

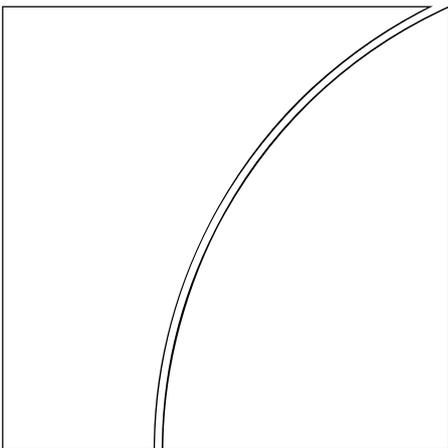


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Rapport trimestriel BRI

Juin 2001

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).

© *Banque des Règlements Internationaux, 2001. 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

Juin 2001

Activité bancaire et financière internationale

1. Vue d'ensemble: les marchés voient-ils au-delà du ralentissement?.....	1
<i>Les retournements de tendance ébranlent les marchés des actions</i>	2
<i>Les courbes des rendements dénotent un optimisme grandissant</i>	5
<i>Les investisseurs en obligations d'entreprises voient au-delà du</i> <i>ralentissement, mais les banques se montrent prudentes</i> <i>en matière de prêts</i>	7
<i>Reprise des emprunts des économies émergentes dans</i> <i>un marché hiérarchisé</i>	11
2. Marché bancaire	13
<i>Essor de l'interbancaire</i>	14
<i>Dépôts substantiels des économies émergentes</i>	15
<i>Nouveau recul des créances sur les économies émergentes</i>	17
<i>Acheminement de fonds vers les États-Unis</i>	19
<i>Poursuite de la contraction des créances sur le secteur non bancaire</i> <i>au Japon</i>	20
<i>Désaffectation pour les établissements non bancaires de la zone euro</i>	21
Encadré: Crédits consortiaux: arrivée à échéance en 2001 d'importantes facilités à des sociétés de télécommunications	23
3. Marché des titres de dette	24
<i>Situation plus favorable pour le long terme</i>	24
<i>Retour des signatures des marchés émergents</i>	27
<i>Montée en puissance des euro-émissions</i>	28
4. Marchés dérivés	30
<i>Marché monétaire stimulé par la réduction-surprise du taux</i> <i>des fonds fédéraux</i>	30
<i>Innovations sur les marchés organisés avec des produits sur</i> <i>taux d'échange, titres d'agences et actions individuelles</i>	32
<i>Gré à gré: ralentissement mondial au second semestre 2000</i>	33
Encadré: Analyse d'un tarissement de marché	34
<i>Vive hausse de la valeur de marché brute</i>	38
Encadré: Dérivés de gré à gré: étude comparée des sources statistiques	40

Études

Existe-t-il un «effet Nasdaq» sur les marchés des actions des économies émergentes?	42
<i>Éléments essentiels</i>	43
<i>Méthodologie</i>	44
<i>Effet Nasdaq observé</i>	46
<i>Conclusions</i>	48
Les annonces macroéconomiques orientent-elles encore le marché obligataire américain?	51
<i>Fluctuations du titre à cinq ans en 1999</i>	52
<i>Principales fluctuations</i>	52
<i>Effets d'annonce et volatilité</i>	54
<i>Valeur informative des annonces</i>	55
<i>Effets d'annonce et fluctuations des cours</i>	55
<i>Les flux d'actions orientent-ils l'obligataire?</i>	58
<i>Conclusion</i>	58

Les pratiques de simulation de crise: enquête auprès de quarante-trois grands établissements financiers	60
<i>Recensement des scénarios de simulation de crise</i>	60
<i>Utilisation des scénarios pour la gestion des risques</i>	61
<i>Implications de l'enquête</i>	63
Évolutions structurelles et réglementaires	65
<i>Initiatives et rapports concernant les établissements financiers</i>	65
<i>Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur infrastructure</i>	67
Encadré: Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières	72
Annexe statistique	
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 marchés voient-ils au-delà du ralentissement?

Les modifications du sentiment du marché ont été particulièrement marquées au cours des premiers mois de 2001. S'il était évident qu'un ralentissement sensible de l'économie américaine avait commencé, les intervenants se montraient hésitants quant à sa durée et son ampleur probables, son degré de propagation, notamment en Europe, ainsi que sur ses implications pour les résultats des entreprises et la qualité du crédit. Les réductions de taux opérées par la Réserve fédérale des États-Unis en dehors de ses réunions périodiques ont stimulé les marchés dans leur ensemble, tandis que les avertissements émis par les sociétés au sujet de leurs profits ont généralement pesé sur les cours des actions. En avril, les investisseurs semblaient se rallier à l'idée d'un bref ralentissement et, au-delà, envisager un redressement vigoureux des bénéfices des entreprises.

