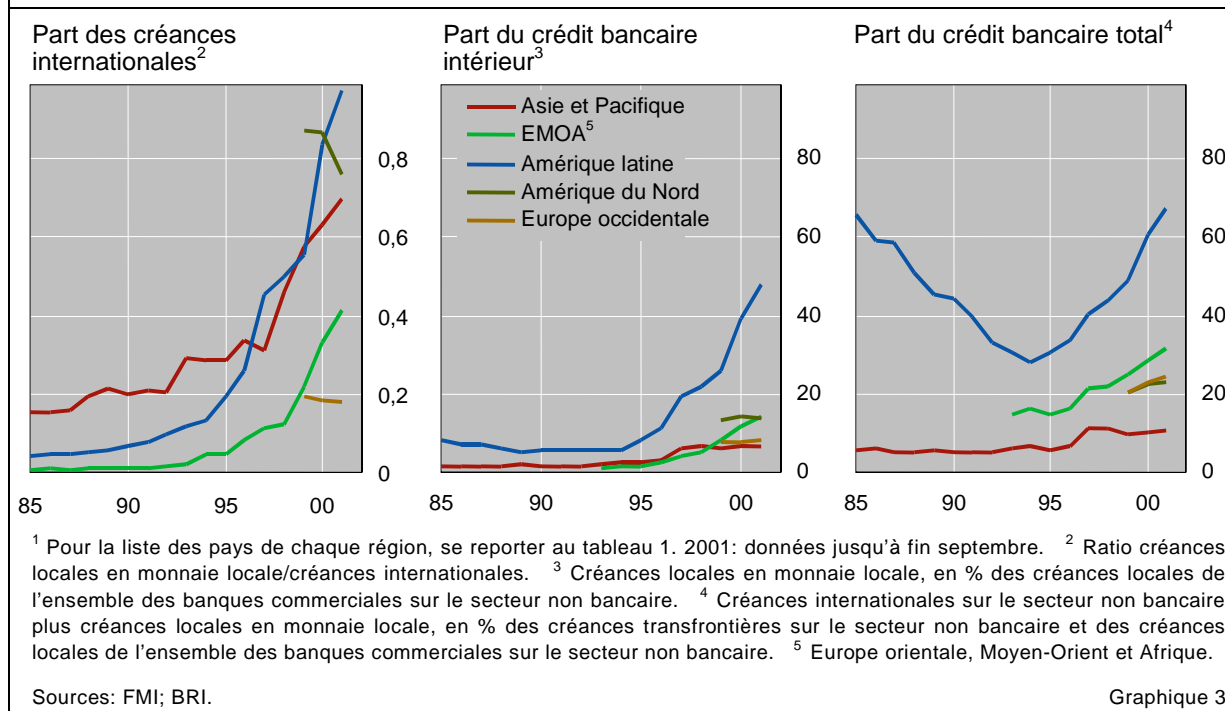
	Créances internationales <sup>1</sup>		Créances locales en monnaie locale	Créances locales/internationales <sup>2</sup>	Créances locales/crédit bancaire intérieur <sup>3</sup>	Crédit bancaire étranger/total <sup>4</sup>
	Total	Sur le secteur non bancaire				
	en milliards de dollars EU			ratio	en %	
Total <sup>5</sup>	7 801	3 900	3 034	0,39	10	21
Asie et Pacifique	904	395	631	0,70	7	11
Australie	85	38	67	0,79	19	28
Chine	54	27	5	0,90	0	2
Corée	54	23	20	0,36	5	10
Hong-Kong RASS	106	64	169	1,59	71	88
Inde	19	16	16	0,85	7	14
Indonésie	36	32	4	0,10	5	39
Japon	365	104	224	0,61	4	6
Malaysia	20	17	28	1,39	27	41
Nouvelle-Zélande <sup>6</sup>	14	8	18	1,27	29	38
Philippines	16	12	5	0,34	13	35
Singapour	94	27	42	0,44	53	77
Taiwan, Chine	15	10	16	1,06	4	6
Thaïlande	24	18	17	0,72	15	29
EMOA <sup>7</sup>	196	131	81	0,41	14	31
Afrique du Sud	19	10	5	0,29	10	24
Hongrie	18	12	9	0,50	40	71
Pologne	25	20	34	1,33	52	72
République tchèque	8	6	20	2,38	68	77
Russie	39	20	1	0,30	2	27
Turquie	38	28	1	0,20	1	26
Amérique latine <sup>8</sup>	270	223	263	0,97	48	67
Argentine	61	53	21	0,34	26	67
Brésil	72	53	66	0,91	30	45
Chili	20	19	22	1,08	48	66
Mexique	74	63	134	1,82	99	105
Venezuela	12	11	9	0,72	50	69
Amérique du Nord	1 578	1 068	1 197	0,76	14	23
Canada	158	66	63	0,40	12	22
États-Unis	1 420	1 001	1 134	0,80	14	23
Europe occidentale <sup>9</sup>	4 854	2 083	862	0,18	8	25
Zone euro	3 016	1 415	467	0,15	6	22
Allemagne	715	286	87	0,12	3	13
France	491	208	88	0,18	6	19
Italie	441	273	53	0,12	5	24
Pays-Bas	341	194	63	0,18	11	34
Royaume-Uni	1 235	490	366	0,30	18	38
Suisse	342	65	11	0,30	3	15

<sup>1</sup> Créances transfrontières en toutes monnaies des banques déclarantes plus créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger (source: BRI, statistiques bancaires consolidées). <sup>2</sup> Ratio créances locales en monnaie locale/créances internationales des banques déclarantes. <sup>3</sup> Créances locales en monnaie locale des banques déclarantes, en % du total des créances locales des banques commerciales sur le secteur non bancaire. <sup>4</sup> Créances internationales sur le secteur non bancaire plus créances locales en monnaie locale des banques déclarantes, en % des créances transfrontières sur le secteur non bancaire des banques déclarantes plus créances locales des banques commerciales sur le secteur non bancaire. <sup>5</sup> Régions énumérées dans le tableau. <sup>6</sup> Hors créances des banques australiennes, qui ne participent pas au système de déclaration territorial, mais possèdent plusieurs des plus grands établissements opérant en Nouvelle-Zélande. <sup>7</sup> Europe orientale, Moyen-Orient et Afrique = pays énumérés, plus Algérie, Bulgarie, Chypre, Égypte, Israël, Maroc, République slovaque, Roumanie et Tunisie. <sup>8</sup> Pays énumérés, plus Colombie, Équateur, Pérou et Uruguay. <sup>9</sup> Zone euro et pays énumérés, plus Danemark, Islande, Norvège et Suède.

Sources: FMI; BRI.

Tableau 1

## Créances locales des banques déclarantes, par lieu de résidence de l'emprunteur<sup>1</sup>



en Amérique latine, contre environ 15% en Amérique du Nord et dans l'ensemble Europe orientale, Moyen-Orient et Afrique. La région Asie-Pacifique et l'Europe occidentale sont à la traîne, avec moins de 10%.

Une mesure plus large, tenant également compte des prêts transfrontières, inclut notamment les créances internationales sur le secteur non bancaire au numérateur et au dénominateur du ratio. Sans surprise, la part des banques étrangères, ainsi calculée, est nettement plus élevée, surtout en Europe occidentale, où les créances transfrontières sont importantes par rapport au crédit bancaire intérieur (graphique 3, cadre de droite).

Conjuguer ces diverses perspectives fait ressortir d'intéressants contrastes entre les marchés d'Amérique latine et d'Asie-Pacifique. Premièrement, les banques déclarantes ont des positions bien plus étoffées en Asie-Pacifique qu'en Amérique latine (quelque \$1 500 milliards, contre \$500 milliards; tableau 1). Deuxièmement, comme mentionné précédemment, le rapport entre créances internationales et créances locales n'est pas fondamentalement différent d'une région à l'autre (graphique 3, cadre de gauche) et apparaîtrait encore plus proche en tenant compte des investissements d'un consortium étranger dans l'ex-Long-Term Credit Bank of Japan et dans Korea First Bank ainsi que des participations minoritaires des banques étrangères dans d'autres établissements coréens. Enfin, cette constatation vaut en dépit du fait que les banques déclarantes BRI jouent un rôle beaucoup plus important sur les marchés bancaires latino-américains que dans la région Asie-Pacifique (graphique 3, cadre de droite). Cela donne à penser que l'expansion des banques étrangères en Asie dépend de la croissance économique et passe par des gains de parts de marché, alors que,

... mais leur exposition est plus importante en Asie

en Amérique latine, elle est certes subordonnée à la croissance économique mais aussi au développement des systèmes financiers dans la région.

## Causes de cette évolution

La mondialisation de l'activité bancaire reflète une réorientation des stratégies des banques et leur réaction face à de nouvelles contraintes. Une question mérite d'être posée: pourquoi la pratique internationale semble-t-elle avoir si peu cédé de son importance sur le marché européen?

### *Stratégies bancaires*

Ces deux dernières décennies, de nombreuses banques ont adopté de nouvelles stratégies commerciales, qui se sont traduites par une hausse équilibrée des actifs et passifs locaux. Tandis que les départements internationaux des grandes banques étaient occupés, jusque vers la fin des années 80, à renégocier les prêts antérieurs à 1982, les établissements qui s'étaient forgé une renommée en développant leurs services aux particuliers ou leurs opérations sur titres ont accédé à des positions de premier plan. Mettre l'accent sur les services aux particuliers signifie convertir les déposants en porteurs de cartes bancaires et emprunteurs hypothécaires, et inversement: cela tend naturellement à entraîner une croissance parallèle des actifs et passifs sur les marchés étrangers. De même, le développement des transactions sur titres dans un pays, par exemple obligations d'État financées par des opérations de pension, conduit à un équilibre actifs/passifs.

De façon similaire, en passant de la détention à l'émission et au placement de créances internationales, les banques ont eu tendance à réduire leur activité transfrontière. Les renégociations des années 80 se sont soldées par la création d'une nouvelle catégorie d'actifs pour les investisseurs institutionnels: d'abord les obligations Brady, puis l'ensemble des obligations d'État et d'entreprises des marchés émergents. Si les banques internationales jouent à la fois un rôle de détenteur et d'émetteur pour ces titres, leur cession aux investisseurs institutionnels a remplacé, dans une certaine mesure, les prêts bancaires transfrontières.

Les leçons spécifiques tirées de la crise de l'endettement des années 80 ont également incité les banques à préférer la dimension mondiale à la pratique internationale, notamment sur les marchés comportant les plus grands risques. Au début des années 80, les crises de change ont amené les États à imposer des moratoires sur le paiement des prêts transfrontières (voir ci-après); les actifs financés localement, n'entraînant pas de sorties de devises, n'étaient pas nécessairement soumis au gel des paiements, même s'ils étaient alors exposés à des risques de crédit.

Les banques ont poursuivi leurs changements de stratégies en s'implantant sur de nouveaux marchés, au moyen d'une expansion organique de leurs activités ou de fusions et acquisitions transfrontières. Elles participaient ainsi au mouvement général de concentration: les fusions et acquisitions atteignaient le niveau record de 8% du PIB mondial à la fin des

La mondialisation s'explique par la modification des stratégies commerciales ...

années 90 (voir CNUCED (2001)). Les banques ont, en partie, choisi de suivre l'exemple de leurs clients afin d'étoffer leurs bilans pour répondre à leurs besoins exceptionnels, mais leur expansion répondait également à la conviction que seuls des acteurs mondiaux de taille relativement importante domineraient chaque secteur.

### *Modification des contraintes*

Autant que les stratégies, les circonstances ont présidé à la mondialisation de l'activité bancaire. La libéralisation du secteur financier compte parmi les facteurs déterminants du rythme de développement local des banques étrangères. Au cours des deux dernières décennies, de nombreux pays sont passés d'un régime financier relativement fermé et réglementé à un système plus ouvert. Cette évolution s'est généralement effectuée à travers un assouplissement des restrictions sur les participations étrangères dans les banques locales. Au Canada, par exemple, les restrictions sur les succursales de groupes étrangers et la part de marché des filiales étrangères avaient dissuadé les banques étrangères de servir leurs clients en s'implantant dans le pays.

Parfois, la libéralisation a été précipitée par des crises financières<sup>5</sup>. Lorsqu'elles avaient des ambitions mondiales, les banques estimaient intéressant de racheter des établissements de crédit locaux mis en vente après des nationalisations résultant de pertes sur prêts. En outre, la fragilité des banques locales en difficulté offre un avantage concurrentiel aux groupes multinationaux désireux de développer leurs activités. Dans les pays où le système financier est majoritairement étatisé, la libéralisation et les crises se sont souvent accompagnées de privatisations, auxquelles les banques étrangères ont pu participer.

... et par des changements sur les marchés bancaires locaux

Un autre facteur favorable à l'implantation locale des banques est la diminution du rôle des réserves obligatoires non rémunérées comme instrument de régulation monétaire. Par exemple, un établissement étranger prêtant à une entreprise américaine pouvait éviter d'être assujéti aux réserves obligatoires imposées par la Réserve fédérale en se procurant des ressources à l'étranger. Cette dernière a, en 1990, ramené les réserves obligatoires à 0%, supprimant ainsi, pour une bonne part, l'incitation à financer les créances à l'étranger<sup>6</sup>.

### *L'exception européenne*

L'Europe, qui a connu bon nombre des changements décrits ci-dessus, accuse cependant un retard: la part financée localement des activités bancaires avec l'étranger y est inférieure. Pourquoi l'Europe fait-elle exception?

---

<sup>5</sup> Voir Hawkins et Mihaljek (2001).

<sup>6</sup> Pour certaines banques étrangères, les garanties de la Federal Deposit Insurance Corporation ont continué à favoriser le financement extérieur des créances. Voir McCauley et Seth (1992).



Cette situation peut s'expliquer par le fait que l'Europe héberge plusieurs grandes places financières. Londres est la plus importante, mais de nombreuses sociétés de services d'investissement sont également établies à Amsterdam, Dublin, Luxembourg et Zurich. Les activités de ces établissements ont tendance à dynamiser l'intermédiation transfrontière. Pourtant, même abstraction faite des activités transfrontières dans ces centres, l'Europe reste atypique.

Un deuxième facteur pouvant expliquer la place des activités transfrontières est l'intégration du marché monétaire interbancaire en Europe, déjà bien avancée avant même le lancement de l'euro et du système de règlement TARGET (pour l'ensemble de la zone euro). Or, après déduction des transactions interbancaires, les créances transfrontières sont encore bien plus importantes en Europe.

L'euro a renforcé l'activité bancaire internationale en Europe

Le troisième facteur tient à l'influence simultanée d'une concurrence sévère sur le marché des emprunts des grandes entreprises européennes et du gonflement des portefeuilles de titres pour lesquels les obligés sont des non-résidents, dans un contexte caractérisé par une présence limitée des établissements européens collecteurs de dépôts sur les marchés de leurs voisins. Les fusions intervenues en prévision et en conséquence de l'avènement de l'euro se sont généralement produites, jusqu'à maintenant, à l'intérieur des frontières. Si le lancement de l'euro a eu une incidence, il semble avoir surtout renforcé les activités bancaires internationales en Europe en permettant de financer les crédits aux entreprises et aux ménages des autres pays européens avec des euros obtenus sur le marché national.

## Risques résultant de la mondialisation

Substitution du risque-pays au risque de transfert

Pour l'essentiel, la mondialisation des prêts substitue le risque-pays, plus large, au risque de transfert. *Stricto sensu*, le risque de transfert représente le risque qu'un emprunteur, à même de faire face à ses engagements en monnaie locale (le jugement sur le crédit était valide), ne soit pas autorisé à obtenir des devises pour effectuer le paiement. Le risque-pays est un concept plus vaste, couvrant le risque d'une modification du contexte juridique, de la fiscalité ou des circonstances économiques à l'intérieur d'un pays. Effectuer localement la collecte des dépôts et l'octroi des prêts peut éviter le risque de transfert mais n'échappe pas à d'autres aspects du risque-pays.

Cette distinction a été illustrée par une affaire célèbre portée devant les tribunaux à la suite du moratoire de 1983 sur le paiement de la dette philippine<sup>7</sup>. La filiale à Singapour d'une banque américaine avait effectué un dépôt en dollars auprès de la succursale à Manille d'une autre banque

---

<sup>7</sup> 936 F.2d 723; 1991 US App. La Cour Suprême avait prononcé un jugement en faveur du demandeur, le contrat de dépôt n'excluant pas expressément le remboursement à New York. La législation américaine a ensuite été modifiée (Titre 12, *United States Code*, section 633 (1994)) pour inverser cette décision: en cas de moratoire, le remboursement s'effectuera aux États-Unis uniquement si le contrat comporte une clause prévoyant un remboursement dans de telles circonstances.

américaine. Après le moratoire sur le remboursement de tels dépôts imposé par le gouvernement philippin, la filiale dépositrice a poursuivi sa contrepartie, demandant devant une juridiction américaine le remboursement aux États-Unis. *In fine*, il a été clarifié que, dans un tel cas, le déposant supportait le risque de transfert, les autres aspects du risque-pays étant à la charge de la banque prenant les fonds en dépôt et les prêtant localement.

Les événements récents en Argentine ont mis en lumière les risques supportés par une banque finançant localement des prêts en dollars, notamment s'ils sont souvent accordés à des débiteurs sans recettes dans cette devise. La mondialisation diminue certains risques inhérents aux activités bancaires internationales, mais elle en crée d'autres.

## Interrogations sur l'avenir

À ce stade, le processus de mondialisation soulève trois questions. La première concerne la persistance de la prédominance atypique des pratiques internationales en Europe. La deuxième porte sur la poursuite de la globalisation dans l'Est asiatique, compte tenu surtout des soldes des paiements courants dans cette région et de l'adhésion de la Chine à l'OMC. La troisième tient aux réactions des banques aux événements récents en Argentine.

En Europe, la concurrence entre banques est entrée dans une phase nouvelle avec le passage à l'euro. La concentration à l'intérieur des pays avait un double objectif: économies d'échelle et fusions banque/assurance<sup>8</sup>. Ce schéma n'a guère modifié le modèle européen de pratiques internationales, et l'avènement de l'euro a facilité la concurrence intra-européenne sur le marché des prêts financés par des dépôts dans le pays du siège. Certains analystes prévoient une seconde étape, marquée par des fusions transfrontières (voir White (1998)). Le marché bancaire européen va-t-il à son tour rejoindre le mouvement général de mondialisation?

La mondialisation de l'activité bancaire va-t-elle s'accélérer en Europe?

Dans l'Est asiatique, le récent mouvement de mondialisation reflète, dans une certaine mesure, la fragilité de nombreux systèmes bancaires après la crise asiatique de 1997. Ce facteur a également joué en Amérique latine, mais les excédents courants observés dans l'Est asiatique au lendemain de la crise révèlent une différence importante. Globalement, cette région n'accumule pas de dettes internationales nettes et, pour cette raison, sera moins incitée à permettre une extension du rôle des établissements étrangers dans son système bancaire. Avec son adhésion à l'OMC, la Chine s'est engagée à ouvrir son marché bancaire, y compris pour les activités en monnaie locale, et les banques étrangères sont nombreuses à vouloir développer rapidement leur part de marché. L'Est asiatique va-t-il continuer à s'ouvrir aux banques étrangères après avoir surmonté les dommages subis durant la crise?

L'Asie va-t-elle poursuivre son ouverture aux banques étrangères?

---

<sup>8</sup> Voir Borio et Tsatsaronis (1999).

Quelles seront les répercussions de la crise argentine?

Enfin, les stratégies des banques peuvent évoluer à la lumière des événements en Argentine. Si un traitement différent était réservé aux actifs et passifs en dollars dans ce pays, les banques pourraient être amenées à réévaluer les risques liés aux activités en devises financées localement. Si elles appliquaient une prime de risque plus importante à ces activités, elles pourraient veiller à faire mieux correspondre la devise de libellé de la dette à la monnaie locale dans laquelle l'emprunteur perçoit les flux de trésorerie. Le système bancaire international pourrait s'en trouver renforcé. La stratégie de mondialisation des banques va-t-elle favoriser les activités bancaires en monnaie locale à l'avenir?

## Références

Borio, Claudio et Kostas Tsatsaronis (1999): «Restructuration bancaire dans le monde», *Rapport trimestriel BRI*, août, pp. 35-47.

CNUCED (2001): *Rapport sur l'investissement dans le monde*, Genève.

Hawkins, John et Dubravko Mihaljek (2001): «The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability - an overview», *The banking industry in the emerging market economies, BIS Papers*, n° 4, août.

McCauley, Robert N. et Rama Seth (1992): «Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 17, printemps.

Palmer, David (2000): «US bank exposure to emerging-market countries during recent financial crises», *Federal Reserve Bulletin*, février, pp. 81-96.

Ruud, Judith S. (2002): «US banks' exposure to losses in foreign countries», *Congressional Budget Office Paper*, à paraître.

White, William R. (1998): «The coming transformation of continental banking?», *BIS Working Papers*, n° 54, juin.