Sur les marchés des titres à revenu fixe, par comparaison, les intervenants ont paru moins versatile. Avec la baisse des taux courts dans un contexte d'anticipations de reprise imminente, les courbes des rendements du dollar EU comme de l'euro ont eu progressivement tendance à s'accroître et les marges de crédit à se contracter. Les conditions favorables qui en sont résultées pour les obligations à long terme ont entraîné un retour en force des signatures d'entreprises de second rang. Quelques emprunteurs des marchés émergents sont également réapparus. Une grande partie des fonds collectés ont servi à rembourser des emprunts bancaires et émissions de papier commercial du dernier trimestre 2000.

Les banques internationales n'ont généralement pas recyclé ces remboursements sous forme de nouveaux prêts. Après avoir satisfait, non sans réticence, les besoins de financement à court terme des emprunteurs de second rang à la fin de 2000, les banques se sont abstenues d'octroyer des crédits, les prêts consortiaux notamment s'inscrivant en fort repli. Les émissions nettes de papier commercial, qui s'appuient habituellement sur des facilités bancaires, ont été faibles sur le marché international et se sont contractées aux États-Unis.

Les retournements de tendance ébranlent les marchés des actions

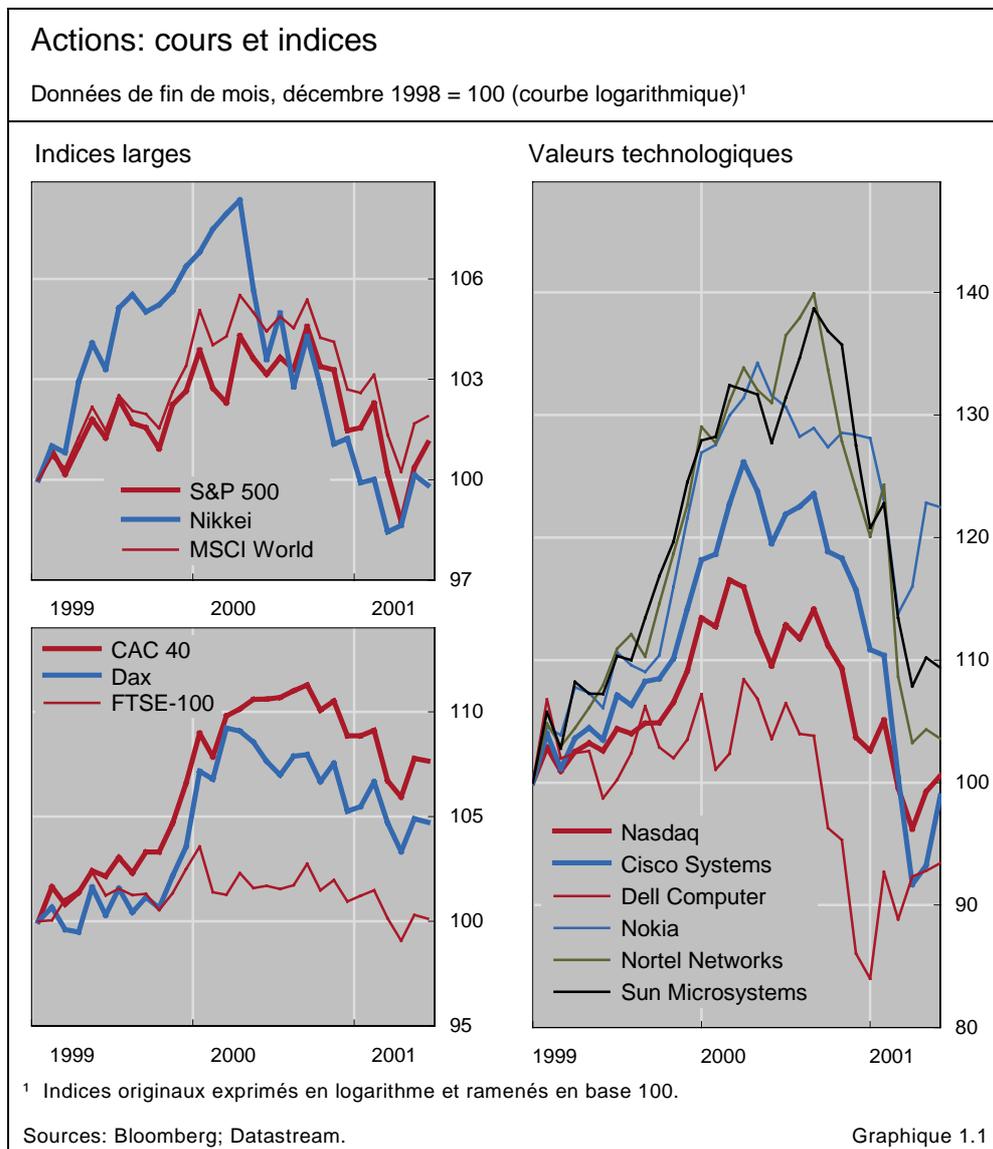
Les premiers mois de 2001 ont vu la poursuite de la correction générale des cours des actions, commencée environ un an plus tôt. Après avoir cédé 13% d'avril à décembre 2000, le MSCI World Index a fléchi de 5% de janvier à mai (graphique 1.1). Les valeurs technologiques ont été les plus touchées, le Nasdaq ayant en effet perdu 15% sur les cinq premiers mois de 2001, soit une baisse cumulée de 45% depuis avril 2000.

Tandis que la plupart des grandes places ont évolué de concert pendant les premiers mois de 2001, celle de Tokyo a fait cavalier seul. Le retour de facto à une politique de taux zéro, en mars, et l'arrivée d'un nouveau gouvernement, le mois suivant, ont eu un effet stimulant, de sorte que le Nikkei a bondi de 15% en mars-avril, éclipasant les autres indices nationaux.

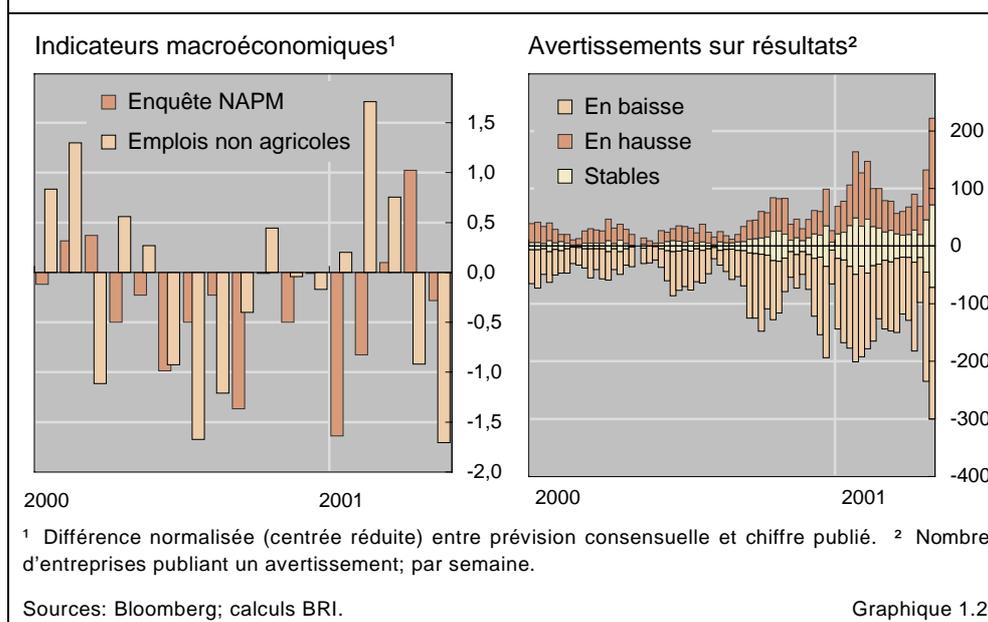
Le fléchissement général des cours ne s'est pas fait de manière continue. Des retournements brusques et amples se sont produits, les investisseurs, optimistes en janvier, sombrant dans le pessimisme en février-mars, pour

Poursuite de la correction des cours des actions ...

... interrompue par des accès d'optimisme



États-Unis: effet d'annonce sur le marché des actions



retrouver ensuite leur allant puis se décourager de nouveau à la mi-mai. Les accès d'optimisme ont coïncidé avec des réductions-surprises des taux directeurs et les crises de pessimisme avec des nouvelles sur les bénéfices des entreprises et l'évolution macroéconomique.

Les périodes de doute des marchés ont été marquées par la perplexité des investisseurs devant la sensibilité des bénéfices des entreprises aux performances de l'économie mondiale. L'avalanche des avertissements sur résultats en février-mars a donné à penser que la diminution des profits était plus forte que les investisseurs ne le prévoient, notamment dans le secteur de la technologie (graphique 1.2). En mai, l'une de ces mises en garde, lancée par Sun Microsystems, a déclenché une cascade de baisses. Le ralentissement économique a mis en évidence deux points faibles des entreprises de ce secteur. Premièrement, elles avaient surestimé la demande concernant leurs produits et réalisé trop d'investissements de développement, d'équipement et sous forme de stocks. Deuxièmement, leurs processus de production sont caractérisés par des coûts fixes élevés et des coûts variables bas. Ainsi, avec un levier d'exploitation aussi important, les réductions de production consécutives à la chute des ventes ne se sont pas traduites par des diminutions proportionnelles des coûts. Pour ces deux raisons, les entreprises du secteur technologique ont généralement annoncé des corrections de résultats plus prononcées que dans les autres secteurs.