## Prêts bancaires internationaux aux économies émergentes: l'évolution irrégulière des années 90<sup>1</sup>

Dans les années 90, l'activité des marchés financiers mondiaux s'est notamment distinguée par l'essor remarquable des prêts bancaires internationaux aux pays en développement, puis par leur brusque contraction après la crise financière asiatique du deuxième semestre 1997. L'ampleur des flux de capitaux et leur inversion ont inspiré une multitude de travaux depuis le début du mouvement, mais relativement peu d'auteurs ont examiné les déterminants du crédit bancaire international, une des composantes majeures de ces flux<sup>2</sup>. La présente étude analyse de manière approfondie les éléments qui ont influencé l'évolution des créances des banques déclarantes sur les principales économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie. Elle se fonde sur l'hypothèse que les flux de prêts sont généralement induits par les données économiques fondamentales, mais que, parfois, d'autres facteurs peuvent aussi intervenir. Les résultats préliminaires confirment la validité de la méthodologie réputée distinguant influences externes (effets d'incitation) et internes (effets d'attraction). Un examen plus poussé laisse penser que le régime de change a pu jouer un rôle.

### Toute hausse peut s'inverser

Les prêts bancaires internationaux aux pays en développement ont fortement progressé entre fin 1990 et fin 1997, en particulier pour l'Asie, mais aussi pour l'Amérique latine et l'Europe orientale (graphique 1). Les concours à l'Afrique et au Moyen-Orient (absents du graphique) ont, en revanche, pratiquement stagné<sup>3</sup>.

Forte progression  
du crédit  
bancaire ...

---

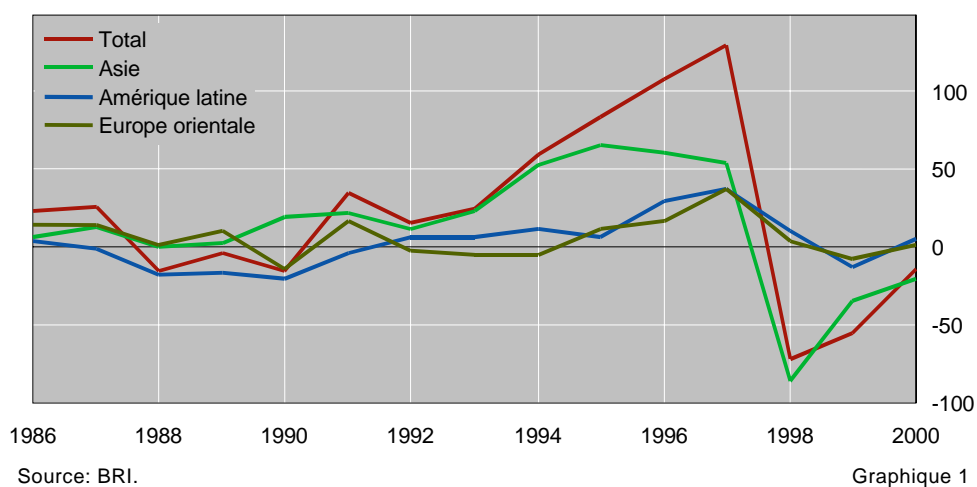
<sup>1</sup> Les auteurs remercient Florence Béranger et Philippe Hainaut pour leur aide dans la collecte et la préparation des données. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

<sup>2</sup> Deux exceptions notables: Buch (2000) et Goldberg (2001).

<sup>3</sup> Le thème général de la mondialisation de l'activité bancaire est traité dans l'étude précédente.

## Prêts bancaires aux économies émergentes

Variation d'encours, en milliards de dollars EU



... surtout à court terme

L'augmentation des prêts a principalement porté sur le court terme (graphique 2), ce qui a été imputé à plusieurs éléments: essor des crédits commerciaux; libéralisation des secteurs financiers; ouverture de places franches; avantage du compartiment court pour la surveillance et la gestion des expositions internationales; possibilités d'«arbitrage» créées localement par la conjugaison de taux d'intérêt nominaux élevés et de cours de change (pratiquement) fixes<sup>4</sup>. La nature du dispositif de réglementation a également été citée comme facteur favorable<sup>5</sup>.

Prédominance des crédits courts pour l'Asie

C'est pour l'Asie que la part des prêts à court terme a été la plus importante, en raison de l'expansion rapide des systèmes bancaires locaux et extraterritoriaux ainsi que, peut-être, de l'«arbitrage» sur taux d'intérêt pratiqué par les banques internationales. En Amérique latine, elle a aussi augmenté, mais à partir d'un niveau initial moins élevé: la proportion de prêts à long terme y était supérieure du fait des concours au secteur public et des accords de rééchelonnement de dette.

Expansion notable de l'activité des prêteurs européens ...

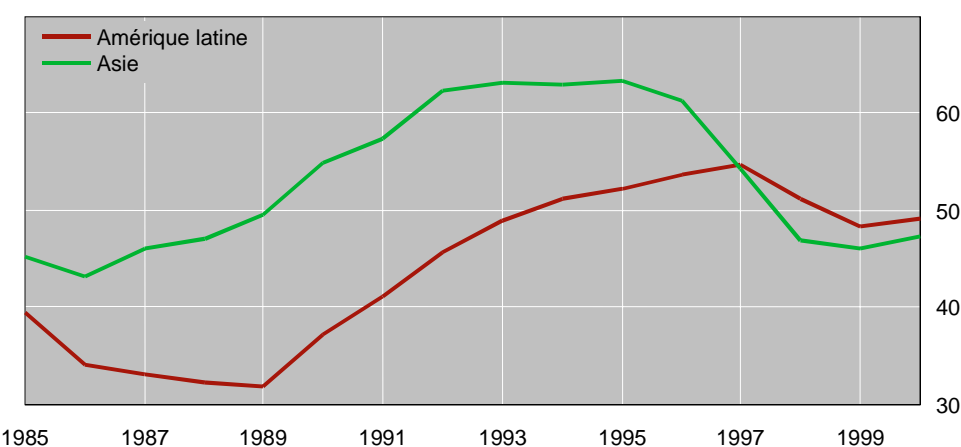
Il convient également de noter la vive progression des prêts des banques européennes (graphique 3), attribuée, en particulier pour l'Amérique latine et l'Asie, à leur désir d'élargir leurs marchés hors de leurs zones d'influence habituelles (Afrique, Europe orientale et Moyen-Orient), à la faible rentabilité de leurs activités bancaires traditionnelles dans une conjoncture morose et au

<sup>4</sup> Bien que désignées sous le terme d'«arbitrage», les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt sont, par définition, dénuées de risque. Pour un examen approfondi de cette question, voir Moreno *et al.* (1998).

<sup>5</sup> L'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 aurait encouragé les prêts à court terme aux pays en développement, puisque, pour le calcul de l'adéquation des fonds propres, les créances bancaires internationales jusqu'à un an sur les pays hors OCDE sont assorties d'une pondération de risque égale à 20%, tandis que celle des prêts à moyen terme est de 100%. Un groupe de travail du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999) n'a pas trouvé d'éléments confirmant cette hypothèse.

## Prêts bancaires aux économies émergentes: répartition par échéance

Prêts à court terme<sup>1</sup>, en % du total



<sup>1</sup> Échéance résiduelle inférieure ou égale à 1 an.

Source: BRI.

Graphique 2

fait que les entreprises de la région ont intensifié leurs investissements directs étrangers et leurs échanges extérieurs<sup>6</sup>. Fin 1997, ces banques affichaient les plus fortes expositions envers les marchés émergents et la plus large diversification géographique.

Par comparaison, les banques nord-américaines n'ont guère prêté davantage, leur prudence découlant sans doute de la détérioration radicale de leurs bilans par leurs créances douteuses sur l'Amérique latine, au début des années 80. Après avoir renforcé leurs crédits à cette région entre 1992 et 1994, elles les ont à nouveau réduits lorsque la crise mexicaine de fin 1994 a entraîné des cessions massives de titres du Trésor mexicain à court terme et à haut rendement («effet tequila»). Par la suite, les banques des États-Unis ont accordé peu de fonds à l'Amérique latine, privilégiant des régions jusque-là négligées (Afrique, Asie, Europe orientale et Moyen-Orient).

Les banques japonaises ont eu un comportement tout à fait différent. Leur part des créances mondiales, initialement élevée et en hausse au début des années 90, n'a cessé de diminuer par la suite. Des pertes croissantes sur prêts internes conjuguées à l'exigence d'un renforcement de leurs ratios de fonds propres les avaient rendues plus réticentes à l'égard des crédits internationaux. Après un retour en 1994-95 (essentiellement au profit de l'Asie), elles se sont à nouveau détournées de cette activité lors de l'apparition d'une prime significative sur leurs ressources - liée aux préoccupations grandissantes sur la solidité du système financier nippon. Octroyant près de

... plus modeste pour les banques nord-américaines ...

... mais repli pour les prêteurs japonais

<sup>6</sup> S'agissant des banques allemandes, leur faible rentabilité pourrait également s'expliquer par l'âpre concurrence des établissements du secteur public qui, soutenus par l'État, ont bénéficié d'une bonne notation et accédé ainsi à des financements plus avantageux.

80% de leurs prêts transfrontières aux résidents d'Asie, elles sont plus exposées que tout autre groupe national à l'égard de cette région.

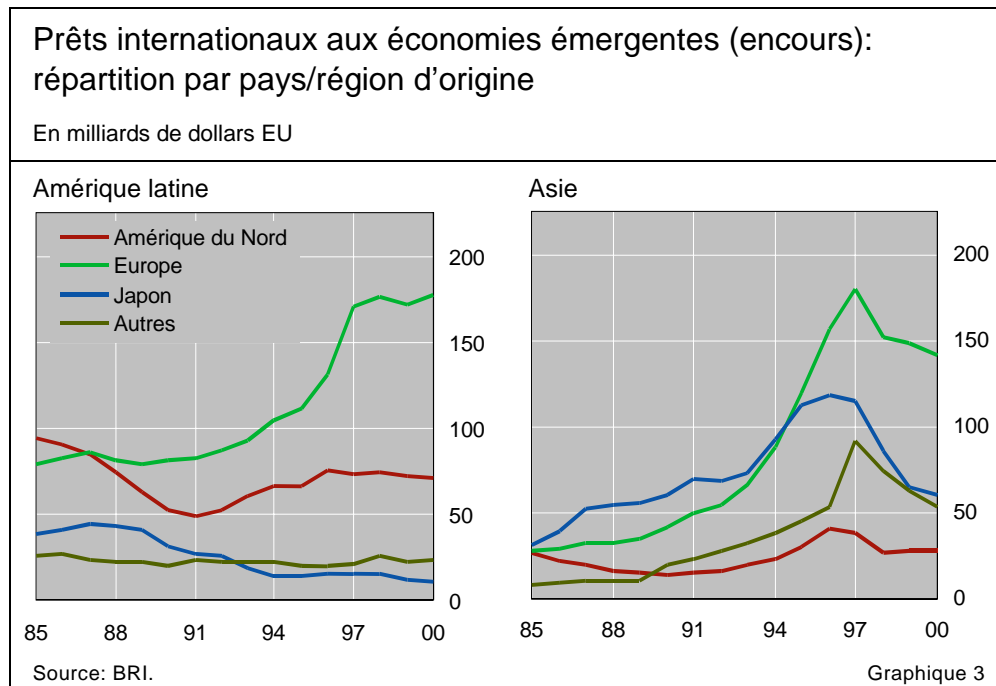
Réduction  
des prêts à l'Asie  
d'abord, fin 1997 ...

La crise asiatique de juillet 1997 a entraîné une dégradation des conditions internationales. Malgré le niveau record des encours de crédits aux économies émergentes en fin d'année, le repli avait déjà commencé. Dès le deuxième semestre, les banques se sont empressées de réduire leurs créances sur l'Asie (essentiellement par le refus de renouveler les prêts à court terme), continuant néanmoins de renforcer leur exposition à l'égard de l'Amérique latine et de l'Europe orientale au premier semestre 1998. À partir du second, en revanche, elles se sont désengagées de toutes les régions (Afrique et Moyen-Orient exceptés) après le moratoire russe. Ce retrait résultait à la fois d'une réticence accrue des prêteurs et d'une diminution de la demande, en particulier en Asie, où la présence d'excédents courants, le désendettement des entreprises et les investissements sous forme de participations atténuaient les besoins de financements extérieurs. Globalement, le crédit bancaire international s'est sensiblement contracté à partir de fin 1997; l'Asie en a le plus souffert, mais les prêts aux autres régions ont stagné. Cette activité n'a pas redémarré depuis.

... puis  
désengagement  
plus général

Les crises récentes  
soulignent la  
volatilité du  
crédit bancaire

Les crises financières récentes ont ébranlé les opinions acquises sur la stabilité relative de divers flux de capitaux. Longtemps, les prêts bancaires ont été réputés plus stables que les financements par émission de titres, puisqu'ils s'y substituent en période de crise (Banque mondiale (2000, 2001)): les banques prêteuses, ne pouvant aisément revendre ces créances sur le marché secondaire (Sarno et Taylor (1999)), accordent davantage d'importance aux données économiques fondamentales. Pourtant, la part croissante des prêts



Flux de capitaux privés nets vers les économies émergentes											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>dont:</i>											
Investissement direct	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
Investissement de portefeuille	-0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Autres <sup>1</sup>	24,6	40,1	8,5	-6,1	-43,7	74,2	25,6	-65,6	-85,6	-91,9	-122,8

<sup>1</sup> Y compris prêts bancaires.

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau 1

bancaires à court terme dans la première moitié des années 90 a sérieusement mis en doute cette stabilité présumée, car elle a permis aux banques de réduire rapidement leur exposition (tableau 1). Ces fermetures de lignes de crédit ont contribué à accentuer la volatilité des marchés durant la crise asiatique, créant de graves difficultés pour les pays de la région.

## Cadre d'analyse

L'ampleur des flux de capitaux vers les économies émergentes depuis le début des années 90 et l'importance de leur repli après 1997 ont suscité de nombreuses analyses sur les déterminants de ces flux. Les deux tendances ont été attribuées aux interactions entre divers facteurs: a) modification de la conjoncture mondiale; b) évolution des données fondamentales dans les pays destinataires; c) comportement grégaire des prêteurs; d) place croissante des opérations de titrisation et des investisseurs institutionnels; e) libéralisation des mouvements de capitaux et du secteur financier dans les économies émergentes; f) sous-évaluation du risque, liée aux garanties officielles implicites ou explicites<sup>7</sup>.

Les études théoriques ont envisagé une large gamme de déterminants possibles. Pour leur part, les travaux empiriques ont le plus souvent adopté un cadre d'analyse distinguant influences externes (facteurs d'incitation) et internes/régionales (facteurs d'attraction) (Calvo *et al.* (1993), Chuhan *et al.* (1998), Fernandez-Arias (1996), Montiel et Reinhart (1999)).

Les facteurs externes échappent au contrôle du pays emprunteur. Ils recouvrent des éléments structurels et conjoncturels incitant les prêteurs et investisseurs des principaux marchés financiers à pratiquer une diversification internationale de leurs portefeuilles. Ils agissent surtout en atténuant temporairement l'attrait des actifs des pays industriels (baisse de la rentabilité du capital ou dégradation de l'économie). L'aléa moral intervient également, puisque les garanties implicites ou explicites fournies par l'État dans le pays

Abondance des travaux sur les déterminants des flux de capitaux ...

... distinguant facteurs externes et internes

Les facteurs externes sont indépendants des pays emprunteurs

<sup>7</sup> La présente étude s'intéresse principalement aux deux premiers éléments.



Les facteurs internes relèvent des politiques et résultats

prêteur ou par une institution financière internationale peuvent conduire à sous-évaluer le risque associé aux emprunteurs des économies émergentes<sup>8</sup>.

Les facteurs internes, généralement liés aux politiques et résultats économiques dans les pays en développement, agissent en laissant anticiper une amélioration durable de la relation risque-rendement (augmentation du rendement ou diminution du risque) pour les projets d'investissement. Ils correspondent, par exemple, à une orientation globale plus favorable de l'action macroéconomique (stabilisation de l'inflation conjuguée à un ajustement budgétaire, mesures stimulant à court terme la rentabilité escomptée des actifs financiers, réformes institutionnelles destinées à accroître l'ouverture des marchés des capitaux, etc.).

Si, en majorité, les analyses de la première moitié des années 90 concluent à l'influence déterminante des taux d'intérêt et de la conjoncture aux États-Unis, les études ultérieures ne parviennent généralement pas à confirmer cette relation (par exemple, Banque mondiale (1997)).

Les études soulignent la complémentarité de ces facteurs

Les travaux récents soulignent plutôt la complémentarité des facteurs d'incitation et d'attraction, les premiers conditionnant le déclenchement et l'ampleur des flux et les seconds leur direction (Montiel et Reinhart (1999), Dasgupta et Ratha (2000)). Certains chercheurs comme Eichengreen et Mody (1998) ont cependant émis des réserves, observant qu'une étude des déterminants devait envisager l'incidence des facteurs externes sous l'angle de la tarification et des volumes.

Quelques études ont utilisé d'autres méthodologies, notamment le modèle gravitationnel (Gosh et Wolf (2000), Portes *et al.* (2001)) postulant généralement que les flux financiers, tout comme les courants d'échanges, sont fortement conditionnés par la distance et l'importance économique relative, paramètres représentatifs respectivement des asymétries d'information et du niveau de développement.

Pour résumer, l'opinion dominante au début des années 90 voulait que les flux de capitaux vers les marchés émergents dépendent de facteurs conjoncturels, tandis que les travaux de la fin de la décennie y ajoutent l'action de forces structurelles (intégration financière mondiale, par exemple) et décrivent une dynamique plus complexe.

## Incitation ou attraction?

Action simultanée des facteurs d'incitation et d'attraction

Comme l'indique l'encadré ci-après, l'équation de base montre que les deux séries de facteurs ont influé sur le crédit bancaire international durant la période considérée (1985-2000). Par rapport aux travaux antérieurs sur les flux de capitaux internationaux vers les marchés émergents, nos conclusions s'écartent généralement des résultats anciens et se rapprochent des plus récents.

---

<sup>8</sup> L'assurance des dépôts dans les pays prêteurs et les garanties implicites sous forme de parité fixe dans les pays emprunteurs sont des exemples de facteurs d'incitation/d'attraction de nature institutionnelle.

L'examen des facteurs d'incitation indique une faible corrélation positive entre l'économie réelle des grandes nations industrielles et le crédit bancaire international; elle résulte de la conjonction d'une forte croissance dans les principaux pays prêteurs dans les années 90 (à l'exception notable du Japon) et d'importants flux de prêts jusqu'à fin 1997<sup>9</sup>. Il est donc tentant de conclure qu'une activité vigoureuse dans ces pays, laissant augurer des retombées favorables pour les économies émergentes, incite les bailleurs de fonds à augmenter leurs expositions transfrontières. Or, cela contredit l'hypothèse d'auteurs comme Calvo *et al.* (1993) ou Hernandez et Rudolph (1995), pour lesquels c'est la décélération de l'activité dans les grands pays prêteurs qui conduit leurs banques à chercher des débouchés extérieurs.

Faible corrélation entre PIB des pays prêteurs et flux bancaires ...

Par ailleurs, divers éléments suggèrent une corrélation positive entre taux d'intérêt réels dans les pays prêteurs et flux de capitaux vers les marchés émergents. Cela contredit aussi des travaux plus anciens, selon lesquels un ralentissement conjoncturel dans les pays développés, annonciateur d'une baisse des rendements intérieurs (représentés par les taux courts réels), inciterait les banques à rechercher les rémunérations plus attractives offertes par les actifs des économies émergentes. D'après les estimations tirées de l'étude, les flux de prêts ont moins résulté de cet effet de diversification que de la confiance des investisseurs internationaux misant sur les retombées positives d'une croissance robuste dans les pays prêteurs. Bien que la vigueur de l'activité ait poussé à la hausse les taux d'intérêt réels, les flux de prêts sont restés élevés pendant la majeure partie des années 90. En outre, les crises financières de la fin de la décennie ont entraîné un tarissement des concours bancaires et une réduction des taux directeurs dans les principaux pays prêteurs, ce qui contribue aussi à expliquer la relation positive entre taux d'intérêt et prêts.

... mais impact très positif de leurs taux d'intérêt réels

Le crédit international paraît sensible à l'attitude des prêteurs à l'égard du risque. Dans l'équation, elle est mesurée indirectement par la prime de risque sur obligations d'entreprises américaines notées BBB: une augmentation traduit une aversion accrue, systématiquement associée à une contraction des flux de prêts. Il convient cependant de préciser que l'accroissement de la prime ne résulte pas nécessairement d'un changement d'attitude par rapport au risque: il peut aussi refléter une forte hausse du risque de défaillance liée à un ralentissement économique dans les pays prêteurs<sup>10</sup>.

L'attitude des prêteurs à l'égard du risque joue également un rôle

Pour les facteurs d'attraction, les résultats obtenus concordent globalement avec les travaux antérieurs. Le commerce bilatéral entre prêteurs et emprunteurs est une variable significative. La corrélation positive entre commerce et crédit bancaire peut s'expliquer par le fait que le financement des

Le développement du commerce favorise l'essor du crédit ...

---

<sup>9</sup> Certaines études se sont également fondées sur l'écart de PIB dans les pays industriels, mais il apparaît que cette variable était fortement corrélée avec les taux courts réels. Pour éviter tout problème de colinéarité, un filtre Hodrick-Prescott a été utilisé pour décomposer le PIB réel.