Les périodes de dynamisme des marchés ont mis en évidence l'influence des réductions-surprises des taux directeurs. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé, à deux reprises, une baisse de 50 points de base du taux-objectif des fonds fédéraux en dehors des réunions périodiques du Comité fédéral de l'open market (CFOM). Le caractère inattendu de ces deux décisions, le 3 janvier puis le 18 avril, a entraîné un redressement général des

Des leviers d'exploitation importants affectent les bénéfices

Les marchés des actions font bon accueil aux initiatives de politique monétaire inattendues ...

marchés (tableau 1.1); les annonces de trois autres initiatives analogues n'ont pas eu les mêmes effets car elles coïncidaient avec ces réunions. Le 19 mars, la Banque du Japon a indiqué qu'elle allait adopter une stratégie d'«assouplissement quantitatif», ce qui revenait de facto à renouer avec la politique de taux zéro. En réponse à ce changement de cap imprévu, le Nikkei a gagné 7% lors de la séance de négociation suivante. Les investisseurs ont apparemment considéré ces actions-surprises comme des signaux marquant la volonté des banques centrales de relancer leur économie. D'autres assouplissements, non anticipés, ne semblent pas avoir été perçus de la même manière et ont donc eu un impact plus faible. Le 10 mai, par exemple, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont abaissé leur taux directeur, presque sans avertissement préalable, mais les marchés n'y ont guère prêté attention. Il convient de noter, cependant, que rien n'indiquait que ces banques centrales cherchaient ainsi à influencer les prix des actifs.

... mais restent sceptiques autrement

Les périodes d'emballlement des marchés ont également révélé un optimisme constant au sujet des perspectives des entreprises au-delà du ralentissement en cours, les intervenants étant prompts à voir plus loin sous la forme d'un redressement des bénéfiques. On en veut pour illustration la tendance des investisseurs en actions à se satisfaire de la simple absence de mauvaise nouvelle. Le 4 avril, par exemple, lorsque l'entreprise Dell Computer a annoncé qu'elle serait en mesure d'atteindre ses estimations de bénéfices, largement revues en baisse, le Nasdaq Composite a grimpé de 9% et le MSCI World Index de 3% en une seule séance. En d'autres temps, ce genre d'informations aurait entraîné un recul des cours, les marchés s'attendant à des chiffres supérieurs aux estimations. En avril 2001, les intervenants étaient de plus en plus convaincus que le ralentissement général serait bref et que la reprise rétablirait une expansion vigoureuse des bénéfiques. De fait, l'embellie du marché, ce mois-là, a stimulé les ratios cours/bénéfices du S&P 500, qui ont

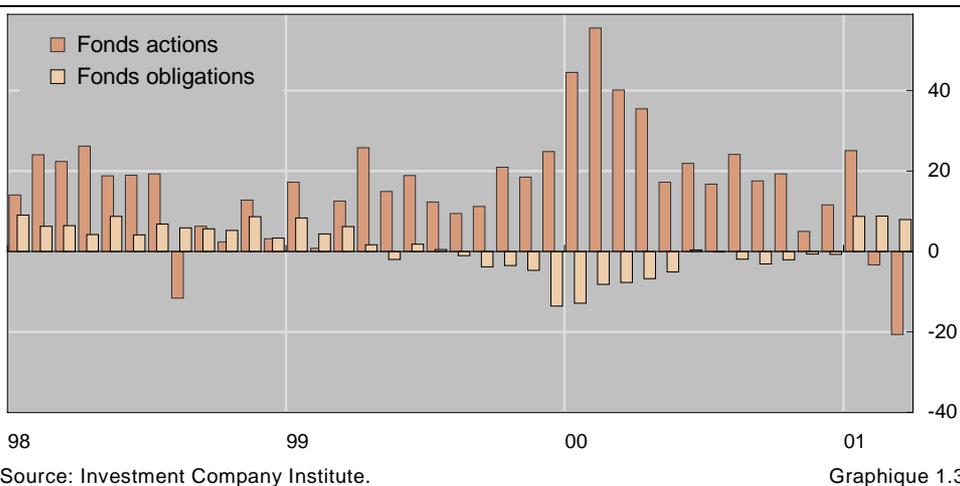
Les anticipations d'une reprise rapide font monter les ratios cours/bénéfices

Réduction du taux directeur et cours des actions en 2001				
Date	Réduction du taux directeur		Cours des actions	
	Autorité monétaire	Ampleur (en points de base)	Indice boursier	Variation (en %) sur une séance
3 janvier	Réserve fédérale	50	Nasdaq	14,2
31 janvier	Réserve fédérale	50	Nasdaq	- 2,3
8 février	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	- 0,3
1 ^{er} mars	Banque du Japon	10	Nikkei	- 3,3
19 mars	Banque du Japon	15	Nikkei	7,5
20 mars	Réserve fédérale	50	Nasdaq	- 4,8
5 avril	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	1,6
18 avril	Réserve fédérale	50	Nasdaq	8,1
10 mai	Banque d'Angleterre	25	FTSE 100	1,2
10 mai	Banque centrale européenne	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15 mai	Réserve fédérale	50	Nasdaq	0,2

Tableau 1.1

États-Unis: fonds communs de placement

Flux nets mensuels, en milliards de dollars EU



atteint 27 fois leurs niveaux des douze derniers mois, soit pratiquement deux fois leur moyenne historique. Les valeurs technologiques ont été portées par un engouement encore plus grand, le Nasdaq affichant un ratio six fois supérieur à celui du S&P 500.

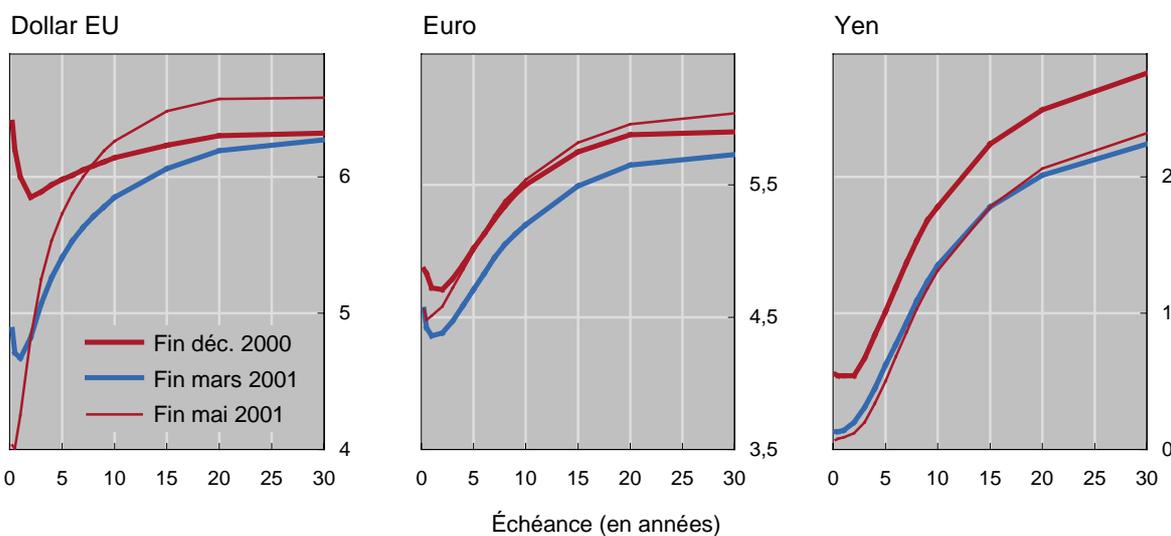
Une caractéristique intéressante de la période sous revue réside dans la rapidité inhabituelle avec laquelle les investisseurs en fonds communs de placement américains ont réagi aux performances du marché. Pour la première fois depuis le moratoire sur la dette russe en août 1998, ils se sont désengagés des fonds en actions. Lors de la baisse des cours de février-mars, \$24 milliards de retraits ont ainsi été effectués en deux mois (graphique 1.3), que les investisseurs ont transférés vers des fonds obligataires ou monétaires.

Les courbes des rendements dénotent un optimisme grandissant

La pente des courbes dollar et euro s'est progressivement accentuée au début du premier semestre 2001, du fait essentiellement des baisses des taux courts plutôt que des hausses dans le long terme (graphique 1.4). Alors que les taux longs ont fortement fléchi en mars, la morosité des marchés des actions commençant à peser sur les obligations, la tendance s'est inversée en avril, à l'idée qu'un ralentissement aux États-Unis ou en Europe serait relativement bref. L'inclinaison de la courbe dollar pour les échéances supérieures à un an témoignait alors de la confiance dans la capacité des réductions de taux directeurs à relancer la croissance. En revanche, la hausse des taux longs était sans doute révélatrice aussi des préoccupations vis-à-vis du risque d'inflation.