<sup>10</sup> Certains auteurs ont montré le caractère procyclique du risque de crédit. Pour un examen détaillé, voir Borio *et al.* (2001).

## Méthodologie empirique et résultats des estimations

### Variable dépendante

La variable dépendante est la variation des créances bancaires internationales telle qu'elle apparaît dans les statistiques bancaires consolidées BRI. Celles-ci conviennent parfaitement à l'analyse des déterminants du crédit bancaire, car elles répartissent les expositions selon la nationalité des prêteurs et emprunteurs, ce qui n'est pas le cas pour les statistiques de balance des paiements du FMI<sup>①</sup>, ni pour le système de déclaration des pays emprunteurs de la Banque mondiale<sup>②</sup>. Comme les données consolidées BRI retracent des encours, exprimés en dollars EU, les flux ont été obtenus par différence entre encours semestriels originaux de 1985 à 2000<sup>③</sup>.

Pour les prêteurs, seuls les principaux ont été pris en compte (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie et Espagne); la variable dépendante à estimer était le total des concours aux économies suivantes: Argentine, Brésil, Chili, Corée, Indonésie, Malaysia, Mexique, Philippines, Thaïlande et Venezuela (soit 55% environ des crédits accordés par les prêteurs aux pays en développement à fin juin 1997, avant le point culminant de la crise asiatique).

### Variables explicatives

La série de variables explicatives a été définie à partir des travaux empiriques consacrés aux flux de capitaux internationaux; l'analyse distingue facteurs d'incitation et facteurs d'attraction<sup>④</sup>.

*Facteurs d'incitation:* i) Pour vérifier l'hypothèse selon laquelle le ralentissement de l'activité dans les pays prêteurs conduit leurs banques à rechercher des débouchés extérieurs, leur PIB réel global, exprimé en dollars, a servi de variable explicative. Pour éviter tout problème d'estimation lié à la non-stationnarité du PIB réel, un filtre Hodrick-Prescott a été utilisé pour décomposer les séries semestrielles. ii) La nécessité pour les banques de trouver de meilleurs rendements à l'étranger est exprimée par les taux courts réels dans les pays prêteurs, sous forme de moyenne mensuelle simple des taux nominaux à trois mois dans chacun d'eux, corrigée de l'indice local des prix à la consommation. iii) Pour déterminer l'influence éventuelle de l'attitude des prêteurs à l'égard du risque, l'équation a intégré une variable «aversion à l'égard du risque» correspondant à la différence de rendement entre obligations d'entreprises américaines notées BBB et titres du Trésor EU.

## Déterminants des prêts bancaires internationaux

	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification
PIB réel, pays prêteurs	0,07	1,63	0,10
Taux courts réels, pays prêteurs	0,22	2,84	0,00
Indicateur d'aversion à l'égard du risque <sup>1</sup>	- 0,30	- 5,39	0,00
Commerce bilatéral	0,36	4,77	0,00
PIB réel, économies émergentes	0,09	2,28	0,02
Volatilité du cours de change bilatéral <sup>2</sup>	- 0,15	- 3,41	0,00
Opérations Brady	- 0,27	- 5,24	0,00
Ratio dette extérieure/PIB, économies émergentes	- 0,11	- 3,12	0,00

<sup>1</sup> Écart de rendement entre obligations d'entreprises BBB et titres du Trésor EU. <sup>2</sup> Premier décalage de la variance du cours de change bilatéral. Pour cette régression, R<sup>2</sup> ajusté = 0,24; statistique de Durbin-Watson = 1,67.

① Les statistiques FMI couvrent l'intégralité des mouvements de capitaux, mais n'indiquent pas l'origine des flux.  
② Les données Banque mondiale rassemblent les déclarations des pays emprunteurs sur leur dette privée à long terme non garantie et les chiffres des pays prêteurs sur leurs expositions à court terme, sans préciser non plus l'origine des crédits. ③ L'absence de répartition par monnaie empêche de calculer les variations hors effets de change; les «flux» ainsi calculés peuvent donc résulter soit d'une évolution de l'activité de prêt, soit d'une variation de change. ④ Les données relatives aux variables explicatives proviennent de trois sources: *Statistiques financières internationales* (FMI), *Global development finance* (Banque mondiale) et statistiques communes Banque mondiale-BRI-FMI-OCDE sur la dette extérieure.

*Facteurs d'attraction:* i) Le financement du commerce constitue l'un des principaux moteurs de l'expansion des prêts internationaux. Une variable «commerce bilatéral» additionne les chiffres trimestriels des échanges commerciaux de tous les pays prêteurs vers chacun des pays emprunteurs, puis les cumule en séries semestrielles. ii) La croissance dans les économies émergentes, qui peut constituer un signal positif pour les créanciers si elle est forte ou en hausse, est représentée par la valeur en dollars du PIB réel des emprunteurs, dont on a éliminé l'effet de tendance en utilisant un filtre Hodrick-Prescott. Les données trimestrielles n'étant pas disponibles pour tous les pays, des séries semestrielles ont été reconstituées par interpolation linéaire des chiffres annuels. iii) La volatilité du cours de change bilatéral sert d'indicateur d'instabilité financière, sous forme de variance moyenne annualisée des cours bilatéraux mensuels entre chaque emprunteur et chaque prêteur. iv) Une dette extérieure élevée est supposée entraîner une diminution du crédit bancaire. Le ratio dette extérieure/PIB a été préféré à une mesure du déficit courant pour éviter tout problème d'endogénéité. Les séries ont été obtenues, pour chaque pays emprunteur, par interpolation des ratios annuels dette/PIB. v) Enfin, l'effet des opérations Brady de réduction de la dette a été mesuré par une variable fictive pour l'Argentine, le Brésil, le Mexique, les Philippines et le Venezuela, égale à 0/1 les années où des opérations de restructuration sont absentes/présentes.

#### *Méthodologie d'estimation*

L'estimation a recouru à des techniques de données de panel. Pour éviter toute inefficience résultant d'une covariance entre flux de prêts, le modèle a été évalué en utilisant la méthode des régressions empilées<sup>®</sup>. En outre, pour prendre en compte les différences de poids économique entre pays ou d'amplitude des chocs, chaque variable a été normalisée en soustrayant sa valeur moyenne de sa valeur courante et en divisant le solde par l'écart type de la variable.

#### *Résultats de base*

Les estimations, présentées dans le tableau ci-avant, laissent penser que les facteurs d'incitation et d'attraction influent sur le crédit international. L'indicateur d'aversion pour le risque montre un important élément incitatif. Contrairement à ce qu'indiquaient de précédents travaux, le PIB réel et les taux courts réels dans les pays prêteurs sont apparus procycliques. Les facteurs d'attraction ont tous une incidence significative: commerce bilatéral entre pays prêteurs et emprunteurs, situation conjoncturelle dans les économies émergentes, volatilité des cours de change bilatéraux et ratio dette extérieure/PIB des économies émergentes. Pour une présentation détaillée de ces résultats, voir pages 61 à 66.

#### *Analyse de l'incidence des régimes de change*

L'étude a ensuite évalué le rôle éventuel d'autres facteurs tels que le régime de change. Dans l'équation de base, trois nouvelles variables se sont substituées à la variance des cours de change. 1) Écart de taux courts nominaux entre pays prêteurs et emprunteurs. 2) Variable représentant le régime de change, élaborée selon la méthode Calvo et Reinhart (2000) et Bailliu *et al.* (2000) en fonction de trois catégories de change: fixe, intermédiaire et flottant. 3) Variable figurant l'interaction entre écart de taux et régime de change. Ce cadre permet d'analyser l'effet marginal de chaque facteur sur le crédit, la troisième variable exprimant la pertinence des stratégies spéculatives sur taux d'intérêt. Les résultats montrent qu'un change fixe ou strictement administré tend à attirer les capitaux, tandis qu'un cours flottant est dissuasif. Les stratégies spéculatives semblent avoir joué un rôle en présence d'un ancrage strict.

Divers autres tests ont été effectués, notamment pour savoir si les créances à court et à long terme réagissaient différemment, s'il existait une asymétrie entrées/sorties et si un effet d'entraînement était perceptible. L'étude Jeanneau et Micu (2002) analyse ces aspects en détail.

---

<sup>®</sup> Avec l'estimateur des moindres carrés généralisés proposé par Zellner (1962).

échanges constitue l'un des principaux moteurs de l'expansion des prêts internationaux. En outre, des relations commerciales plus étroites contribuent à réduire les éventuelles asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, renforçant cet effet.

... comme l'accélération de la croissance dans les pays emprunteurs ...

La corrélation positive constatée entre progression de l'activité dans les économies émergentes et prêts bancaires internationaux découle pour l'essentiel de deux processus: premièrement, un mieux ou une hausse de la consommation, de l'investissement et des échanges commerciaux tend à attirer de nouveaux prêts. Deuxièmement, l'amélioration des perspectives économiques conduit à une évaluation plus favorable du risque-pays. Encore faut-il que le rythme de croissance apparaisse durable (paramètre qui n'est pas pris en compte).

... tandis que la volatilité de change lui est défavorable

La volatilité du cours de change nominal dans les pays emprunteurs a eu un effet dissuasif sur le crédit<sup>11</sup>, ce qui n'est guère surprenant, puisqu'elle reflète vraisemblablement une situation d'instabilité ou des turbulences financières. En particulier, une forte exposition de change accroît la fragilité des systèmes bancaires des économies émergentes.

Rôle significatif des opérations de réduction de dette

La variable fictive représentant les opérations de réduction de dette constitue un facteur explicatif du crédit total. Pourtant, cela ne signifie pas que les «opérations Brady» diminuent les flux bancaires; par les annulations de créances qu'elles entraînent, elles font apparaître des flux en baisse ou négatifs en termes de variation d'encours.

Effet de freinage d'une dette extérieure importante

Comme prévu, une dette extérieure importante dans une économie émergente induit une contraction du crédit bancaire<sup>12</sup>. Le ratio dette extérieure/PIB constitue une mesure fondamentale de la solvabilité. La crise de la dette dans les pays moins développés au début des années 80, puis les difficultés plus récentes des économies émergentes, ont sensiblement modifié l'évaluation du risque-pays par les banques, tempérant fortement leur enthousiasme pour les prêts aux pays à rendement élevé. Les risques à ce titre sont divers: soit instauration d'un contrôle des changes ou d'un moratoire, soit autres risques politiques et sociaux comparables à une probabilité de défaut sur la dette extérieure.

---

<sup>11</sup> La volatilité de change peut résulter d'un important volume d'entrées ou de sorties de capitaux. Pour corriger cette éventuelle endogénéité, le premier décalage de la variance du cours a été utilisé.

<sup>12</sup> Le choix s'est porté sur la dette extérieure plutôt que sur le déficit courant, qui peut présenter un caractère endogène. Il constitue, en outre, un indicateur moins fiable, car sa relation au crédit n'est pas stable. En effet, en présence d'une croissance soutenue et de l'application de politiques économiques favorables, la relation devrait normalement s'inverser (c'est-à-dire qu'un solde courant négatif correspond à des flux bancaires positifs). À l'inverse, lorsque les prêteurs commencent à craindre que le déficit courant ne devienne insoutenable, le crédit bancaire peut facilement se tarir.

## Rôle des régimes de change

L'équation de base permet de constater qu'une forte volatilité de change exerçait un effet négatif sur le crédit bancaire international. Certains pays ayant maintenu une parité fixe durant l'essentiel de la période considérée, il importait de déterminer si le type de régime pouvait aussi jouer un rôle.

Les pays étudiés présentent une large diversité à cet égard, plusieurs ayant rattaché implicitement ou explicitement leur monnaie à celle d'un grand pays industriel (principalement les États-Unis), tandis que d'autres ont opté pour un change variable, sous plusieurs formes (allant d'une parité glissante strictement administrée au flottement libre). Les crises financières de la deuxième moitié des années 90 ont conduit de nombreuses autorités à renoncer de facto à la fixité du cours (sauf la Malaysia, qui a instauré un tel régime, assorti d'un contrôle des changes, en 1998).

Il est intéressant d'examiner l'influence du régime de change, car la fixité du cours, en pratique, dans les pays d'Asie pouvait créer un aléa moral. Précisément, ce dispositif a pu être perçu comme une garantie implicite qui encouragerait les résidents à spéculer sur l'écart de taux, souvent important, avec l'extérieur (ou sur la flambée des prix des actifs locaux) en empruntant aux banques étrangères pour investir sur les marchés financiers domestiques<sup>13</sup>. Alimenter ainsi, par emprunt dans une monnaie à faible taux, des placements dans une monnaie à taux élevé en misant sur la stabilité du change constitue une stratégie spéculative dénommée «*carry trade*».

L'équation de base a été affinée afin de tester l'éventualité de cet aléa moral (pour un bref descriptif de la méthodologie, voir encadré). La nouvelle régression permet de conclure que le différentiel d'intérêt (absent du tableau de l'encadré) ne constitue pas en lui-même un facteur d'explication statistiquement significatif. Il se peut néanmoins que des investisseurs aient pris des positions sur des actifs domestiques dont le rendement anticipé n'était pas représenté par la variable écart de taux. Par ailleurs, contrairement au change flottant, les parités fixes et les ancrages stricts semblent avoir encouragé les prêts. Ces derniers, en particulier dans les pays d'Asie étudiés, auraient favorisé, d'après les tests statistiques, les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt.

Diversité des régimes de change

Un change fixe peut avoir encouragé les prêts ...

... ce que semble confirmer l'étude

Un ancrage strict a également favorisé les stratégies spéculatives

## Conclusions

La présente étude sur les facteurs d'incitation et d'attraction pouvant expliquer les flux de prêts vers les économies émergentes a cherché à exploiter les multiples informations offertes par les statistiques bancaires consolidées BRI. Cette source n'a été que partiellement utilisée par les auteurs de travaux empiriques sur les flux de capitaux internationaux, alors qu'elle se prête

---

<sup>13</sup> Il est probable que ces stratégies concernent surtout les prêts à court terme, car les crédits à long terme dépendent davantage des données économiques fondamentales.

particulièrement à ce type d'analyse, puisqu'elle indique à la fois l'origine et la destination des financements.

Les résultats préliminaires ne recoupent pas exactement les conclusions des précédents travaux, mais présentent des similitudes avec les analyses plus récentes. Ils constatent l'impact significatif des facteurs d'incitation et d'attraction. Toutefois, les données relatives au PIB réel et aux taux d'intérêt réels dans les pays prêteurs (deux des facteurs incitatifs les plus largement étudiés) montrent qu'ils exercent plutôt un effet procyclique. Une accélération de la croissance et une hausse des taux courts réels dans ces pays vont de pair avec un gonflement des flux. Pour les facteurs d'attraction, les résultats sont généralement conformes à ceux d'études antérieures.

D'autres paramètres comme le régime de change semblent aussi jouer un rôle. Des tests complémentaires montrent qu'une parité fixe ou un ancrage strict tendent à encourager le crédit, contrairement au flottement, et que les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt exercent une incidence en présence d'un change strictement administré.

## Références

Bailliu, Jeannine, Robert Lafrance et Jean-François Perrault (2000): «Exchange rate regimes and economic growth», *Revisiting the case for flexible exchange rates*, Conference proceedings, Banque du Canada.

Banque mondiale (1997): *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*, chapitre 2, pp. 75-149, Oxford University Press.

Banque mondiale (2000): *Global development finance*, Washington D.C.

Banque mondiale (2001): *Global development finance: building coalitions for effective development finance*, Washington D.C.

Borio, Claudio, Craig Furfine et Philip Lowe (2001): «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», *BIS Papers*, n° 1.

Buch, Claudia M. (2000): «Information or regulation: what is driving the international activities of commercial banks?», *Kiel Working Paper*, n° 1011.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman et Carmen M. Reinhart (1993): «Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America - the role of external factors», FMI, *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, pp. 108-51.

Calvo, Guillermo A. et Carmen M. Reinhart (2000): «Fear of floating», *NBER Working Paper*, n° 7993.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens et Nlandu Maimingi (1998): «Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors», *Journal of Development Economics*, vol. 55, pp. 439-63.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999): «Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis», *BCBS Working Papers*, n° 2.

- Dasgupta, Dipak et Dilip Ratha (2000): «What factors appear to drive private capital flows to developing countries? And how does official lending respond?», *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2392.
- Eichengreen, Barry et Ashoka Mody (1998): «What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment?», *NBER Working Paper*, n° 6408.
- Fernandez-Arias, Eduardo (1996): «The new wave of private capital inflows: push or pull?», *Journal of Development Economics*, vol. 48, pp. 389-418.
- Goldberg, Linda (2001): «When is US bank lending to emerging markets volatile?», *NBER Working Paper*, n° 8209.
- Gosh, Swati et Holger Wolf (2000): «Is there a curse of location? Spatial determinants of capital flows to emerging markets», sous la direction d'Edwards, *Capital flows and the emerging economies*, pp. 137-56.
- Hernandez, Leonardo et Heinz Rudolph (1995): «Sustainability of private capital flows to developing countries - is a generalised reversal likely?», *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 1518.
- Jeanneau, Serge et Marian Micu (2002): «The determinants of international bank lending to emerging market countries», *BIS Working Papers* (à paraître).
- McCauley, Robert N., Judith S. Ruud et Philip D. Wooldridge (2002): «Mondialisation de l'activité bancaire», *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 44-55.
- Montiel, Peter et Carmen M. Reinhart (1999): «Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s», *Journal of Money and International Finance*, vol. 18, pp. 619-35.
- Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla et Eli Remolona (1998): «Asia's financial crisis: lessons and policy response», Asian Development Bank Institute, *Asia: responding to crisis*, pp. 1-27.
- Portes, Richard, Helene Rey et Yonghyup Oh (2001): «Information and capital flows: the determinants of transactions in financial assets», *European Economic Review*, vol. 45, pp. 783-96.
- Sarno, Lucio et Mark P. Taylor (1999): «Hot money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation», *Journal of Development Economics*, vol. 59, pp. 337-64.
- Zellner, Arnold (1962): «An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions, and tests for aggregation bias», *Journal of the American Statistical Association*, vol. 57, pp. 348-68.



## Les crédits consortiaux préfigurent-ils les données bancaires BRI<sup>1</sup>?

Les données du secteur commercial relatives aux crédits consortiaux internationaux sont disponibles trois mois avant les statistiques bancaires consolidées de la BRI et fournissent des précisions sur de nombreux aspects des facilités individuelles. Par ailleurs, les chiffres de la BRI reflètent les tirages effectifs et les remboursements, tandis que les données sur les crédits consortiaux se fondent sur des annonces de facilités qui peuvent avoir fait ou non l'objet de tirages. Il n'en reste pas moins que les crédits consortiaux représentent une part significative des créances bancaires internationales et qu'ils devraient donc compléter les statistiques BRI<sup>2</sup>. La présente étude compare ces deux séries d'informations, en procédant à des ajustements tenant compte de leurs différences conceptuelles et pratiques. Elle permet de mieux comprendre à la fois la nature des créances bancaires consolidées déclarées à la BRI et les modalités d'utilisation des facilités consortiales. Il apparaît en outre que, dans certaines conditions et pour certaines catégories d'emprunteurs, les données sur les prêts consortiaux, disponibles plus tôt, peuvent apporter des indications préliminaires sur les statistiques consolidées.

### Filtrage des crédits consortiaux

Nécessité d'un filtrage pour rendre les deux séries de données comparables ...

Une comparaison directe des deux séries est pour le moins difficile. Comme le montre le tableau 1, alors que les données sur les crédits consortiaux englobent des facilités nationales et internationales, les statistiques bancaires BRI ne concernent que les prêts internationaux. Les crédits consortiaux portent sur les annonces de facilités de crédit en termes bruts (c'est-à-dire des engagements qui n'entraînent pas nécessairement des tirages intégraux ou

---

<sup>1</sup> Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

<sup>2</sup> Les encours estimés des crédits consortiaux entrent pour environ 50% dans les encours de prêts bancaires recensés par la BRI à l'Amérique latine et aux pays en développement d'Europe, mais pour quelque 100% dans ceux à l'Asie et à la région Afrique-Moyen-Orient.

Différences entre crédits consortiaux et statistiques bancaires consolidées BRI	
Crédits consortiaux	Statistiques BRI
Très peu d'octrois aux banques	Incluent tous les crédits aux banques et emprunteurs non bancaires
Annonces disponibles chaque semaine avec un décalage de quelques jours	Déclarations trimestrielles (semestrielles jusqu'à fin 1999) des positions de bilans avec un décalage de trois mois
Limitation aux crédits bancaires consortiaux	Couvrent la totalité des crédits (consortiaux et bilatéraux) et des éléments du bilan
Y compris les prêts des banques du pays si elles font partie du consortium	Système de déclaration limité à l'ensemble des créances transfrontières des banques en toutes monnaies ainsi que des créances locales en monnaies étrangères et locales de leurs établissements à l'étranger
Annonces, en termes bruts, des facilités de crédit (chiffres toujours positifs ou nuls)	Les variations d'encours mesurent les nouveaux prêts nets, c'est-à-dire compte tenu des remboursements anticipés, paiements d'arriérés et annulations de créances (les chiffres peuvent être négatifs)
Engagements de crédit	Positions de bilan effectives
Hors opérations de pension	Y compris les opérations de pension dans le cadre de prêts garantis
Sources: Dealogic Loanware; BRI.	
Tableau 1	

immédiats), tandis que l'évolution des encours dans les statistiques BRI est surtout fonction des nouveaux prêts nets (décaissements effectifs). Les chiffres BRI, tirés des bilans, donnent une idée plus précise de l'activité d'intermédiation des banques puisqu'ils prennent en compte les remboursements anticipés, paiements d'arriérés et annulations de créances<sup>3</sup>.