Courbes des rendements sur contrats d'échange de taux

En %



Graphique 1.4

L'évolution de la courbe pour les échéances courtes a suivi de près celle de l'opinion du marché au sujet des réponses des autorités monétaires au ralentissement de l'économie. L'inclinaison marquée pour les échéances moyennes a été inhabituelle, dans la mesure où, lors des précédentes périodes de détente monétaire, les primes de risque avaient généralement laissé la courbe relativement plate. Elle suggère l'absence de telles primes, preuve que les anticipations sont restées empreintes d'une grande confiance. En janvier-février, les courbes ont intégré la perspective d'une détente monétaire aux États-Unis et dans la zone euro, avec une baisse des taux directeurs s'achevant fin 2001. À la mi-mai, la pente descendante pour les échéances courtes avait quasiment disparu. Dans le cas de la courbe dollar, cette stabilisation a été due à la politique déterminée de réduction des taux menée par la Réserve fédérale: les marchés se sont montrés prêts à attendre l'évolution des statistiques macroéconomiques avant de prendre en compte de nouvelles baisses des taux dans la courbe des rendements.

Dans la zone euro, où l'accentuation de la pente a été de toute façon moins prononcée, deux phases sont apparues. De février à début mai, les anticipations d'une stratégie de l'Eurosystème analogue à celle de la Réserve fédérale ont peu à peu disparu, provoquant une hausse progressive et un aplatissement de la courbe prévisionnelle des taux courts. Après la réduction-surprise des taux directeurs le 10 mai, le marché a revu à la baisse ses perspectives pour les taux courts euro, mais les taux longs sont restés quasiment inchangés.

Les faibles primes de risque intégrées dans les courbes dénotent une grande confiance

Quel que soit le scénario de croissance, les marchés soutiennent le dollar

Sur les marchés des changes, les cambistes ont trouvé des raisons de soutenir le dollar EU en présence de scénarios optimistes ou pessimistes. Une reprise en V rapide devait aboutir à une expansion vigoureuse du PIB et de la productivité ainsi qu'à un rebond des cours des actions aux États-Unis, rétablissant les facteurs qui ont soutenu le dollar face aux autres monnaies ces deux dernières années. Paradoxalement, un ralentissement de l'économie plus prolongé pouvait également paraître bénéfique au dollar, du fait de son statut de monnaie refuge et de l'idée qu'il en résulterait ailleurs une croissance encore plus lente et des rendements plus faibles. En conséquence, l'euro est revenu de \$0,94 à moins de \$0,88 en mars, alors qu'au même moment les places boursières américaines (et autres) renouaient avec leurs creux récents. Pourtant, lorsque tous les marchés des actions se sont redressés en avril-mai, le dollar s'est maintenu dans une fourchette de 0,88-0,90 contre euro, puis s'est encore apprécié.

Les investisseurs en obligations d'entreprises voient au-delà du ralentissement, mais les banques se montrent prudentes en matière de prêts

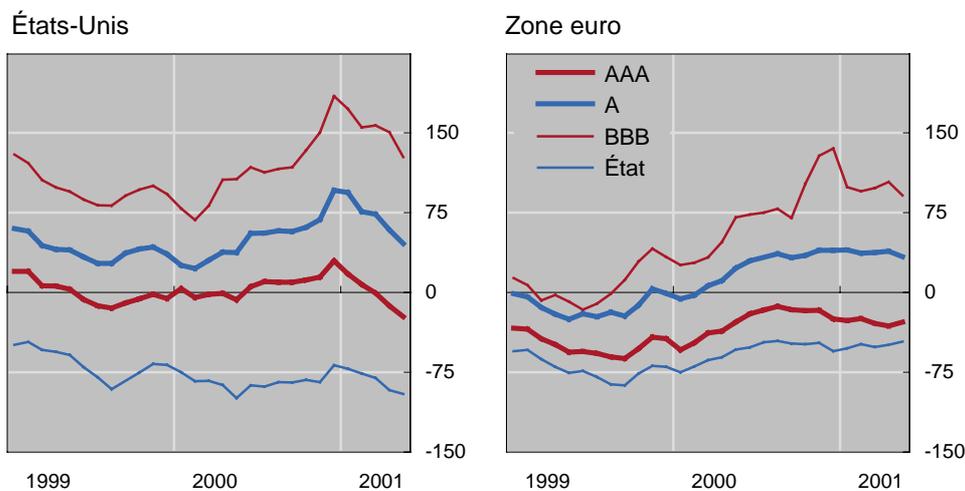
Alors que les investisseurs avaient du mal à prévoir la rentabilité des actions, ils ont semblé moins versatiles pour les obligations d'entreprises et ont opté pour une attitude assez optimiste à l'égard de la croissance et des conditions de crédit. Il faut y voir en partie le fait que les marchés obligataires avaient davantage pris en compte des perspectives de croissance négatives dans les derniers mois de 2000. Dès la crise financière de l'automne 1998, en effet, ils avaient commencé à intégrer des anticipations d'augmentation du risque de crédit. C'est pourquoi la détérioration des attentes en matière de profits, même lorsqu'elle a été confirmée par des avertissements sur résultats, a eu un impact moins marqué sur l'obligataire que sur les actions.