Les deux séries de données peuvent être rapprochées en opérant un filtrage des crédits consortiaux, pour que leurs caractéristiques soient aussi semblables que possible de celles des statistiques BRI. Le principal ajustement consiste à ne retenir que les facilités pour lesquelles l'une au moins des banques du consortium ne possède pas la même nationalité que l'emprunteur<sup>4</sup>.

Les données sur les prêts consortiaux émanant de fournisseurs commerciaux (tel Dealogic Loanware) ne sont pas exprimées en termes d'encours, mais plutôt d'annonces de facilités accordées par des consortiums

<sup>3</sup> La renégociation des prêts consortiaux est d'autant plus difficile que le nombre des banques participantes est élevé. Les remboursements anticipés peuvent donc concerner surtout les prêts bancaires classiques non consortiaux inclus dans les statistiques BRI. Voir Berlin (1996).

<sup>4</sup> En ce qui concerne les crédits consortiaux internationaux, voir la note du tableau 10, page A 70 de l'annexe statistique.

bancaires. Pour avoir une idée des encours de crédits bancaires, on procède à la constitution d'un stock de prêts, en supposant que les nouvelles facilités sont tirées à la date d'annonce et remboursées à l'échéance. Il s'agit d'un pseudostock, étant donné qu'il repose sur l'hypothèse que les facilités sont intégralement tirées et qu'aucun remboursement anticipé n'est effectué. Pour intégrer les remboursements prévus sur des prêts antérieurs, les données filtrées de Loanware (qui partent de 1992) ont été complétées par les statistiques historiques de la Banque d'Angleterre remontant aux années 70, collectées sur la base d'une méthodologie voisine, présentant cependant quelques différences. L'intérêt est d'avoir ainsi l'intégralité du stock des prêts et de prendre pleinement en compte l'amortissement des crédits antérieurs à 1992.

Les annonces de facilités consortiales sont généralement transmises par Loanware dans la semaine. Par contre, il faut actuellement jusqu'à douze semaines pour que les chiffres de bilan consolidés de fin de trimestre des banques déclarantes soient communiqués aux autorités monétaires puis à la BRI.

Puisque les prêts consortiaux entre banques sont peu nombreux, l'étude des deux séries se limite au secteur non bancaire. Les statistiques consolidées sont préférées aux données bancaires territoriales de la BRI, vu que la classification sectorielle des prêts consolidés aux établissements non bancaires est plus proche de celle des données sur les crédits consortiaux. Par contre, au moins 20% des montants classés prêts bancaires dans les statistiques territoriales bénéficient en fin de compte à des établissements non bancaires, comme le montre une comparaison avec les statistiques consolidées pour les pays en développement. Dans les chiffres consolidés, les prêts bancaires interétablissements sont éliminés, de sorte que les déclarations portent plutôt sur les crédits redistribués à la clientèle non bancaire. Puisque les prêts des banques et portefeuilles de valeurs mobilières apparaissent sous un seul montant dans les données consolidées, les statistiques territoriales sont utilisées pour estimer la composante *prêt* du total des crédits consolidés aux emprunteurs non bancaires. Des chiffres spécifiques sur cette composante des statistiques territoriales ont commencé à être disponibles en 1993, ce qui explique que l'analyse comparative part du second semestre 1993<sup>5</sup>.

Pour déterminer le degré de corrélation entre les deux séries de données, une comparaison est effectuée entre les variations semestrielles et trimestrielles des encours, en fonction de la disponibilité des chiffres BRI. Celles-ci recouvrent des effets de change similaires, puisque les composantes non libellées en dollars du montant synthétique des prêts consortiaux sont converties en dollars aux taux de change en vigueur à la fin de chaque période

---

<sup>5</sup> Pour de plus amples développements sur les statistiques bancaires consolidées et territoriales de la BRI, voir Wooldridge dans le présent *Rapport trimestriel BRI*. La méthodologie des deux séries de statistiques bancaires BRI est également analysée dans l'introduction à l'annexe statistique (page A 4).

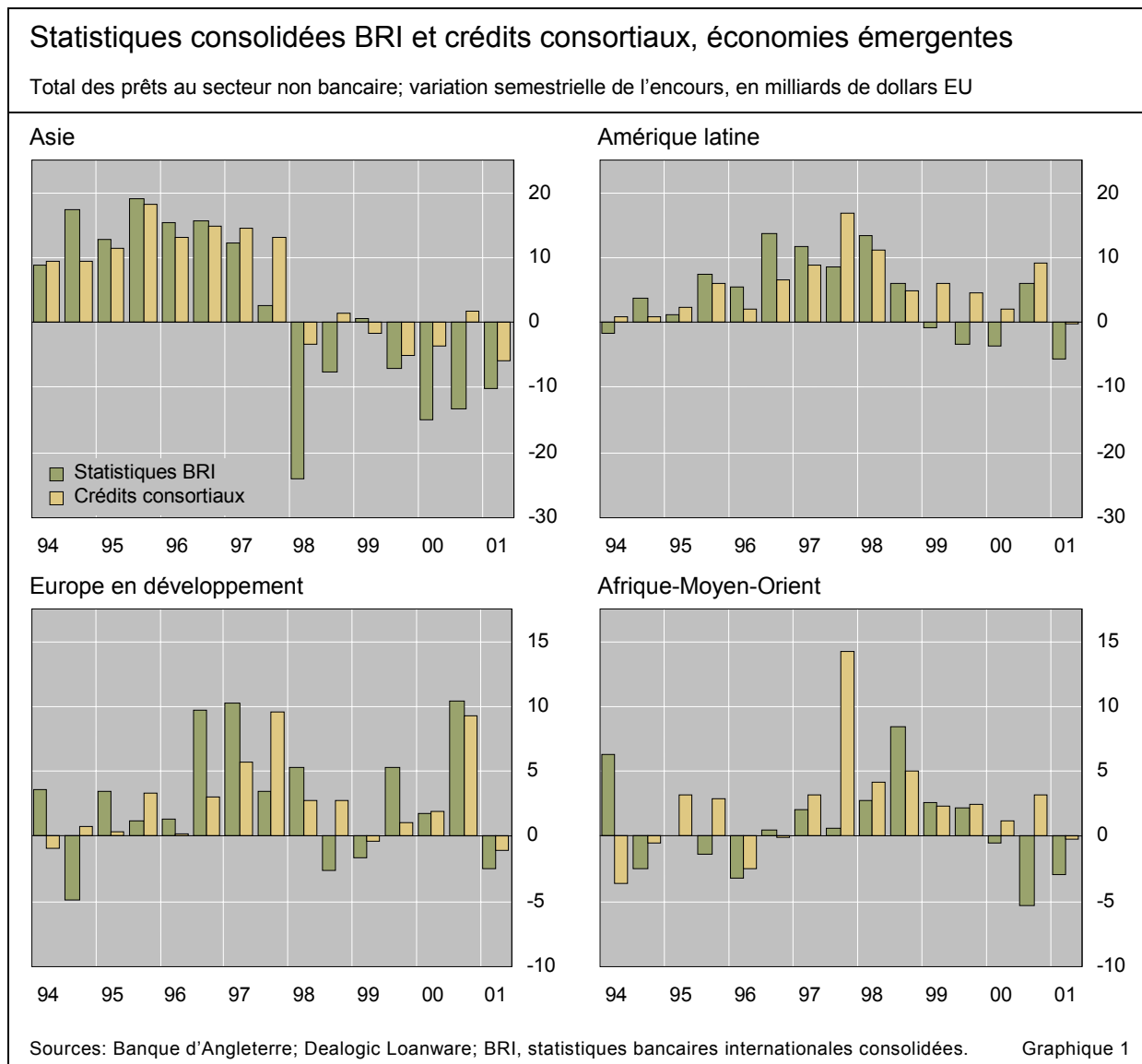
considérée, en reprenant ainsi la méthode de déclaration des statistiques bancaires BRI.

### Comparaison avec les statistiques bancaires consolidées BRI

Les statistiques consolidées BRI n'étant disponibles sur une base trimestrielle que depuis fin 1999, la comparaison porte sur les variations semestrielles des deux séries de données. L'accent est mis sur les concours aux économies émergentes, car la participation limitée de leurs banques à des consortiums permet d'effectuer un filtrage plus efficace des prêts internationaux.

La comparaison visuelle des deux séries ajustées dénote une certaine corrélation. Le graphique 1 illustre les variations pour quatre groupes d'économies émergentes. Les ralentissements des flux de financement sont plus marqués dans les statistiques bancaires consolidées que dans les

Les deux séries de données semblent corrélées



## Méthodologie

L'analyse de régression permet de quantifier le degré de corrélation entre les variations des statistiques bancaires BRI et celles des crédits consortiaux. En procédant du général au particulier, il est apparu que les décalages d'une ou deux périodes de la variable crédits consortiaux n'expliquent pas vraiment les variations des données BRI. Le modèle a alors été réduit à deux paramètres:

$$\Delta CONS_i = \alpha_i + \beta_i \Delta SC_i + \varepsilon_i$$

où:

- $\Delta CONS_i$  représente la variation semestrielle<sup>①</sup> des stocks de prêts consolidés BRI des prêts à la zone géographique  $i$ , corrigée des éventuelles ruptures dans les séries, dont les montants exacts figurent dans la base de données BRI.
- $\Delta SC_i$  indique la variation semestrielle des encours de crédits consortiaux accordés à la région  $i$ .
- $\varepsilon_i$  représente l'erreur aléatoire<sup>②</sup>.

Paramètres à estimer:

- $\alpha_i$  est l'écart moyen dans les deux séries pour la région  $i$ , en dehors de toute évolution parallèle entre les deux.
- $\beta_i$  est une estimation, pour la région  $i$ , de la covariation proportionnelle entre les deux séries de données.

## Régression des variations des statistiques bancaires consolidées BRI sur les variations des encours de crédits consortiaux

Période-échantillon: S1 1994-S1 2001; 15 observations semestrielles (en milliards de dollars EU)

Variation des prêts consolidés ( $\Delta CONS$ )	Constante	Variation des crédits consortiaux (* $\Delta SC$ )	R <sup>2</sup>	Erreur type de régression	Statistique de Durbin-Watson
Ensemble des économies émergentes	- 1,8 (- 1,94)	+ 1,02 (7,67)	0,50	5,7	1,33
Asie	- 6,6 (- 2,92)	+ 1,43 (6,34)	0,76	7,1	1,28
Amérique latine	- 0,8 (- 0,38)	+ 0,89 (3,14)	0,43	4,9	1,23
Europe en développement	0,9 (0,66)	+ 0,79 (2,39)	0,30	4,1	2,48
Afrique-Moyen-Orient	0,4 (0,37)	+ 0,10 (0,42)	0,01	3,7	1,21

Test de Student entre parenthèses.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Loanware; statistiques bancaires consolidées BRI.

<sup>①</sup> Les séries des stocks de crédits consortiaux et des encours consolidés BRI sont non stationnaires. Leurs variations sont stationnaires selon un test de Phillips-Perron au niveau de signification de 5%, à l'exception des crédits consortiaux pour l'Asie. <sup>②</sup> Le test de White ne montre pas d'hétéroscédasticité dans les résidus des régressions.

Le tableau présente les estimations semestrielles pour ce modèle sur la période 1994-2001, toutes régions confondues ou considérées individuellement. Les coefficients de pente sont significatifs, sauf pour le groupe Afrique-Moyen-Orient, à 5% ou davantage, seule la constante pour l'Asie étant sensiblement différente de zéro.

Une nouvelle estimation (non représentée) du modèle a été effectuée sur la base des données trimestrielles disponibles pour la période 2000-01. Là encore, la constante pour l'Asie est très significative, mais seul le coefficient de pente pour l'Europe en développement est significatif pour l'estimation trimestrielle. Les valeurs de  $R^2$  sont généralement inférieures, sauf pour l'Europe en développement (0,98), ce qui correspond à l'étroite corrélation visuelle entre les deux séries régionales pendant les périodes les plus récentes. Pour les deux régressions, les coefficients de pente et erreurs types figurent par région au graphique 2.

La question s'est posée de savoir si des décalages dans l'enregistrement des prêts pouvaient avoir un effet plus important sur les données trimestrielles que sur les semestrielles, ce qui expliquerait en partie les moins bons résultats des régressions trimestrielles pour la plupart des régions. Or, le fait d'avancer ou de repousser d'un mois l'enregistrement des crédits consortiaux n'a rien changé.

Les statistiques bancaires BRI tendent à être plus volatiles que les séries sur les crédits consortiaux, car elles intègrent les opérations de pension à court terme. Hors éléments à court terme (moins d'un an) dans les deux séries de données trimestrielles,  $R^2$  global ressort à 0,45 et les coefficients sont similaires à ceux qui résultent du modèle trimestriel englobant toutes les échéances.

annonces de crédits consortiaux (notamment pour l'Amérique latine en 1999 et 2000 et l'Asie en 1998), étant donné que ceux-ci ne diminuent qu'en fonction du remboursement supposé, à l'échéance, de l'intégralité de la facilité. Par contre, la baisse des statistiques bancaires consolidées recouvre également les crédits remboursés par anticipation, annulations de créances et cessions de prêts par les banques. En outre, les variations peuvent aussi apparaître plus tardivement dans les données BRI que dans les crédits consortiaux, en raison de délais inhabituels entre la décision d'octroi d'un prêt et son décaissement, par exemple en période de difficultés financières ou de turbulences (cas de l'Amérique latine entre 1997 et 1999)<sup>6</sup>.

Un examen détaillé des diverses facilités de crédit permet de cerner les causes probables de certaines grosses différences. Ainsi, une ligne de soutien de \$2,5 milliards accordée au gouvernement mexicain peut ne pas avoir été tirée et expliquerait en partie l'écart important entre les deux séries de données sur l'Amérique latine à fin 1997. De même, le refinancement d'un prêt de \$3,5 milliards, destiné à une entreprise chilienne d'approvisionnement en énergie, n'a aucun effet net sur les données BRI<sup>7</sup> mais figure comme facilité

---

<sup>6</sup> Des essais ont été effectués pour voir si le fait d'exclure systématiquement des chiffres des prêts consortiaux toutes les facilités octroyées au titre d'une ligne de soutien, d'une garantie à l'émission de papier commercial, d'un refinancement, d'un remboursement de dette ou en vue d'acquisitions futures améliorerait la corrélation entre les deux séries de données; en effet, de telles facilités peuvent ne pas faire l'objet de tirages immédiats ou intégraux et les caractéristiques indéterminées de leurs tirages peuvent introduire des distorsions. Bien que l'amplitude des mouvements opposés soit réduite par l'utilisation d'un ensemble de données plus restreint, les deux séries initiales présentent davantage de corrélation.

<sup>7</sup> La dette ayant fait l'objet du refinancement était vraisemblablement un prêt bancaire non consorcial déjà inclus dans les statistiques consolidées BRI.

nouvelle dans les prêts consortiaux, de sorte qu'il peut être à l'origine des variations opposées en Amérique latine au second semestre 1999.

## Estimations semestrielles

L'étape suivante a cherché à quantifier le degré de corrélation entre les deux séries de données. Comme l'indique l'encadré sur la méthodologie, les variations semestrielles des prêts consolidés BRI ont été rapportées à celles des stocks synthétiques de prêts consortiaux pour l'ensemble des économies émergentes puis pour chaque région, sur la période allant de mi-1994 à mi-2001<sup>8</sup>. Deux questions se posent à cet égard.

- Premièrement, quelle est la différence moyenne entre les deux séries, en dehors de toute évolution parallèle entre elles? Elle est mesurée par la constante de régression dont la valeur devrait principalement dépendre du montant des prêts *non consortiaux* inclus dans les données BRI, mais aussi de la moyenne des remboursements anticipés et du montant moyen des annonces de prêts consortiaux n'ayant pas fait l'objet de tirages. Ce montant peut être positif ou négatif, selon le facteur prédominant pendant la période-échantillon.
- Deuxièmement, dans quelle mesure les deux séries de données évoluent-elles ensemble dans le temps? Pour une augmentation d'un dollar des prêts consortiaux, les données BRI vont-elles croître en moyenne de plus ou de moins d'un dollar ou d'exactly un dollar? À titre d'exemple (toutes choses égales par ailleurs), si les crédits consortiaux ne font l'objet que de tirages partiels sur chaque période, ce facteur devrait être normalement inférieur à un. Il sera négatif si les deux séries varient dans des directions opposées, par exemple si les remboursements anticipés sont supérieurs aux annonces de nouveaux crédits consortiaux en termes nets. Si les prêts non consortiaux additionnels sont généralement proportionnels aux crédits consortiaux, le coefficient devrait dépasser un. Ces effets peuvent se neutraliser partiellement, d'autres facteurs pouvant aussi influencer la proportionnalité. En théorie, si les variations des deux séries de données étaient identiques, les régressions devraient produire une corrélation parfaite.

Concernant la première question, il est apparu que, en considérant globalement les prêts aux quatre régions émergentes (Asie, Amérique latine, Europe en développement et Afrique-Moyen-Orient), le montant des prêts bancaires BRI a baissé chaque semestre de \$1,8 milliard de plus, *en moyenne* et sur l'ensemble de la période, que ne le laisseraient penser les variations des prêts consortiaux. Comme l'indique clairement le graphique 1, cette moyenne est influencée par d'importants remboursements anticipés en Asie après 1997. Pour la seconde question, les variations proportionnelles des deux séries de

Le degré de corrélation est différent selon la région ...

---

<sup>8</sup> Pour une analyse des facteurs à l'origine des prêts bancaires internationaux pendant cette période, voir Jeanneau et Micu dans le présent *Rapport trimestriel BRI*.

données paraissent étroitement liées, le facteur de variation étant nettement différent de zéro et quasiment égal à un. En moyenne, dans ce modèle simple, l'évolution des prêts bancaires BRI aux économies émergentes peut être attribuée pour moitié à celle des crédits consortiaux sur l'ensemble de la période.

Soit à présent des constantes et facteurs proportionnels différents pour chaque région. Les diverses constantes régionales (voir encadré) confirment que l'importante constante de remboursement notée plus haut est principalement le fait de l'Asie, région pour laquelle des remboursements anticipés massifs de crédits bancaires ne ressortent pas des données relatives aux crédits consortiaux. Ainsi, il apparaît que les crédits à l'Asie ont baissé, sur chaque période, de \$6,6 milliards de plus que ne l'indiquent les chiffres des crédits consortiaux. Les constantes positives pour l'Europe en développement et le groupe Afrique-Moyen-Orient montrent que, dans ces régions, les variations des statistiques consolidées ont respectivement dépassé de \$0,9 milliard et \$0,4 milliard par semestre celles des crédits consortiaux, bien que, du point de vue statistique, ces résultats puissent être dus à des fluctuations aléatoires des données communiquées.

... et est influencé par les remboursements anticipés et tirages partiels

Les facteurs proportionnels obtenus pour chaque région sont représentés au graphique 2 (cadre de gauche). La longueur des lignes verticales reflète le degré de confiance dans les estimations; les plus longues indiquent que le véritable coefficient sous-jacent pourrait bien être très éloigné de l'estimation centrale de cette étude. Les facteurs proportionnels sont tous positifs et, pour trois régions, sensiblement différents de zéro et proches de un<sup>9</sup>. Ils montrent que, sur la période, une variation d'un dollar des prêts consortiaux à l'Amérique latine et à l'Europe en développement correspond généralement à une variation proportionnelle respective de 90 ou 80 cents des données bancaires consolidées BRI. Le coefficient pour l'Asie signifie que les variations des prêts consortiaux se sont accompagnées d'une évolution amplifiée des chiffres BRI. Ce résultat s'explique probablement par l'ampleur des remboursements anticipés après la crise asiatique (graphique 1).

## Estimations trimestrielles

Les statistiques consolidées BRI sont disponibles depuis fin 1999 avec une périodicité trimestrielle. Une nouvelle estimation du modèle avec des données trimestrielles pour 2000 et le premier semestre 2001 a produit, pour l'ensemble des marchés émergents, des résultats similaires à ceux obtenus précédemment sur toute la période depuis 1994. Le regroupement des données des quatre régions émergentes révèle une baisse constante de \$2,7 milliards par trimestre des prêts recensés par la BRI; cela s'explique par

Les données trimestrielles récentes produisent globalement des estimations similaires ...

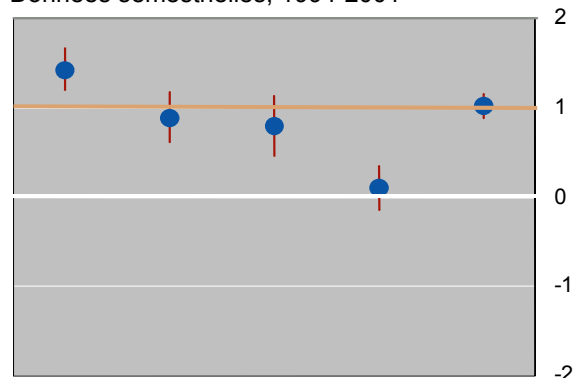
---

<sup>9</sup> Pour le groupe Afrique-Moyen-Orient, aucune corrélation statistiquement significative n'apparaît entre les deux séries de données.

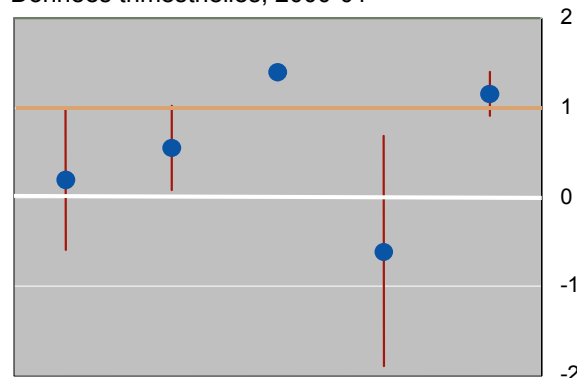


## Relation moyenne entre variation des crédits consortiaux et celle de l'encours consolidé BRI, économies émergentes

Données semestrielles, 1994-2001



Données trimestrielles, 2000-01



Asie Amérique Europe Afrique- Total  
latine Moyen-Orient

Asie Amérique Europe Afrique- Total  
latine Moyen-Orient

Point = estimation centrale du facteur proportionnel. Ligne verticale = 1 écart type de part et d'autre: mesure de la fiabilité statistique des estimations (il existe deux probabilités sur trois pour que la valeur vraie se situe à l'intérieur de la fourchette).

Graphique 2

l'ampleur des remboursements anticipés intervenus durant la période d'estimation, qui ne ressort pas des variations des prêts consortiaux. De nouveau, les variations proportionnelles des deux séries semblent étroitement corrélées: coefficient proportionnel proche de un et très significatif pour une faible erreur type. En moyenne, la variation totale des prêts bancaires aux économies émergentes recensés par la BRI peut être attribuée, à hauteur de 46%, aux variations des facilités de crédit consortiales sur cette période.

... mais les facteurs proportionnels régionaux ne sont pas aussi significatifs

Toutefois, dès que l'on considère des constantes et des facteurs proportionnels différents pour chaque région, il apparaît que seule l'Europe en développement présente un coefficient de pente fortement significatif et positif<sup>10</sup>, ce qui indique que le total des prêts à cette région a été supérieur aux crédits consortiaux durant la période d'estimation. Les autres coefficients sont plutôt faibles et non significatifs (graphique 2, cadre de droite). Les valeurs et la signification des estimations régionales pour les facteurs proportionnels corroborent l'idée que les remboursements anticipés se sont concentrés sur l'Asie, à un degré moindre sur l'Amérique latine et ont peu concerné l'Europe en développement. Bien que 46% des variations des données BRI soient imputables à celles des crédits consortiaux, certains des facteurs estimés sont si proches de zéro que leur fiabilité statistique est nulle. En résumé, dans le contexte actuel de remboursements anticipés et d'atonie des nouveaux prêts aux économies émergentes, hormis l'Europe en développement, il est difficile de dégager dans la plupart des régions des relations aussi étroites que par le passé entre les prêts consortiaux et les données BRI tirées des bilans des banques. De plus, pour le moment, la fiabilité statistique des estimations se

<sup>10</sup> L'erreur type du coefficient estimé est très faible pour cette région.

trouve amoindrie en raison de la série limitée des données trimestrielles consolidées disponibles.

## Conclusion

D'importantes différences existent manifestement entre les deux séries de données. Même après les ajustements effectués, les variations respectives ne présentent pas toujours la même ampleur ni le même signe. Sur la période d'estimation, les variations des crédits consortiaux expliquent statistiquement environ 50% de la variance des prêts bancaires internationaux aux économies émergentes. Il faut sans doute y voir le fait que les statistiques consolidées BRI intègrent les tirages effectifs et remboursements anticipés, qui ne ressortent pas des stocks synthétiques de crédits consortiaux.

En raison de la faible relation entre les deux séries sur une base trimestrielle, il n'apparaît guère que les crédits consortiaux puissent être considérés, dans un avenir proche, comme un indicateur avancé fiable des prêts bancaires consolidés. Cette conclusion pourra être réexaminée lorsqu'on disposera d'une source supplémentaire de données sur les remboursements anticipés ou si leur niveau baisse de nouveau.

Quoi qu'il en soit, au moins pour les périodes où les deux séries varient d'un montant similaire, l'examen de la composition des chiffres des crédits consortiaux peut améliorer la compréhension des données BRI sur les prêts bancaires aux régions et aux pays. L'objet, l'échéance et les conditions financières de la majorité des facilités consortiales étant connus, il est possible de dissocier celles qui rejoignent et celles qui quittent le stock synthétique de prêts consortiaux, ce qui permet donc d'étudier les variations de la composition des nouveaux prêts nets. D'une manière plus générale, les deux séries de données sont complémentaires et leur rapprochement aide à mieux comprendre les fluctuations des prêts bancaires internationaux que si l'on procède à une analyse individuelle.

## Références

Berlin, M. (1996): «For better and for worse: three lending relationships», *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, novembre/décembre.

Jeanneau, Serge et Marian Micu (2002): «Prêts bancaires internationaux aux économies émergentes: l'évolution irrégulière des années 90», *Rapport trimestriel BRI*, mars.

Wooldridge, Philip (2002): «Les statistiques BRI: mode d'emploi», *Rapport trimestriel BRI*, mars.

## Les statistiques BRI: mode d'emploi<sup>1</sup>

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) a pour mission de favoriser la coopération monétaire et financière entre les banques centrales et au sein de la communauté financière internationale. La compilation, la diffusion et l'analyse de statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale entrent pour beaucoup dans l'accomplissement de cette tâche<sup>2</sup>. Chaque trimestre, la BRI publie diverses statistiques: positions internationales des banques, émissions de titres de dette nationaux et internationaux, volumes de transactions et positions de place concernant les dérivés négociés sur les marchés organisés ainsi qu'émissions internationales d'actions. Deux fois par an, elle communique des données sur le montant notionnel et la valeur de marché des dérivés de gré à gré. Enfin, tous les trois ans, elle fournit des statistiques sur le volume des transactions sur les marchés des changes et des dérivés de gré à gré.

Nombre de commentateurs ont recours aux statistiques BRI à des fins très diverses. La présente étude met l'accent sur quelques-unes de leurs principales utilisations analytiques et, en particulier, sur les informations complémentaires qu'elles procurent, notamment pour l'analyse des agrégats de monnaie et de crédit, les encours et variations de la dette extérieure, les expositions des banques à l'égard des risques et l'évolution de l'intermédiation financière.

Comme chaque série de statistiques est destinée à un usage spécifique, leur mode d'élaboration varie sensiblement et la compréhension de ces différences est essentielle à leur analyse. La présente étude, qui comporte quelques mises en garde concernant leurs utilisations, est destinée à compléter les descriptions plus détaillées des statistiques BRI mais non à les remplacer. Plusieurs rapports et publications sont consacrés à la compilation

---

<sup>1</sup> Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

<sup>2</sup> Les banques centrales du G 10 sont chargées de surveiller les statistiques de la BRI. La BRI, en coopération avec les banques centrales et autorités monétaires du monde entier, compile et diffuse les statistiques conformément aux recommandations des banques centrales du G 10.

Statistiques BRI				
	Périodicité/ 1 <sup>re</sup> année de parution	Type de données	Ventilations	Sources des données/mode de publication <sup>1</sup>
Marchés bancaires				
Statistiques territoriales	Trimestrielle/ 1983	Flux <sup>2</sup> Encours (avoirs et engagements)	Pays d'origine et résidence du déclarant; résidence et secteur de la contrepartie; monnaie; instrument	Enquête banques centrales/ RT Tableaux 1-8
Statistiques consolidées	Trimestrielle/ 1985 <sup>3</sup>	Encours (avoirs uniquement)	Pays d'origine du déclarant; résidence et secteur de la contrepartie; échéance; transferts de risque	Enquête banques centrales/ RT Tableau 9; communiqué de presse
Crédits consortiaux	Trimestrielle/ 1992	Montages	Pays d'origine de l'emprunteur	Sources commerciales/ RT Tableau 10
Marchés des titres				
Titres de dette internationaux	Trimestrielle/ 1962 <sup>4</sup>	Annonces <sup>5</sup> Émissions effectives Remboursements Émissions nettes Encours	Pays d'origine, résidence et secteur de l'émetteur; monnaie; instrument; échéance	Sources commerciales/ RT Tableaux 11-15, 17
Titres de dette nationaux	Trimestrielle/ 1989 <sup>6</sup>	Flux <sup>2</sup> Encours	Résidence et secteur de l'émetteur; échéance	Données nationales/ RT Tableaux 16-17
Actions internationales	Trimestrielle/ 1983	Annonces <sup>5</sup>	Pays d'origine de l'émetteur	Sources commerciales/ RT Tableau 18
Marchés dérivés				
Dérivés de gré à gré	Semestrielle/ 1998	Encours <sup>7</sup>	Secteur de la contrepartie; catégorie de risque; monnaie; instrument; échéance	Enquête banques centrales/ RT Tableaux 19-22; communiqué de presse
Dérivés de gré à gré	Triennale/ 1995	Encours <sup>7</sup> Volume de transactions	Résidence du déclarant; secteur de la contrepartie; catégorie de risque; monnaie; instrument	Enquête banques centrales/ communiqué de presse; rapport
Dérivés négociés sur les marchés organisés	Trimestrielle/ 1975	Encours <sup>8</sup> Volume de transactions <sup>8</sup>	Résidence du marché; catégorie de risque; instrument	Sources commerciales/ RT Tableau 23
Marchés des changes	Triennale/ 1989	Volume de transactions	Résidence du déclarant; secteur de la contrepartie; monnaie; instrument; échéance	Enquête banques centrales/ communiqué de presse; rapport

<sup>1</sup> «RT» = annexe statistique du *Rapport trimestriel BRI*; des données sont également disponibles sur le site BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)). <sup>2</sup> Variation d'encours, hors effets de change. <sup>3</sup> Avant 2000: périodicité semestrielle. <sup>4</sup> Avant 1993, hors instruments du marché monétaire. <sup>5</sup> Émissions annoncées. <sup>6</sup> Avant 1993: périodicité annuelle. <sup>7</sup> Montant notionnel et valeur de marché brute. <sup>8</sup> Montant notionnel et nombre de contrats.

des statistiques et à ses justifications, les plus récents étant les documents suivants: BRI (2000), BRI (2002a), BRI (2002b) et CSFM (2000)<sup>3</sup>.

## Extension des agrégats de monnaie et de crédit

Les statistiques bancaires ont d'abord été utilisées pour la surveillance des euromarchés

Les statistiques BRI facilitent l'extension des agrégats de monnaie et de crédit nationaux aux positions transfrontières et de change. C'est d'ailleurs la raison qui a présidé à la constitution de la première série - les statistiques bancaires territoriales - dans les années 60. Le développement des marchés des euromonnaies (dépôts et crédits internationaux) suscitait alors quelques inquiétudes parmi les décideurs devant les conséquences macroéconomiques possibles de l'expansion de la masse monétaire par le biais de ces marchés (Mayer (1979)). Les statistiques territoriales BRI ont nettement amélioré la surveillance de la croissance de la masse monétaire et du crédit. Avec le temps, les préoccupations des responsables se sont dissipées, étant donné que les banques centrales ont accordé moins de poids aux objectifs monétaires et que les pays sont passés de systèmes financiers étroitement réglementés et administrés à des ensembles plus ouverts et concurrentiels. Néanmoins, la référence à des définitions larges de la masse monétaire et du crédit, incluant les positions internationales, reste aussi importante aujourd'hui que dans les années 60 pour apprécier, au sein d'un pays, la situation monétaire et financière.

Informations sur les avoirs et engagements transfrontières et en devises des banques

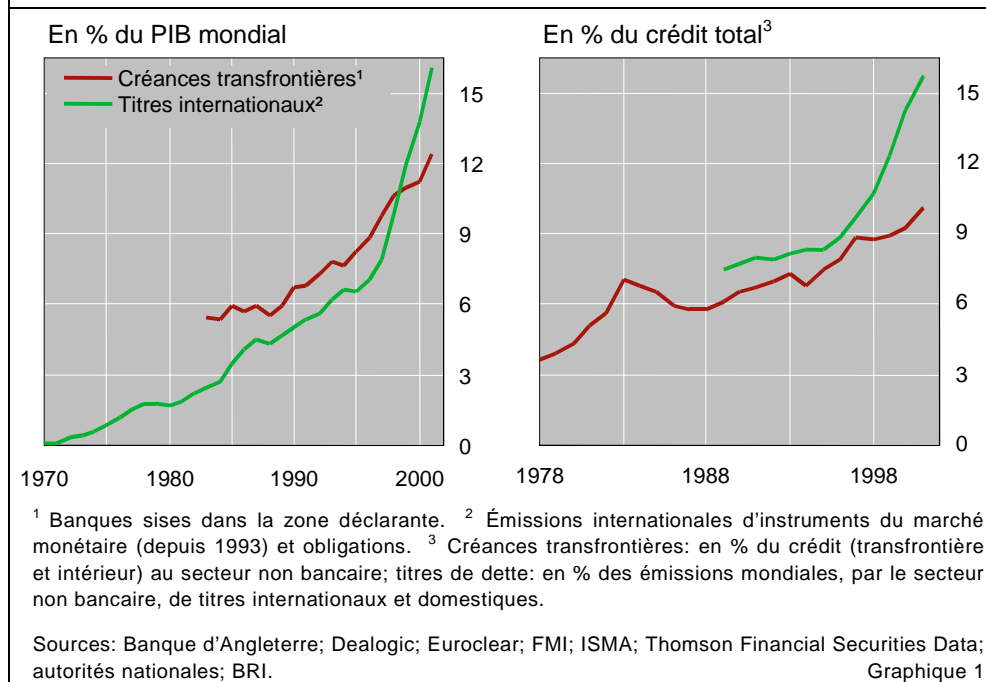
L'intérêt des statistiques BRI pour l'extension des agrégats monétaires réside dans les données disponibles sur les engagements internationaux des banques. Dans les statistiques territoriales, les banques commerciales de près de 30 territoires déclarent leurs engagements en devises vis-à-vis des résidents ainsi que leurs engagements transfrontières à l'égard des non-résidents<sup>4</sup>. Elles précisent, en outre, la monnaie dans laquelle ces encours sont libellés, en indiquant s'il s'agit d'une contrepartie bancaire ou non. L'analyse des diverses mesures de la masse monétaire s'en trouve ainsi facilitée. Monticelli (1993) part de ces statistiques pour obtenir six agrégats monétaires différents pour l'Union européenne, tels les actifs monétaires détenus par les résidents de l'UE, quels que soient le pays de résidence de l'émetteur et la monnaie de libellé, et les actifs monétaires émis par des intermédiaires domiciliés dans l'UE, quels que soient le pays de résidence du détenteur et la monnaie de libellé.

---

<sup>3</sup> Les statistiques BRI et diverses publications correspondantes sont disponibles sur le site BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>4</sup> À fin décembre 2001, les banques de 32 territoires contribuaient aux statistiques bancaires territoriales: Allemagne, Antilles néerlandaises, Australie, Autriche, Bahamas, Bahreïn, Belgique, îles Caïmans, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Guernesey, Hong-Kong RASS, Inde, Irlande, Italie, Japon, Jersey, Luxembourg, île de Man, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (Chine) et Turquie.

## Crédit international au secteur non bancaire



S'agissant de l'extension des agrégats de crédit nationaux, c'est l'existence de données sur les activités internationales de mobilisation de capitaux des sociétés et autres emprunteurs non bancaires qui fait l'intérêt des statistiques de la BRI. Les agrégats de crédit nationaux ne comportent généralement pas les emprunts transfrontières des résidents non bancaires; or, les statistiques territoriales englobent les prêts transfrontières - crédits, dépôts, titres de dette et autres avoirs - accordés directement par les banques. Le marché bancaire international était, depuis plusieurs décennies, la principale source de financement transfrontière pour la clientèle non bancaire et, à fin septembre 2001, l'encours des créances bancaires transfrontières sur le secteur non bancaire représentait environ 10% du total des créances bancaires - nationales et transfrontières (graphique 1). Dans nombre de pays, ce pourcentage est nettement supérieur (par exemple 31% au Mexique et 43% au Venezuela). Même dans les pays où les prêts transfrontières n'entrent pas pour une grosse proportion dans le total des concours bancaires, ils peuvent constituer une source de financement importante pour des secteurs particuliers. Se fondant sur les statistiques territoriales, McCauley et Seth (1992) estiment que, au début des années 90, plus de 20% de l'ensemble des crédits consentis aux entreprises commerciales et industrielles aux États-Unis étaient comptabilisés sur les places franches; ils en concluent que le financement des entreprises par les banques était supérieur à ce qu'on pensait alors.

Dans les années 80, la couverture des statistiques BRI fut élargie aux émissions internationales d'instruments du marché monétaire et d'obligations puis à l'encours des titres de dette émis au niveau national. Les séries de

données sur les titres de dette internationaux et nationaux, compilées par la BRI, sont corrigées des doubles comptages et se prêtent donc globalement à des comparaisons. Néanmoins, elles ne sont pas totalement cohérentes, dans la mesure où elles participent de méthodologies différentes. Les statistiques sur les titres internationaux se fondent sur les émissions individuelles, alors que celles sur les titres nationaux sont établies à partir des données agrégées provenant de sources nationales. De plus, les titres de dette nationaux ne couvrent pas tous les pays, ceux qui le sont étant cependant de loin les plus importants.

Les marchés obligataires internationaux constituent une source de financement de plus en plus importante

Les emprunteurs se tournent de plus en plus vers les marchés financiers nationaux et, surtout, internationaux pour lever des fonds. D'ailleurs, en 1999, le marché international des titres de dette a dépassé le marché bancaire international comme principale source de prêts transfrontières au secteur non bancaire (graphique 1, cadre de gauche). L'encours des titres de dette internationaux émis par le secteur non bancaire atteignait \$5 000 milliards à fin 2001, soit 16% des titres émis dans le monde par des établissements non bancaires. Comme les banques en ont acheté une grande partie, il importe d'éviter les doubles comptages en combinant les diverses séries statistiques BRI pour élargir les agrégats de crédit nationaux (voir ci-après).

La BRI publie également des données sur les émissions internationales d'actions, à partir d'annonces qui indiquent donc une recherche de financement sous forme d'actions. Or, étant donné que les annonces correspondent rarement aux opérations effectives et qu'aucune information n'est disponible sur les rachats d'actions, les statistiques BRI revêtent une importance limitée pour estimer les nouveaux financements nets sur les marchés internationaux des actions.

## Encours et flux de dette extérieure

L'utilisation des statistiques BRI pour élargir les agrégats de crédit nationaux laisse entrevoir une autre application: la surveillance de la dette extérieure. Au sens le plus strict, cette dette correspond aux engagements contractuels des résidents vis-à-vis des non-résidents<sup>5</sup>. Les prêts bancaires, dépôts et titres de dette constituent d'ordinaire l'essentiel de ces engagements; en outre, l'exposition en regard des dérivés financiers devient une composante de plus en plus importante. Il convient de compléter cette définition étroite de la dette extérieure par d'autres mesures permettant d'identifier plus clairement les risques que peut encourir un pays ou secteur, tel le risque de liquidité lié à la dette à court terme.

---

<sup>5</sup> L'équipe spéciale interinstitutions des statistiques des finances retient la définition suivante: «La dette extérieure brute est égale au montant, à une date donnée, des engagements contractuels en cours et ayant donné lieu à versement des résidents d'un pays vis-à-vis de non-résidents, comportant obligation de remboursement du principal avec ou sans paiement d'intérêt ou de paiement d'intérêt avec ou sans remboursement du principal.» (BRI *et al.* (2001), p. 17).

Pour accroître la disponibilité des données sur la dette extérieure, la Banque mondiale, la BRI, le FMI et l'OCDE, dans le sillage de la crise financière asiatique, ont commencé à publier conjointement des statistiques sur la dette extérieure des pays en développement. À cette fin, la BRI communique des chiffres sur les concours bancaires et les titres de dette internationaux. Comme ces statistiques communes comportent des lacunes et des chevauchements dans leur couverture, elles ne sauraient donc se substituer aux sources nationales. Elles servent plutôt à les compléter, à l'aide d'informations sur les composantes de la dette extérieure sous l'angle des créanciers; elles sont parfois communiquées, de surcroît, plus rapidement que les données nationales et peuvent être plus précises, d'où leur intérêt pour dégager certaines tendances.

La BRI contribue à des statistiques communes sur la dette extérieure ...

#### *Dette extérieure à l'égard des banques*

La BRI publie trois séries de données sur l'activité bancaire internationale: statistiques territoriales, statistiques consolidées et statistiques sur les prêts consortiaux. Seules les premières sont cohérentes avec les mesures de la dette extérieure préparées à partir des données de comptabilité nationale ou de balance des paiements; en fait, elles sont utilisées par nombre d'organismes nationaux de statistiques pour améliorer leurs propres estimations de balance des paiements (FMI (1992), Bach (2001)). Les statistiques consolidées et sur les prêts consortiaux fournissent des informations sur les emprunts transfrontières auprès des banques. Cependant, compte tenu des divergences des conventions en matière de déclaration, l'interprétation de ces deux séries de statistiques est différente de celle des mesures classiques de la dette extérieure.