Les marges de crédit s'amenuisent, ce qui contribue à la baisse du coût global du crédit ...

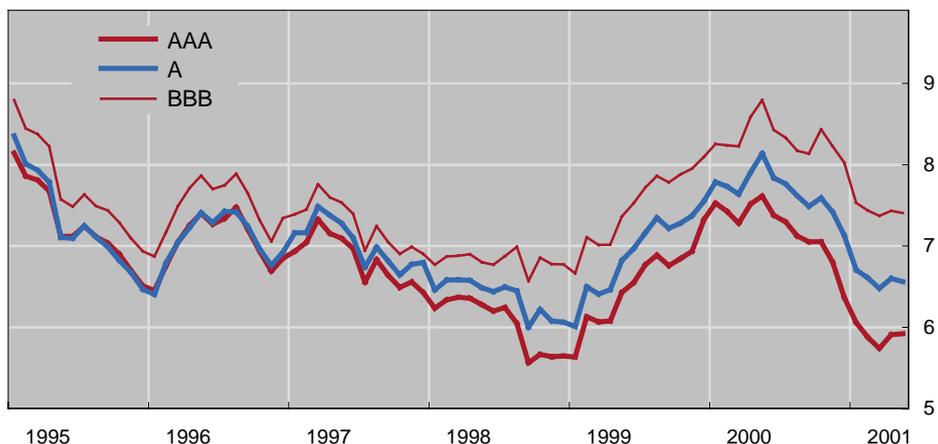
Les marges de crédit pour les entreprises se sont nettement contractées pour la plupart des catégories d'emprunts, en janvier et de manière plus modérée par la suite (graphique 1.5). Alors qu'elles n'ont pas fléchi aussi régulièrement pour les titres à haut rendement et que, pour d'autres, leur resserrement les a simplement ramenées à leurs niveaux de la mi-2000, le fait que les taux correspondants des opérations sans risque ont également baissé indique que le coût total du crédit aux entreprises a fortement diminué au premier trimestre 2001. Les indices Merrill Lynch des rendements A et BBB sont revenus respectivement à environ 6,5% et 7,5%, chiffres sans précédent depuis le premier semestre 1999. Pour certains emprunteurs, et notamment les sociétés de télécommunications, les rendements ont cependant été bien supérieurs sur le marché secondaire que pour d'autres bénéficiant de la même notation. De plus, les marges ont atteint un niveau très élevé par rapport à leurs valeurs absolues. Celles des catégories A et BBB vis-à-vis des contrats d'échange en dollars EU se sont maintenues à des niveaux enregistrés seulement deux fois au cours des dix dernières années: au début de 1991 et, brièvement, à l'automne 1998.

Obligations d'État et d'entreprises: écart de rendement¹

Chiffres de fin de mois



Pour mémoire: historique des rendements aux États-Unis²



¹ Entre indice obligataire et contrat d'échange 10 ans, en points de base. ² En %.

Sources: Bloomberg; Merrill Lynch; données nationales.

Graphique 1.5

De manière assez inhabituelle, le resserrement des marges a coïncidé avec la poursuite du repli des cours des actions pendant la plus grande partie du premier trimestre. Cela ne signifie pas nécessairement, toutefois, que le marché obligataire prévoyait une diminution des probabilités de défaillance au moment même où le marché des actions revoyait à la baisse ses prévisions de résultats des sociétés. Selon les chiffres de Moody's, en effet, 7,5% des émetteurs de la catégorie spéculative se sont retrouvés en situation de défaillance entre mai 2000 et avril 2001 et le nombre des déclassements a dépassé de 2% les rehaussements. Moody's prévoit actuellement que, pour cette catégorie spéculative, le taux de défaillance atteindra 10% sur l'ensemble de 2001. Si cette prévision se vérifie, ce taux serait le plus fort depuis 1991, où il avait légèrement dépassé 10%.