... et aux estimations sur les balances des paiements

La cohérence entre les statistiques territoriales et les données de comptabilité nationale ou de balance des paiements tient à leur mode de compilation selon le pays de résidence de la banque déclarante. Ces statistiques couvrent les positions transfrontières de toutes les banques domiciliées dans la zone déclarante, y compris vis-à-vis de leurs établissements à l'étranger. En revanche, les statistiques consolidées se fondent sur le pays d'origine de la banque déclarante et compensent les positions intragroupes<sup>6</sup>. Les prêts transfrontières interétablissements figurant dans les statistiques territoriales sont plutôt englobés, dans les statistiques consolidées, dans les concours aux emprunteurs finals.

Les statistiques bancaires territoriales sont cohérentes avec les données de balance des paiements

Dans les pays où l'activité bancaire internationale est réduite, l'écart est souvent faible, pour la dette extérieure à l'égard des banques, entre les statistiques territoriales et la composante internationale des statistiques consolidées. Ainsi, les créances transfrontières (territoriales) sur les économies émergentes ne dépassent pas de plus de 5% au total les créances

---

<sup>6</sup> À fin décembre 2001, les banques de 24 territoires contribuaient aux statistiques bancaires consolidées: Allemagne, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Hong-Kong RASS, Inde, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (Chine) et Turquie.



internationales (consolidées). La composante internationale des statistiques consolidées inclut, outre les créances transfrontières des banques déclarantes, les créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger<sup>7</sup>. Dans nombre de pays, ces créances sont financées de l'étranger par le siège et constituent donc une mesure assez satisfaisante des positions transfrontières interétablissements.

Cependant, la différence entre créances transfrontières et internationales peut se révéler importante dans certains pays. Dans les économies de la zone dollar, les créances locales des banques en devises sont en grande partie financées au plan local, de sorte que les créances internationales ont tendance à être bien supérieures aux créances transfrontières. Dans les centres bancaires internationaux, les fonds acheminés vers les établissements du groupe sont d'ordinaire rétrocédés aux non-résidents, si bien que les créances internationales sont alors généralement beaucoup plus faibles que les transfrontières. Les créances transfrontières sur les résidents des places franches représentaient au total \$1 300 milliards à fin septembre 2001, contre seulement \$666 milliards pour les créances internationales sur les places franches, les positions interétablissements constituant l'essentiel de la différence.

La couverture est quasiment complète

La couverture de l'activité bancaire internationale est quasiment complète dans les statistiques BRI. Toutes les grandes places financières internationales contribuent à l'une au moins des séries de statistiques bancaires; de plus, la zone déclarante est en expansion constante. Il convient toutefois de noter que les statistiques territoriales ne comprennent pas les positions comptabilisées dans les pays non déclarants, tandis que les statistiques consolidées ne couvrent que partiellement les positions des banques dont le siège se trouve dans ces pays<sup>8</sup>. Les statistiques bancaires territoriales et consolidées peuvent, par conséquent, sous-estimer la dette de certains pays vis-à-vis des banques; les banques coréennes, par exemple, auraient acheté des montants élevés d'obligations d'État russes avant la défaillance de ce pays en août 1998. Cependant, dans la plupart des cas, de telles omissions ne sont probablement pas significatives.

La ventilation par monnaie dans les statistiques territoriales offre la possibilité de calculer les flux

Les banques qui contribuent aux statistiques bancaires territoriales et consolidées BRI n'indiquent que des encours et non des flux. Les flux vers les divers pays sont estimés en fonction de la variation des encours. Pour les statistiques territoriales, les banques précisent la monnaie dans laquelle leurs créances et engagements sont libellés, ce qui permet de calculer les données

---

<sup>7</sup> Les banques qui contribuent aux statistiques bancaires consolidées notifient leurs créances internationales ainsi que leurs créances et engagements locaux en monnaie locale. Les créances internationales comprennent les créances transfrontières des banques déclarantes en toutes devises plus les créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger.

<sup>8</sup> Les statistiques consolidées couvrent les créances internationales consolidées des banques ayant leur siège dans la zone déclarante BRI ainsi que les créances non consolidées des établissements domiciliés dans la zone déclarante mais qui sont détenues par des banques dont le siège se trouve hors de la zone déclarante.

trimestrielles en termes de flux en corrigeant l'encours des effets de change pendant le trimestre. Les flux peuvent correspondre à des cours de change différents, si bien que la variation d'encours ajustée ne reflète pas exactement les flux réels; elle constitue néanmoins une approximation nettement meilleure qu'une variation non corrigée. Comme les statistiques consolidées ne comportent pas de ventilation par monnaie, les fluctuations de change peuvent entraîner une modification des positions consolidées communiquées en dollars EU alors même que les positions sous-jacentes demeurent inchangées. Il est possible d'appliquer la ventilation par monnaie des statistiques territoriales aux statistiques consolidées pour tenir compte des effets de change. Les estimations obtenues n'ont alors qu'une valeur très approximative.

Les statistiques sur les crédits consortiaux peuvent être également utilisées pour suivre les flux bancaires transfrontières. Là encore, elles ne sauraient se substituer aux données sur les flux réels: elles font référence à des accords de prêts, qui peuvent être différents des décaissements et ne livrent aucune information sur les remboursements ou les encours<sup>9</sup>. Elles sont néanmoins publiées plus rapidement que les deux autres séries de statistiques bancaires BRI et fournissent des précisions sur l'objet, l'échéance et la tarification des facilités, éléments utiles à la compréhension de la nature des concours bancaires internationaux. L'étude de la page 69 conclut que, dans certaines conditions et pour certaines catégories d'emprunteurs, les données sur les crédits consortiaux peuvent également comporter des informations préalables intéressantes sur les statistiques consolidées. En outre, les séries sur les prêts consortiaux sont plus appropriées que les autres statistiques bancaires BRI pour surveiller l'accès des emprunteurs aux marchés du crédit. Les chiffres nets ne font pas nécessairement apparaître les emprunteurs les plus actifs, dans la mesure où les gros emprunts peuvent être compensés par des remboursements de même ampleur. L'écart entre les besoins de financement et l'accès au marché ressort plus clairement des chiffres bruts (signatures ou décaissements).

Les statistiques sur les prêts consortiaux permettent de surveiller l'accès au marché

#### *Endettement extérieur vis-à-vis du secteur non bancaire*

L'endettement à l'égard des banques internationales ne constitue, bien entendu, que l'une des composantes de la dette extérieure. D'autres types d'investisseurs, dont les fonds de pension, compagnies d'assurances, fonds spéculatifs et particuliers, sont devenus plus actifs sur les marchés financiers

---

<sup>9</sup> Les statistiques sur les prêts consortiaux ont tendance à surestimer les chiffres bruts sur les flux de crédits transfrontières. Premièrement, les facilités de soutien dans le cadre de programmes de papier commercial ou de lignes de crédit peuvent ne jamais être tirées. D'autres peuvent n'être tirées qu'en partie, par suite de modifications des projets de l'emprunteur ou de non-respect des clauses d'un contrat de prêt. Deuxièmement, les statistiques sur les prêts consortiaux englobent un ensemble d'instruments, tels que des facilités multi-options présentant à la fois les caractéristiques de prêt et de titre. Troisièmement, il arrive que les concours internationaux dans une tranche donnée ne soient pas immédiatement identifiés, car on ignore le montant exact émanant de chaque établissement et, en particulier, celui fourni par les banques domiciliées dans le même pays que l'emprunteur.

mondiaux au cours des dix dernières années, de sorte qu'ils détiennent une part de plus en plus grande de cette dette. Malheureusement, on ne dispose guère d'informations en provenance des créanciers concernant la dette des divers pays envers ces investisseurs non bancaires.

Les statistiques sur les titres de dette donnent une approximation de l'endettement extérieur vis-à-vis du secteur non bancaire ...

L'endettement extérieur vis-à-vis du secteur non bancaire peut être calculé approximativement en se référant aux données sur les titres de dette émis au profit d'investisseurs internationaux. Les statistiques BRI sur les titres internationaux constituent la source la plus complète à cet égard. Les annonces, émissions effectives, remboursements prévus et anticipés y sont recensés. Les chiffres des remboursements, collectés par la BRI, sont particulièrement intéressants, car ils permettent de surveiller les besoins de financement et de calculer le montant net des nouvelles émissions.

Comme les banques sont des acteurs de premier plan sur le marché des titres internationaux, en qualité d'investisseurs, de syndicataires et d'émetteurs, des chevauchements existent entre les statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres de dette internationaux; il est d'ailleurs possible d'y remédier en ne retenant que les crédits et dépôts bancaires transfrontières. Une ventilation par instrument des positions internationales des banques - crédits, dépôts et titres - est disponible depuis le quatrième trimestre 1995 pour les statistiques bancaires territoriales.

... mais de manière moins fiable qu'auparavant

Les émissions sur le marché des titres de dette internationaux ne constituent plus un indicateur aussi fiable qu'auparavant des flux de portefeuille transfrontières. Comme de plus en plus de pays libéralisent mouvements de capitaux et marchés financiers, la distinction entre marchés internationaux et domestiques a perdu de sa signification avec le temps; en conséquence, les statistiques BRI peuvent sur/sous-estimer les obligations extérieures des résidents. D'une part, si des investisseurs domiciliés dans le pays de l'émetteur acquièrent des titres de dette sur le marché international, les statistiques BRI auront tendance à surestimer les flux de portefeuille transfrontières<sup>10</sup>. Les montages obligataires destinés aux résidents et non-résidents deviennent, en fait, plus courants. Par exemple, en 1995, moins de 5% des nouvelles émissions nettes des agences paragouvernementales américaines, telles que Fannie Mae et Freddie Mac, étaient classées comme internationales dans les statistiques BRI, contre près de 50% en 2001. D'autre part, si les non-résidents investissent sur les marchés des titres nationaux, ces statistiques auront tendance à sous-estimer les flux transfrontières. Ainsi, alors que la plupart des titres d'État sont émis localement et ne sont donc pas inclus dans la base de données des titres internationaux, une proportion non

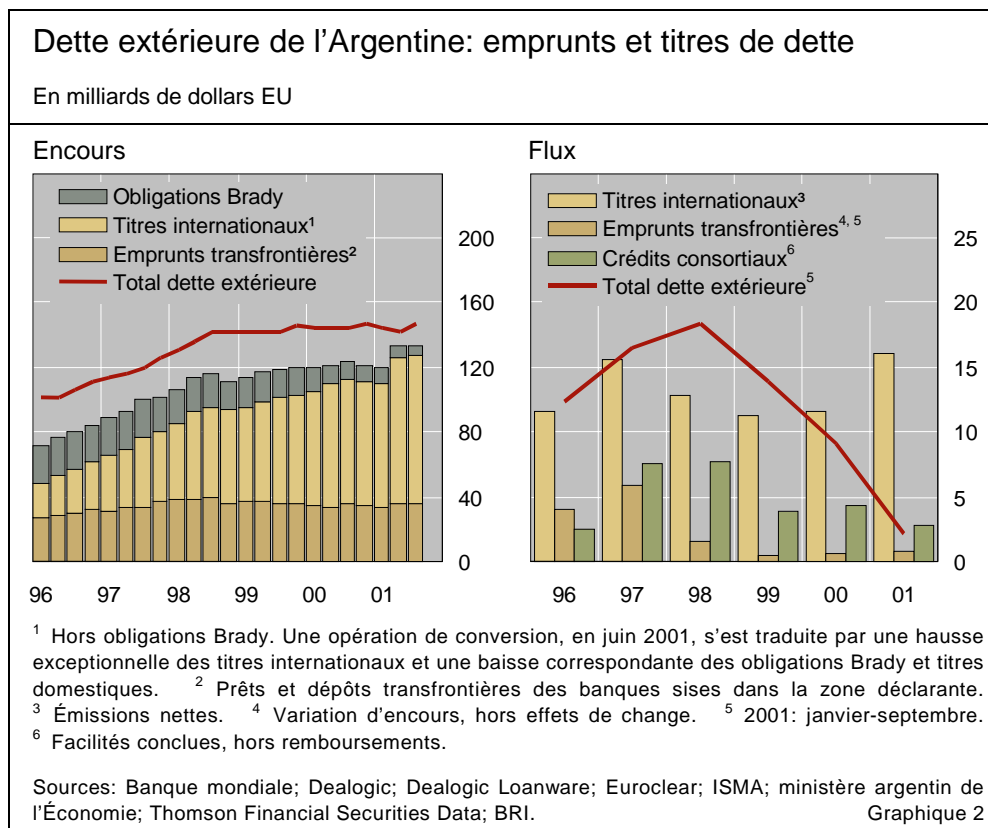
---

<sup>10</sup> La base de données sur les titres de dette internationaux couvre trois types d'instruments: titres libellés dans une monnaie différente de celle du marché d'émission («euro-obligations»); titres libellés dans la monnaie du marché sur lequel ils sont émis, mais par des non-résidents (obligations étrangères, telles qu'obligations «yankee» sur le marché américain); titres libellés dans la monnaie du marché sur lequel ils sont émis par des résidents, mais à l'intention des non-résidents. Pour ce dernier type d'instrument, les tranches destinées aux investisseurs nationaux sont parfois identifiées séparément de celles qui s'adressent aux investisseurs internationaux, auquel cas les statistiques BRI ne surestimeraient pas nécessairement les flux de portefeuille.

négligeable de la dette publique, dans de nombreux pays, est achetée par les non-résidents. Le graphique 2 établit une comparaison entre les données BRI sur les crédits transfrontières et titres de dette internationaux, ajoutées à celles sur les obligations Brady découlant des statistiques communes, et les données nationales sur la dette extérieure de l'Argentine.

Outre les crédits, dépôts et titres de dette, les dérivés financiers représentent une part croissante (quoique toujours faible dans la plupart des pays) de l'endettement extérieur. Les instruments à terme, contrats d'échange, options et autres types de dérivés ont engendré des obligations contractuelles pouvant donner lieu à règlement transfrontière. Pour la mesure de l'endettement, c'est la valeur de marché (ou valeur actualisée nette) de ces contrats qui est à retenir et non la valeur de l'instrument sous-jacent. La BRI publie des données sur la valeur de marché brute de divers types de dérivés négociés de gré à gré. Elles sont peu utilisées, cependant, pour mesurer l'endettement extérieur, car seul un agrégat global est disponible; les courtiers qui contribuent à ces statistiques ne sont pas tenus de préciser le pays de résidence de leurs contreparties. Néanmoins, les statistiques du gré à gré indiquent la dimension potentielle des engagements découlant des positions sur dérivés. À fin juin 2001, la valeur de marché brute de tous les types de dérivés de gré à gré s'élevait au total à \$3 000 milliards, soit 8% de l'encours des titres de dette émis dans le monde.

La valeur de marché des dérivés est une composante croissante de l'endettement extérieur



### *Risques liés aux emprunts extérieurs*

Les mesures classiques de la dette extérieure peuvent, dans certaines circonstances, constituer un indicateur peu fiable des faiblesses potentielles. Au moyen de garanties, sûretés, dérivés et d'autres transactions de hors-bilan, le risque peut être transféré d'un débiteur dans un pays - emprunteur immédiat - à un débiteur non résident - débiteur final. De plus, les données ventilées par échéance, monnaie, secteur ou type de créancier peuvent contribuer à révéler des risques qui ne ressortent peut-être pas des chiffres bruts.

Les mesures de la dette extérieure extraites de la balance des paiements sont basées sur la résidence de l'emprunteur immédiat, alors que celles fondées sur la résidence du débiteur final peuvent parfois s'avérer plus utiles, notamment pour suivre les renouvellements ou engager une restructuration. Ainsi, l'emprunt contracté à Londres (par exemple) par la filiale d'une banque étrangère ne sera pas pris en compte dans les statistiques britanniques de la dette extérieure. Cependant, il pourrait se traduire par des problèmes de liquidité au siège, si la filiale a du mal à reconduire son passif; inversement, l'emprunt d'une filiale étrangère d'une entreprise multinationale peut être garanti par le siège, entraînant un transfert contractuel contraignant du risque d'un pays à un autre. Les statistiques bancaires consolidées identifient quelques-uns de ces transferts (voir ci-après).

Autre indicateur important d'éventuelles faiblesses: la structure par échéance. Les crises financières qui ont frappé plusieurs économies émergentes vers la fin des années 90 ont montré qu'une accumulation rapide de dette à court terme pouvait compromettre la stabilité financière, même dans des pays présentant un endettement extérieur modéré (Hawkins et Klau (2000)). Une ventilation par échéance est disponible dans les statistiques sur les titres de dette et pour la composante internationale des statistiques bancaires consolidées<sup>11</sup>. En fait, les statistiques consolidées sont l'une des rares sources de données comparables d'un pays à l'autre sur la dette extérieure à court terme: la ventilation s'effectue sur la base de l'échéance résiduelle. L'existence d'une tranche de un à deux ans permet d'estimer la part de la dette initialement à long terme<sup>12</sup>. Le cadre de gauche du graphique 3 illustre l'évolution de la dette à court terme de l'Argentine vis-à-vis des banques.

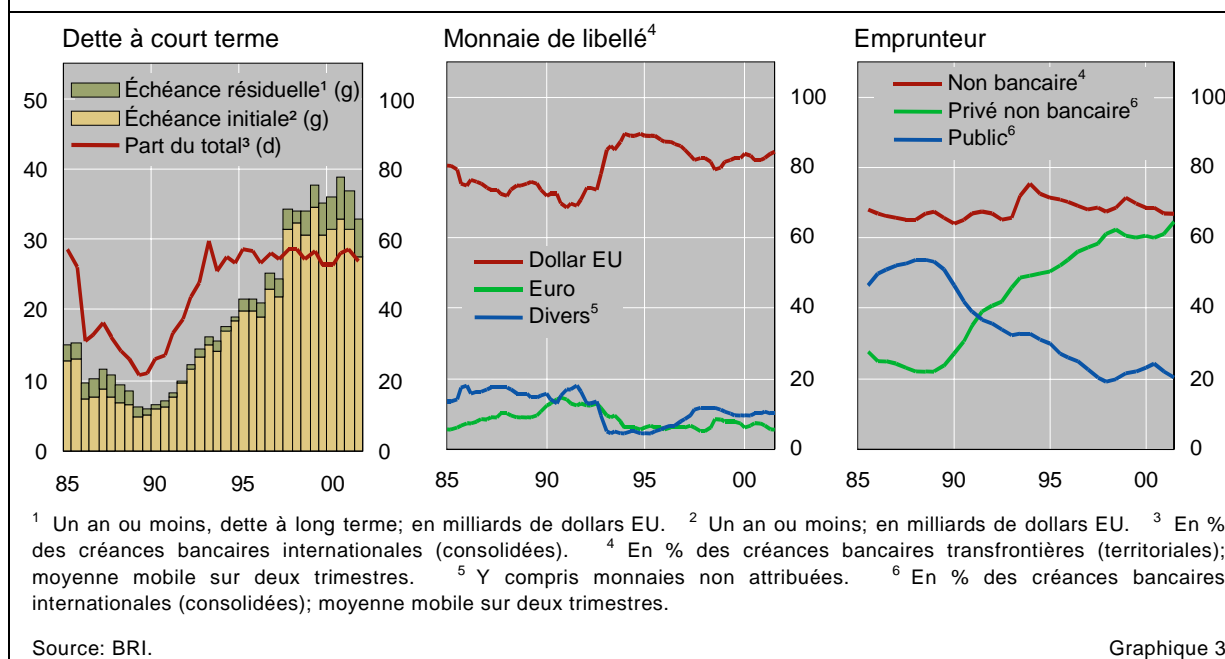
Les risques encourus par les débiteurs peuvent être ventilés par échéance ...

---

<sup>11</sup> Les statistiques bancaires territoriales ne comportent pas de ventilation par échéance. Il serait possible de leur appliquer celle des statistiques consolidées pour obtenir une mesure de la dette bancaire à court terme cohérente avec les principes de déclaration de la balance des paiements. À l'inverse, la ventilation par instrument des statistiques territoriales pourrait être transposée aux statistiques consolidées pour réduire au minimum les chevauchements avec les données sur les titres internationaux. Cependant, ni l'une ni l'autre de ces formules ne saurait produire une estimation fiable.

<sup>12</sup> Cette méthode sous-estime systématiquement la part initialement à long terme, car les États-Unis et le Luxembourg ne fournissent pas de ventilation de un à deux ans et Hong-Kong RASS n'en communique aucune.

## Dettes extérieures de l'Argentine: passifs envers les banques déclarantes BRI



La ventilation par monnaie permet également de faire ressortir les risques. Les emprunteurs sont plus exposés au risque de liquidité, voire de solvabilité, lorsque leur dette extérieure est libellée en devises. Les données sur les titres internationaux fournissent une répartition complète par monnaie, ce qui permet de calculer la part en monnaie locale. Celle-ci va de 86% pour les résidents des États-Unis à 0% pour les agents des pays en développement, à de rares exceptions près. Les banques qui contribuent aux statistiques territoriales ne déclarent pas toutes les devises, se contentant de mentionner les principales<sup>13</sup>. À l'aide des informations disponibles, il est possible d'estimer le montant maximal de la dette bancaire libellée dans la devise de l'emprunteur, mais aussi de repérer toute asymétrie entre, par exemple, recettes d'exportations dans une monnaie et service de la dette dans une autre.

... monnaie ...

Pour interpréter la ventilation par monnaie des statistiques territoriales et des titres internationaux, il convient de ne pas oublier qu'elle concerne uniquement les engagements de bilan. Les émetteurs peuvent couvrir leur exposition de change à l'aide des recettes d'exportations, d'actifs étrangers ou de dérivés. Les statistiques BRI sur les dérivés montrent que les contrats sur devises négociés de gré à gré ou sur les marchés organisés représentaient un montant notionnel de \$20 500 milliards à fin juin 2001, soit un peu plus de la moitié de l'encours mondial de titres. Cependant, en l'absence d'informations sur la résidence des contreparties, ces données ne permettent guère de cerner l'activité de couverture dans chaque pays.

<sup>13</sup> Les avoirs et engagements sont répartis en sept catégories: monnaie du pays de résidence, dollar EU, euro, yen, livre sterling, franc suisse et autres monnaies.

... secteur ...

Les ventilations par échéance et par monnaie peuvent également être affinées par secteur, afin d'identifier les plus exposés au risque de liquidité ou de change. La crise financière en Asie de 1997-98 a montré qu'il était important de suivre séparément les positions extérieures des secteurs financiers ainsi que des entreprises et celles du secteur public (Forum sur la stabilité financière (2000)). Les statistiques territoriales distinguent entre emprunteurs bancaires et non bancaires, et les statistiques consolidées fractionnent, en outre, le secteur non bancaire en public/privé. Les données sur les titres internationaux présentent une ventilation encore plus détaillée du secteur non bancaire: contrairement aux statistiques consolidées, elles peuvent fournir une répartition à la fois par échéance et par secteur.

... ou créancier

La concentration sur un créancier constitue une autre source de faiblesse potentielle. Un agent qui emprunte à un groupe hétérogène de créanciers est moins exposé aux effets de contagion. Les créances bancaires sont réparties en fonction de la nationalité des établissements dans les statistiques consolidées et selon leur résidence dans les statistiques territoriales, le critère de résidence étant moins utile pour apprécier la diversité des prêteurs. Celle-ci peut également être évaluée, pour un pays, en comparant le montant du financement accordé par les banques à celui obtenu sur le marché des titres de dette internationaux.

Les passifs pourraient être compensés par les dépôts et autres actifs en devises

Enfin, les passifs, pris isolément, donnent une image incomplète des vulnérabilités éventuelles. Même lorsqu'un pays affiche une position extérieure peu négative ou stable, sa situation peut être affaiblie par une fuite de capitaux. De plus, si les résidents possèdent souvent des actifs étrangers permettant de faire face à des besoins soudains de liquidités, leurs détenteurs ne sont pas nécessairement les agents qui ont contracté des emprunts extérieurs. Par ailleurs, les statistiques bancaires territoriales recensent également les dépôts auprès de banques à l'étranger, de sorte que les pays ayant une importante dette extérieure peuvent apparaître, en fait, créanciers nets. Ainsi, à fin septembre 2001, les exigibilités des économies émergentes vis-à-vis des banques internationales s'élevaient à \$875 milliards, alors que les actifs (dépôts transfrontières et autres avoirs) de leurs résidents auprès des mêmes banques représentaient \$1 100 milliards.

## Exposition des banques créancières aux risques

Les statistiques consolidées mesurent les risques des banques sur l'étranger

La dette d'un emprunteur correspond, à l'évidence, à un actif pour un créancier. C'est la volonté de surveiller les créances bancaires sur l'étranger - et non la dette extérieure des pays - qui a conduit à l'établissement des statistiques bancaires consolidées après le moratoire mexicain en 1982. Les statistiques bancaires territoriales, pour leur part, font apparaître les variations des créances bancaires sur l'étranger. Cependant, en raison du critère de résidence sur lequel elles se fondent, elles ne permettent pas d'évaluer l'exposition des systèmes bancaires nationaux envers chaque pays. Elles ne retracent pas, en particulier, les positions comptabilisées dans les pays non déclarants et ne peuvent associer ventilation par résidence de la contrepartie

et répartition par nationalité de la banque déclarante. Les statistiques consolidées, en revanche, font explicitement ressortir l'exposition des banques au risque de crédit extérieur, en ce sens qu'elles mesurent, sur une base consolidée mondiale, les créances sur l'étranger des banques ayant leur siège dans la zone déclarante<sup>14</sup>.

Lors de l'instauration des statistiques consolidées, les autorités de la zone déclarante étaient surtout préoccupées par le risque de transfert, lié à l'application de mesures de portée locale, comme contrôle des changes ou moratoire sur la dette<sup>15</sup>. En conséquence, les statistiques consolidées ne retracent que les créances envers l'emprunteur immédiat («créances contractuelles»). De plus, l'accent était mis sur la composante internationale, c'est-à-dire créances transfrontières des banques déclarantes dans toutes les monnaies plus créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger; l'autre composante des créances consolidées (créances locales en monnaie locale, normalement financées sur place) ne comportait pas de risque de transfert. Les créances locales en devises étaient prises en compte parce qu'elles étaient présumées financées à l'étranger, ce qui les exposait au risque de transfert.

Les crises financières dans les marchés émergents (Asie, notamment) à la fin des années 90 et les mutations du système bancaire international ont conduit à une réévaluation des informations transmises par les statistiques bancaires consolidées. En raison, principalement, du mouvement de mondialisation et de sophistication des marchés bancaires et financiers, les créances contractuelles sont devenues une mesure moins précise de l'exposition des banques au risque de crédit. Les créances inscrites au bilan peuvent être sensiblement modifiées par les transactions de hors-bilan, sur dérivés, par exemple. La prise en compte de telles créances a ainsi accru de près de 20%, à fin septembre 2001, l'exposition transfrontière des banques des États-Unis. La méthode de mesure de leur valeur peut encore accentuer l'incidence des dérivés en période de volatilité anormale des prix du marché. Entre juin 1997 et décembre 1997, suite à la mise en flottement du baht thaïlandais, le montant dû aux banques américaines, sous forme d'instruments dérivés et de change, par leurs contreparties en Thaïlande avait quasiment quadruplé, à \$2,5 milliards, soit une progression de 15% à 89% par rapport aux créances du bilan (Ruud (2002)).

Les garanties, sûretés et autres techniques de transfert du risque de crédit peuvent aussi modifier sensiblement les créances inscrites au bilan.

Objectif recherché:  
à l'origine, le risque  
de transfert ...

---

<sup>14</sup> Les créances sur l'étranger comprennent les créances transfrontières des banques déclarantes plus les créances locales de leurs établissements à l'étranger.

<sup>15</sup> Dans les statistiques consolidées, la ventilation par contrepartie était limitée, dans un premier temps, aux pays en développement. En effet, les autorités monétaires et financières étaient alors préoccupées par l'importance des prêts accordés aux pays en développement, préoccupation qui s'est accentuée après le moratoire sur le remboursement de la dette extérieure déclaré par le Mexique en août 1982. Au deuxième trimestre 1999, la couverture des statistiques a été étendue à tous les pays.



Ainsi, un concours accordé à la filiale londonienne d'une banque étrangère peut être comptabilisé comme prêt interne au Royaume-Uni, bien que l'utilisateur des fonds réside probablement ailleurs. Réattribuer les créances de l'emprunteur immédiat au débiteur final peut accroître notablement l'exposition des banques vis-à-vis de certains pays et la réduire envers d'autres. Par exemple, les créances à l'égard de l'Allemagne sur la base du risque final sont supérieures de 20% aux créances contractuelles, alors que, pour le Royaume-Uni, elles sont inférieures de près de 25%.

... maintenant le  
risque-pays

Outre la mondialisation et la complexité croissantes des marchés, les fusions et acquisitions transfrontières ont modifié les risques encourus par les banques. La proportion grandissante du financement local des créances bancaires sur l'étranger a déplacé la nature de l'exposition des banques, le risque de transfert cédant le pas au risque-pays, associé à l'environnement (économie, affaires, politique et situation sociale) dans lequel opère le débiteur. Alors que le risque de transfert est lié aux créances transfrontières, le risque-pays est inhérent à toutes les créances sur l'étranger - transfrontières et locales, en devises et en monnaie locale<sup>16</sup>. Lors de la mise en place des statistiques consolidées, les créances locales en monnaie locale constituaient une faible part des créances sur les économies émergentes (6% seulement en 1985); ce n'est plus le cas aujourd'hui (37% en 2001). L'étude page 44 analyse la mondialisation de l'activité bancaire par recours au financement local.

Les statistiques  
consolidées ont  
été élargies pour  
inclure l'exposition  
de hors-bilan

Les statistiques consolidées ont été élargies en juin 1999 pour englober les transferts de risque. Selon le mode de déclaration actuel, les créances consolidées sont mesurées sur la base du risque final: les créances garanties sont attribuées au pays de résidence du garant et les créances sur les succursales bancaires dépendant juridiquement de leur siège réaffectées au pays de résidence de la banque mère. Conformément aux recommandations du Comité sur le système financier mondial (CSFM (2000)), les statistiques consolidées seront une nouvelle fois étendues, d'ici à fin 2004, pour tenir compte de tous les aspects de l'exposition des banques au risque de crédit, y compris l'ensemble de leurs opérations de contrepartie au hors-bilan.

## Évolution de l'intermédiation financière

Les statistiques BRI mettent, par ailleurs, en évidence l'évolution de l'intermédiation financière. Souvent décomposables par instrument, type de contrepartie et résidence de l'établissement déclarant, elles permettent de surveiller l'expansion des divers segments de marché, mais également d'examiner les changements dans la structure des compartiments (importance relative de la clientèle non financière sur les marchés dérivés ou de la place financière des Caraïbes, par exemple). Les transferts entre marchés et

---

<sup>16</sup> La BRI a récemment modifié la présentation des statistiques bancaires consolidées pour faire mieux ressortir l'exposition au risque-pays et harmoniser les données sur les systèmes bancaires nationaux. Si, auparavant, l'accent était mis sur les créances internationales des banques déclarantes, les tableaux indiquent aujourd'hui le total des créances sur l'étranger.

mutations internes ainsi offerts à l'analyse sont trop nombreux pour être étudiés ici en détail. Aussi les paragraphes ci-après se limitent-ils à illustrer quelques modes d'utilisation possibles des statistiques BRI à cet effet.

Mesurer la taille, l'expansion et la structure des différents segments de marché est l'une des applications évidentes des statistiques BRI. C'est ce que fait régulièrement le *Rapport trimestriel BRI* dans les sections consacrées aux marchés. Un nombre incalculable de travaux analytiques en tirent les conclusions les plus diverses. Alworth et Andresen (1992) se fondent sur les statistiques bancaires territoriales pour étudier les liens entre origine et destination des dépôts transfrontières. Le Groupe d'étude sur les marchés d'instruments à revenu fixe (2001) effectue, à partir des données sur les titres nationaux et internationaux, une comparaison entre les compartiments du dollar EU, de l'euro, du yen et de la livre sterling. Kambhu *et al.* (1996) exploitent, quant à eux, les résultats de l'enquête triennale pour identifier le rôle des marchés dérivés dans le transfert et la négociation du risque. Les séries BRI apparaissent globalement homogènes, si l'on tient compte des différences de méthodologie. Néanmoins, les caractéristiques propres aux divers marchés peuvent compliquer les comparaisons directes. Pour les dérivés, par exemple, le dénouement d'une position initiale entraîne une diminution de l'encours notionnel sur les marchés organisés, car les contrats y sont compensés par le biais d'une contrepartie centrale, mais une augmentation sur le gré à gré, puisque les positions y sont habituellement annulées par la conclusion d'un nouveau contrat.

On peut aussi trouver dans les statistiques BRI des informations sur les multiples acteurs et stratégies. Les statistiques bancaires et les données sur les titres permettent d'estimer le rôle relatif des banques et du secteur non bancaire comme emprunteurs et prêteurs sur les marchés internationaux. Pour les statistiques sur les changes et les dérivés de gré à gré, les opérateurs peuvent être répartis en courtiers, autres établissements financiers et clientèle non financière. Ces données, recoupées avec d'autres sources, contribuent également à identifier plus précisément les types d'intervenants qui sont à l'origine de l'évolution de l'activité. Dixon (2001), par exemple, montre comment les statistiques bancaires peuvent aider à surveiller l'intermédiation dans les places franches, notamment les emprunts des fonds spéculatifs. McCauley et von Kleist (1998) se réfèrent aux statistiques bancaires territoriales pour évaluer la place des stratégies sur taux (*carry trade*).

Une surveillance des activités de hors-bilan des intervenants peut aussi être assurée grâce aux statistiques sur les dérivés; les données sur les marchés organisés, établies à partir de sources commerciales, et les statistiques semestrielles sur le gré à gré, compilées à partir d'enquêtes menées par les banques centrales, mesurent l'encours notionnel des contrats. Elles proposent plusieurs ventilations, notamment par type d'instrument, catégorie de risque, monnaie ou selon une combinaison de ces trois critères. La valeur de marché et le risque de crédit (valeur de marché après prise en

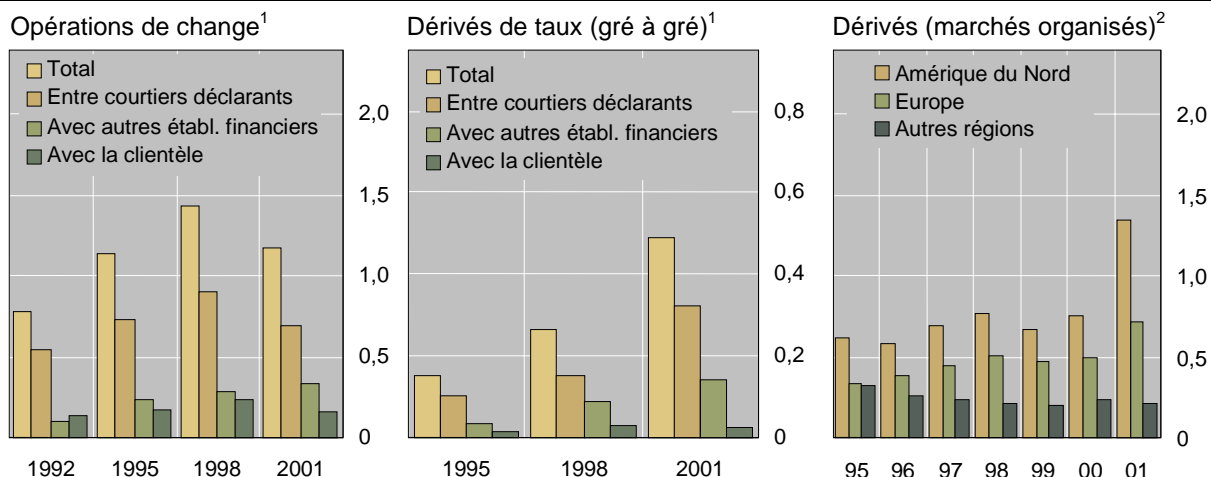
Les statistiques BRI peuvent servir à surveiller la taille, l'expansion et la structure des marchés ...

... les multiples intervenants ...

... les activités de hors-bilan ...

## Marchés des changes et dérivés

Volume journalier moyen, en milliers de milliards de dollars EU



<sup>1</sup> Moyenne journalière d'avril, corrigée des doubles recensements locaux et transfrontières. <sup>2</sup> Moyenne journalière.

Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; BRI.

Graphique 4

compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides) ressortent également des statistiques du gré à gré. Les données sur le risque de crédit excluent les positions au comptant, susceptibles de compenser les risques associés aux positions sur dérivés, si bien qu'elles peuvent surestimer l'exposition finale des intervenants.

... ou la liquidité

Les statistiques BRI sont aussi utiles pour évaluer l'évolution de la liquidité de marché. Le volume des transactions sur les marchés organisés est calculé au moyen d'une série spécifique et celui du gré à gré et des changes à partir de l'enquête triennale. Le graphique 4 en donne une illustration, avec une ventilation par marché et par contrepartie. Le volume des transactions n'est qu'un aspect de la liquidité et peut parfois induire en erreur, car il peut être aussi déterminé par la volatilité (CSFM (1999)). Il convient donc de prendre également en compte d'autres paramètres. Selon Galati (2001), le volume des transactions sur les marchés des changes a certes diminué en 2001, mais il n'est pas certain pour autant que la liquidité se soit détériorée.

### Futures améliorations des statistiques BRI

Les statistiques BRI se sont adaptées aux sujets de préoccupation des autorités monétaires et financières et aux mutations des marchés bancaires et financiers. La première série de statistiques - statistiques bancaires territoriales - était orientée sur la stabilité monétaire, alors que les suivantes ont progressivement privilégié la stabilité financière. Des améliorations ne cessent d'être apportées pour refléter les innovations financières. Des statistiques bancaires consolidées établies sur la base du risque final, avec une ventilation sectorielle détaillée et un recensement des positions de hors-bilan, seront publiées dès 2005: elles permettront de mieux mesurer

l'exposition des banques internationales au risque-pays. Des modifications sont en cours pour élargir la couverture des pays et instruments dans les bases de données sur les titres nationaux et internationaux.

Confectionnées à l'origine dans un but particulier, les statistiques BRI se prêtent néanmoins à un large éventail d'applications: extension des agrégats de monnaie et de crédit, surveillance de la dette extérieure, analyse de l'exposition des banques au risque-pays et mise en évidence des changements dans l'intermédiation financière. Leurs utilisations possibles sont appelées à évoluer parallèlement aux marchés. Cependant, affiner constamment les méthodes de compilation et de distribution pour répondre à l'évolution des marchés et aux utilisations possibles n'est pas réalisable, ni peut-être même souhaitable. Le coût en serait trop élevé pour les établissements déclarants, ce qui pourrait les dissuader d'y participer. Pour peu que l'on en connaisse les limites, les statistiques disponibles actuellement ou à l'avenir sont suffisamment souples pour apporter un éclairage sur de nombreux aspects des marchés bancaires et financiers.

Les utilisations possibles des statistiques vont évoluer parallèlement aux marchés

## Références

Alworth, Julian S. et Svein Andresen (1992): «The determinants of cross-border non-bank deposits and the competitiveness of financial market centres», *Money Affairs*, vol. 5, n° 2, juillet, pp. 105-33.

Bach, Christopher L. (2001): «US international transactions, revised estimates for 1989-2000», *Survey of Current Business*, US Department of Commerce, juillet, pp. 30-6.

Banque mondiale, BRI, CNUCED, Commonwealth Secretariat, Eurostat, FMI, OCDE et Secrétariat du Club de Paris (2001): *External debt statistics: guide for compilers and users*, FMI, novembre.

BRI (2000): *Guide to the international banking statistics*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, juillet.

BRI (2002a): «Guide to the BIS international financial statistics», *BIS Papers*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, à paraître.

BRI (2002b): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, à paraître.

CSFM (1999): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Comité sur le système financier mondial, Bâle, mai.

CSFM (2000): *Report of the working group on the BIS international banking statistics*, Comité sur le système financier mondial, Bâle, septembre.

Dixon, Liz (2001): «Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system», *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre, juin, pp. 105-16.

Fonds monétaire international, Groupe de travail sur l'évaluation des flux de capitaux internationaux (1992): *Report on the measurement of international capital flows*, FMI.

Forum sur la stabilité financière (2000): *Report of the working group on capital flows*, Bâle, avril.

Galati, Gabriele (2001): «Explication de la contraction mondiale des marchés des changes: l'enquête triennale 2001», *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 40-48.

Groupe d'étude sur les marchés d'instruments à revenu fixe (2001): «The changing shape of fixed income markets», *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists, BIS Papers*, n° 5, Bâle, octobre, pp. 1-43.

Hawkins, John et Marc Klau (2000): «Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies», *BIS Working Papers*, n° 91, Bâle, octobre.

Kambhu, John, Frank Keane et Catherine Benadon (1996): «Price risk intermediation in the over-the-counter derivatives markets: interpretation of a global survey», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, avril.

Mayer, Helmut (1979): «Credit and liquidity creation in the international banking sector», *BIS Economic Papers*, n° 1, Bâle, novembre.

McCauley, Robert N. et Rama Seth (1992): «Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 17, printemps, pp. 52-65.

McCauley, Robert N. et Karsten von Kleist (1998): «Stratégies spéculatives sur les taux d'intérêt», *Rapport trimestriel BRI*, février, p. 24.

Monticelli, Carlo (1993): «All the money in Europe? An investigation of the economic properties of EC-wide extended monetary aggregates», *BIS Working Papers*, n° 19, Bâle, octobre.

Ruud, Judith S. (2002): «US banks' exposure to losses in foreign countries», US Congressional Budget Office paper, à paraître.

## Évolutions structurelles et réglementaires

### Initiatives et rapports concernant les établissements financiers

#### *Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB)*

En octobre, le CBCB a publié, à l'adresse des banques et autorités de contrôle bancaire, des recommandations sur les procédures relatives au devoir de diligence au sujet de la clientèle<sup>1</sup>. Il observe que les autorités de contrôle sont de plus en plus conscientes de l'importance, pour les banques, de procédures et contrôles adéquats d'identification de la clientèle. Ceux-ci sont nécessaires non seulement pour satisfaire aux exigences légales en matière de lutte contre le blanchiment d'argent mais aussi dans une perspective prudentielle plus large. Sans ce devoir de diligence, les banques peuvent être exposées à un préjudice substantiel lié au risque d'atteinte à la réputation, au risque opérationnel, au risque juridique ou au risque de concentration. Le rapport recommande que, pour se prémunir, elles se dotent de politiques et procédures dans des domaines clés tels que l'acceptation de nouveaux clients, leur identification et la surveillance des comptes à haut risque.

Le même mois, le CBCB a diffusé un document de travail<sup>2</sup> proposant un traitement des expositions en prêts spécialisés<sup>3</sup> selon la méthode des notations internes (NI). Concernant les expositions envers les entreprises, cette méthode NI postule que la source du remboursement est essentiellement liée aux opérations courantes de l'emprunteur, plutôt qu'aux flux de trésorerie dégagés par un projet ou un élément de patrimoine. Dans ce cas, les actifs remis à titre de sûretés servent à limiter le risque et constituent un moyen de remboursement supplémentaire. Il en découle que la catégorie des expositions

Le CBCB publie des recommandations sur le devoir de diligence au sujet de la clientèle ...

... et un document de travail sur le traitement des expositions en prêts spécialisés

---

<sup>1</sup> CBCB, *Customer due diligence for banks*, Bâle, octobre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Divers commentaires reçus sur une première version soumise à consultation en janvier 2001 ont été intégrés dans le document définitif.

<sup>2</sup> CBCB, *Working paper on the internal ratings-based approach to specialised lending exposures*, Bâle, octobre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>3</sup> Dénommés «financement de projets» dans le document soumis à consultation en janvier 2001.

envers les entreprises ne convient pas aux prêts spécialisés, dont le remboursement est surtout fonction des recettes engendrées par l'actif correspondant et non de la qualité de crédit du débiteur. Les banques ont souligné qu'elles manquaient d'antécédents sur le comportement de tels prêts et qu'elles sont nombreuses à rencontrer des difficultés pour établir des estimations crédibles et fiables des principaux facteurs de risques, notamment au sujet de la probabilité de défaillance (PD). C'est la raison pour laquelle la profession ne dispose pas de norme commune pour évaluer de manière rigoureuse, en fonction du risque, le capital économique correspondant aux prêts spécialisés. Le cadre proposé complète donc les approches NI (simple et complexe) en formulant une méthode plus commode fondée sur des évaluations, par les autorités de contrôle, des valeurs de PD ainsi que de perte et d'exposition en cas de défaillance.

Le CBCB publie un document de travail sur le traitement des opérations de titrisation ...

Le CBCB a aussi publié en octobre un document de travail affinant deux ébauches de propositions figurant dans l'ensemble soumis à consultation en janvier 2001<sup>4</sup>, l'une pour un traitement NI des opérations de titrisation et l'autre pour une approche générale des titrisations synthétiques. Il se propose d'élaborer dans ces domaines un cadre global, différencié en fonction du risque, encourageant les banques à abandonner la méthode standardisée en faveur de l'approche NI. La publication du document est destinée à favoriser un plus ample dialogue avec la profession pour la mise au point d'une exigence minimale spécifique en matière de fonds propres.

... et les résultats de son étude d'impact sur les propositions du Nouvel accord ...

En novembre, le CBCB a diffusé les résultats d'une étude d'impact quantitative (QIS2) portant sur diverses banques, y compris hors G 10<sup>5</sup>. Commencée en avril 2001, elle avait pour objet de rassembler des données permettant au CBCB de mesurer l'incidence de ses propositions de janvier 2001 sur les exigences de fonds propres. Les conclusions de l'enquête et les réponses des établissements ont amené le Comité à envisager de modifier ses propositions sur plusieurs points, en vue d'établir une équivalence moyenne plus étroite entre les exigences actuelles et celles qui découleront de l'approche standardisée révisée et d'intégrer quelques éléments favorisant le calcul par la méthode NI simple du niveau global de fonds propres requis. Avant d'arrêter les modifications à apporter, il sollicitera des informations chiffrées concernant leur impact sur les diverses banques. À cet effet, il a invité plusieurs établissements à participer à une mise à jour de QIS2 (QIS2.5), qui supposera un nouveau calcul des exigences dans la méthode NI simple, afin de prendre en compte ces diverses modifications.

... dont il annonce la deuxième phase ...

En décembre, le CBCB a annoncé qu'il entreprendrait une étude supplémentaire sur l'impact global du Nouvel accord avant de publier son prochain document de consultation. Cette phase «assurance de qualité»

---

<sup>4</sup> CBCB, *Working paper on the treatment of asset securitisations*, Bâle, octobre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>5</sup> CBCB, *Results of the second quantitative impact study; Potential modifications to the Committee's proposals*, Bâle, novembre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

comportera trois grandes orientations: différencier les risques sans nuire à la clarté ni à la souplesse du dispositif pour assurer une utilisation effective par les banques; garantir un traitement adéquat des crédits aux PME; affiner le calibrage des exigences minimales de fonds propres pour parvenir à un niveau plus ou moins égal, en moyenne, à celui découlant de l'accord actuel, tout en incitant les banques à opter pour les méthodes NI, plus sensibles au risque. Le CBCB estime maintenant que l'étude d'impact, prévue pour accompagner le stade de consultation suivant, le rendra plus constructif si elle le précède. En conséquence, le prochain document dans le cadre de cette consultation ne pourra pas être publié début 2002, comme cela avait été écrit. En revanche, le Comité désire rassembler ses projets de propositions; ensuite seulement, il procédera à une analyse complète de leur incidence. Il les présentera alors sous la forme d'une nouvelle consultation officielle destinée à parachever l'accord. Il n'a pas révisé les délais d'achèvement estimant que cette étude supplémentaire ne sera pas longue mais est prêt à le faire au besoin.

En décembre également, le CBCB a publié un document sur l'élaboration de saines pratiques pour la gestion et la surveillance du risque opérationnel<sup>6</sup>. Ce texte définit un ensemble de principes directeurs à l'intention des banques internationales et des autorités de contrôle pour l'évaluation de leurs politiques, procédures et pratiques dans ce domaine. Si les méthodes de gestion de ce risque évoluent rapidement, le Comité reconnaît que beaucoup reste à faire. La mise au point d'une définition standard de ce risque, par exemple, se heurte à des différences d'interprétation entre banques. Pour cette raison, il est d'avis que seul un brassage d'idées entre les autorités prudentielles et la profession permettra de progresser.

... ainsi qu'un document sur les saines pratiques en matière de gestion et de surveillance du risque opérationnel

#### *CBCB/OICV/AICA*

En novembre, le CBCB, le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) ont publié deux rapports préparés par l'Instance conjointe<sup>7</sup>. Le premier, à la demande des groupes, compare les pratiques de gestion des risques et les exigences de fonds propres réglementaires dans leurs secteurs respectifs, en vue de mieux les connaître. Le second formule les principes fondamentaux mis au point par chaque groupe pour son secteur, afin de dégager points communs et divergences.

L'Instance conjointe publie un rapport sur les règles et pratiques du secteur financier

#### *Groupe des Vingt*

Réunis en novembre à Ottawa, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 20 ont adopté un vaste plan de coopération multilatérale contre le financement du terrorisme, comportant les volets

Plan d'action du G 20 contre le financement du terrorisme

---

<sup>6</sup> CBCB, *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, Bâle, décembre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>7</sup> CBCB, OICV et AICA, *Risk management practices and regulatory capital; The Joint Forum Core Principles - cross-sectoral comparison*, Bâle, novembre 2001.



suivants: ratification et application rapides des conventions et résolutions de l'ONU sur la répression du financement du terrorisme; coopération avec les instances internationales compétentes en faveur de normes de lutte contre un usage abusif du système financier; renforcement de l'échange d'informations entre pays membres; fourniture d'assistance technique aux pays qui doivent mettre en œuvre des lois et politiques de lutte contre le financement du terrorisme; soutien aux activités du Comité spécial de lutte contre le terrorisme international (Nations unies); surveillance par l'intermédiaire du Groupe d'action financière (GAFI).

## Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur infrastructure

### *GAFI*

Nouvelle mission du GAFI: lutte contre le financement du terrorisme

Lors d'une session plénière extraordinaire à Washington, les 29 et 30 octobre 2001, le GAFI a élargi sa mission au-delà de la répression du blanchiment<sup>8</sup>. Il sera également chargé, désormais, de consacrer ses ressources et son expertise à l'effort mondial de lutte contre le financement du terrorisme. Il a convenu un ensemble de recommandations engageant ses membres à prendre des mesures immédiates pour: ériger en crime ce genre d'activité; geler et saisir les actifs terroristes; déclarer les transactions suspectes; fournir assistance aux autres pays dans le cadre de leurs enquêtes aux fins de répression; imposer des exigences antiblanchiment aux systèmes parallèles de remise de fonds; renforcer les procédures d'identification de la clientèle; veiller à ce que les personnes morales, organisations à but non lucratif en particulier, ne puissent être utilisées pour le financement du terrorisme. À l'effet de garantir une application rapide et efficace de ces nouvelles normes, le GAFI a convenu un plan d'action global.

### *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*

Au sujet des contrats d'échange sur défaillance, l'ISDA publie son opinion sur la possibilité de livrer des obligations convertibles ...

En octobre, l'ISDA a réaffirmé la position exprimée dans le projet définitif de son guide d'utilisation de ses Credit Derivatives Definitions de 1999: une obligation convertible au choix du détenteur est «non contingente» et doit donc être acceptée en livraison dans le cadre d'un contrat d'échange sur défaillance d'emprunteur<sup>9</sup>. La question s'était posée après le refus, par certains vendeurs de protection sur Railtrack PLC, d'accepter les obligations convertibles de cette société après la décision du gouvernement britannique de la mettre sous tutelle administrative. La difficulté invoquée était liée à une disposition standard des émissions convertibles européennes, chargeant des fidéicommissaires d'exercer les droits de conversion si la valeur d'une telle obligation, une fois convertie en

<sup>8</sup> Les mesures prises en octobre par le gouvernement des États-Unis sont décrites dans le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2001 (encadré p. 76).

<sup>9</sup> [www.isda.org](http://www.isda.org).

actions, dépasse sa valeur au pair à échéance. Les acteurs du marché craignaient qu'une telle clause ne limite les droits du détenteur d'en disposer, ce qui en aurait fait un titre «contingent», non livrable par conséquent en exécution d'un contrat d'échange sur défaillance d'emprunteur.

En novembre, l'ISDA a annoncé l'achèvement et la publication du supplément à ses Credit Derivatives Definitions de 1999 sur les notions de successeur et d'événement de crédit<sup>10</sup>. Le texte des Definitions est affiné pour chiffrer le seuil auquel, après fusion, absorption ou transfert, une personne morale devient seul successeur (lorsqu'elle détient «75% ou plus» des actions et obligations de la personne morale initiale). Quand ce seuil n'est pas atteint, les diverses situations sont clarifiées. La définition des événements de crédit est également adaptée pour préciser que seule l'application d'une procédure ou requête des autorités judiciaires, réglementaires ou administratives constitue un tel événement; une accélération des remboursements n'y est donc plus assimilée. Ce changement était perçu comme nécessaire pour réduire tout aléa moral<sup>11</sup>.

... et définit le successeur

#### *virt-x*

En octobre, virt-x, place électronique issue de la fusion de Tradepoint PLC et de Swiss Exchange, a annoncé un projet de contrepartie centrale paneuropéenne pour le négoce des actions. Elle sera constituée en coopération avec London Clearing House (LCH) et x-clear, filiale de Swiss Financial Services Group. Les participants suisses seront traités par x-clear et les autres par LCH.

virt-x annonce la création d'une contrepartie centrale pour le négoce d'actions européennes

#### *Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR)/Comité technique de l'OICV*

En novembre, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont, dans un rapport, présenté dix-neuf recommandations définissant les normes minimales applicables aux systèmes de règlement sur titres<sup>12</sup>. Elles visent tous les systèmes, nationaux et transfrontières, quels que soient les titres qu'ils traitent, et concernent leurs conception, fonctionnement et surveillance. Elles ont pour objet de promouvoir la mise en œuvre, à l'échelle mondiale, de mesures propres à réduire les risques, accroître l'efficacité et fournir aux investisseurs des protections appropriées.

Recommandations pour les systèmes de règlement sur titres

---

<sup>10</sup> [www.isda.org](http://www.isda.org).

<sup>11</sup> Les banques s'étant couvertes pour certains de leurs prêts auraient pu invoquer une accélération des remboursements, afin de réclamer des paiements au titre de la protection des dérivés de crédit.

<sup>12</sup> CSPR et OICV, *Recommendations for securities settlement systems*, Bâle et Madrid, novembre 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org) et [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

### *Union européenne (UE)*

Actualisation de la directive UE sur le blanchiment

En novembre, le Conseil des ministres de l'UE a adopté une proposition d'actualisation (dernier stade du processus législatif) de la directive relative au blanchiment de capitaux<sup>13</sup>. Les nouvelles dispositions élargissent le champ d'application en obligeant les États membres à lutter contre le blanchiment des gains résultant de toute activité criminelle grave, alors que seuls sont actuellement visés les profits liés à la drogue. Tombent également dans le champ d'application une série d'activités et de professions non financières exposées à une utilisation abusive par les blanchisseurs de fonds.

Rapport de la Commission européenne sur la compensation et le règlement transfrontières

Le même mois, la Commission européenne a publié le premier de deux rapports sur les dispositifs de compensation et de règlement transfrontières dans l'UE<sup>14</sup>. Il a pour objet d'évaluer ces dispositifs et de mettre à jour les principales sources d'inefficience. Il conclut que leur fragmentation complique les transactions transfrontières. Il est nécessaire, en effet, d'accéder à de nombreux systèmes nationaux comportant des différences de spécifications techniques, pratiques de marché et régimes fiscaux, qui agissent comme des barrières. Une convergence dans les deux premiers domaines, sous l'impulsion des marchés, pourrait notablement améliorer l'efficience. La levée des obstacles liés à la fiscalité et à l'incertitude juridique relève, au contraire, des pouvoirs publics. Le second rapport, prévu pour mi-2002, traitera de considérations stratégiques et examinera les modèles qui pourraient assurer l'efficience de la compensation et du règlement.

Deux directives Écofin sur les investissements transfrontières

En décembre, le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances de l'Union européenne (Écofin) a adopté deux directives relatives aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). La première supprime les obstacles à leur activité internationale en élargissant la gamme des instruments qu'ils peuvent détenir. La seconde octroie un «passeport européen» aux sociétés de gestion et étend la palette de leurs activités; elle institue également un prospectus simplifié, qui améliorera l'accès des investisseurs à l'information.

### *Parlement italien*

Simplification du remboursement d'impôts pour les non-résidents détenteurs de fonds d'État

En novembre, le Parlement italien a modifié un décret suspendant l'imposition à la source sur les avoirs des non-résidents en obligations de l'État italien. La simplification des procédures de remboursement à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002 pourrait stimuler les placements. Les résidents des paradis fiscaux resteront néanmoins assujettis.

---

<sup>13</sup> [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>14</sup> Commission européenne, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* (Rapport Giovannini), Bruxelles, novembre 2001 ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

*Securities and Exchange Commission (SEC) et Commodity Futures Trading Commission (CFTC) (États-Unis)*

En décembre, la SEC et la CFTC se sont engagées à œuvrer pour l'adoption rapide de règles définitives sur les marges applicables aux contrats à terme sur titres et sur la protection des fonds destinés à la petite clientèle, après l'autorisation de ces produits par la loi Commodity Futures Modernization Act (2000). Le négoce de ces premiers instruments pourrait commencer au deuxième trimestre 2002. Les deux instances ont également convenu d'avancer rapidement dans le domaine des produits sur indices de titres étrangers.

Engagement des autorités sur les contrats à terme sur titres

En décembre, la SEC a diffusé une mise en garde à l'intention des sociétés publiant des informations financières pro forma. Cette technique s'écarte des Principes comptables généralement reconnus en permettant d'exclure certaines recettes et dépenses du bénéfice et du résultat d'exploitation, dans certaines conditions ou dans l'attente de l'exécution d'obligations contractuelles. La SEC rappelle aux investisseurs qu'ils doivent considérer de telles données avec réserve, car il est difficile de les comparer avec les états précédents et les comptes d'autres sociétés.

Mise en garde de la SEC sur la comptabilité pro forma

*Chambres de compensation et marchés organisés en Europe*

En décembre, European Central Counterparty Limited (EuroCCP), filiale à 100% de The Depository Trust & Clearing Corporation, s'est déclarée prête à offrir des services de compensation, règlement et gestion des risques à Nasdaq Europe. EuroCCP est la première contrepartie centrale à proposer des services transfrontières paneuropéens, y compris pour des titres américains négociés en Europe<sup>15</sup>. EuroCCP fait valoir que ses services abaisseront les coûts et les exigences de fonds propres pour les participants de Nasdaq Europe. Si le projet aboutit dans les délais prévus, il sera opérationnel avant le système rival développé conjointement par virt-x et plusieurs chambres de compensation européennes.

EuroCCP offre des services à Nasdaq Europe

En décembre aussi, London Stock Exchange (LSE) et London Clearing House (LCH) ont convenu d'établir avec Euroclear un règlement intégré du négoce sur LSE, compensé par LCH. Le système prendra en charge le négoce, la compensation et le règlement des opérations sur les titres (britanniques et autres) inscrits à LSE. Son ouverture est prévue pour le second semestre 2002. Il élargira le choix des services de règlement et intensifiera la concurrence dans ce domaine, tout en réduisant le coût des transactions transfrontières. Il complétera les prestations déjà offertes par CRESTCo aux membres de LSE; le transfert de titres avec CRESTCo, par l'intermédiaire de la liaison avec Euroclear, sera transparent. L'accord entre LSE et LCH fait suite au rejet récent par Clearstream d'une offre d'achat

Projet LSE et LCH en vue d'un règlement intégré

<sup>15</sup> Une contrepartie centrale aide à gérer les coûts et risques liés au négoce en s'interposant entre acheteurs et vendeurs: elle garantit que les titres et leur paiement s'échangent de manière efficiente et fluide.

d'Euroclear, préférant entrer en négociations exclusives avec Deutsche Börse (DB), qui désire acquérir les 50% de Clearstream qui lui manquent. Un accord entre Clearstream et DB donnerait naissance à une structure à intégration verticale («silo») qui traiterait négoce, compensation et règlement. Pour sa part, Euroclear s'oriente vers une intégration horizontale fondée sur des partenariats avec d'autres systèmes de compensation, ce qui a déjà été réalisé avec Euronext, virt-x et Nasdaq Europe.

Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires		
Mois	Instance	Initiative
Oct. 2001	CBCB	Recommandations sur le devoir de diligence au sujet de la clientèle
	CBCB	Document de travail sur le traitement NI des expositions en prêts spécialisés
	CBCB	Document de travail sur le traitement NI des opérations de titrisation
	GAFI	Mission élargie à la lutte contre le blanchiment
	ISDA	Réaffirmation de position sur la possibilité de livrer des obligations convertibles en exécution d'un contrat d'échange sur défaillance
	virt-x	Projet de création d'une contrepartie centrale paneuropéenne pour le négoce des actions
Nov. 2001	CBCB	Résultats d'une étude d'impact quantitative sur ses nouvelles propositions d'exigences de fonds propres
	CBCB, Comité technique de l'OICV et AICA	Deux rapports, préparés par l'Instance conjointe, comparent les pratiques de gestion des risques et du capital-risque dans leurs secteurs respectifs
	G 20	Vaste plan d'action contre le financement du terrorisme
	CSPR et Comité technique de l'OICV	Recommandations pour des normes minimales applicables aux systèmes de règlement sur titres
	Conseil des ministres de l'UE	Adoption d'une proposition d'actualisation de la directive relative au blanchiment de capitaux
	Commission européenne	Rapport sur les dispositifs transfrontières de compensation et de règlement dans l'UE
	ISDA	Achèvement et publication d'un supplément aux Credit Derivatives Definitions (1999) sur les notions de successeur et d'événement de crédit
	Parlement italien	Modification du décret suspendant la retenue à la source sur les obligations d'État italiennes détenues par les non-résidents (avec effet au 1 <sup>er</sup> janvier 2002)
Déc. 2001	CBCB	Annonce d'une étude d'impact supplémentaire concernant les propositions de Nouvel accord sur les fonds propres
	CBCB	Document sur l'élaboration de saines pratiques en matière de gestion et surveillance du risque opérationnel
	Groupe du CBCB sur la gestion des risques	Document de travail sur le traitement réglementaire du risque opérationnel
	SEC et CFTC (États-Unis)	Engagement pour l'adoption rapide de règles concernant les contrats à terme sur titres
	SEC (États-Unis)	Mise en garde à propos des informations financières pro forma
	Écofin	Deux nouvelles directives Écofin sur les placements transfrontières
	European Central Counterparty Limited	Offre de services de compensation, règlement et gestion des risques à Nasdaq Europe
	London Stock Exchange et London Clearing House	Accord pour la mise en place d'un règlement intégré avec Euroclear