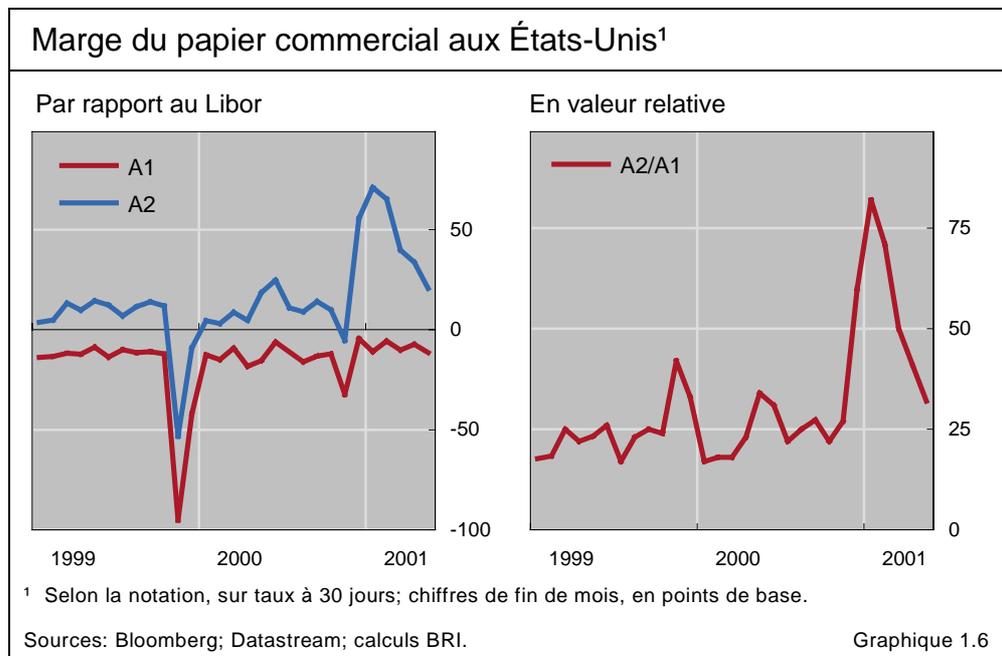
... en dépit du repli des cours des actions et de l'augmentation des taux de défaillance ...

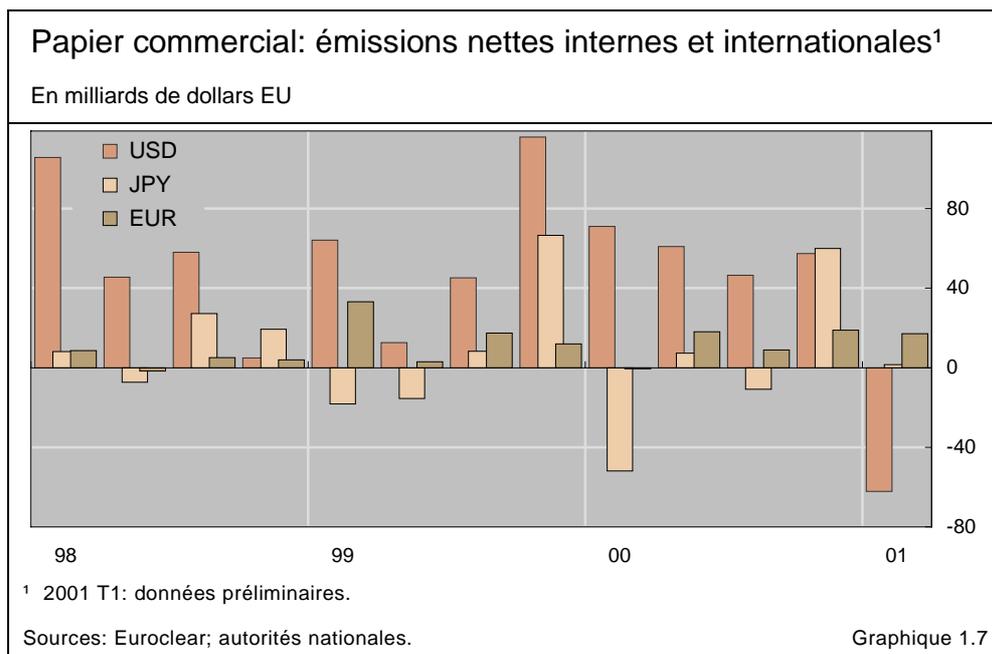
... alors que les investisseurs sont devenus plus tolérants à l'égard du risque de crédit

En fait, la contraction des marges pour les entreprises s'explique en partie par le désir renouvelé des investisseurs de renforcer leur exposition au risque de crédit. Aux États-Unis, un autre facteur réside dans la diminution de la prime de rareté associée aux titres d'État, par suite des progrès réalisés par le nouveau gouvernement dans la mise en œuvre d'une politique budgétaire visant à réduire l'encours de la dette plus lentement que le marché ne l'a prévu. Le recul du marché des actions en février-mars n'a donc pas été lié à un mouvement de «recherche de la qualité» comme à l'automne 1998 ou, dans une moindre mesure, lors du passage à l'an 2000. Plutôt que d'échanger leurs titres à risque de tous types contre des obligations d'État comme par le passé, de nombreux investisseurs, y compris les détenteurs de parts de fonds communs de placement américains, semblent avoir cette fois délaissé les actions pour des obligations d'entreprises (graphique 1.3).

Les signatures de second rang réagissent rapidement par des émissions à long terme

Le regain d'intérêt pour les obligations d'entreprises a contribué, au premier trimestre, à la forte augmentation des émissions à long terme inférieures à AAA (section 3). L'incitation à lancer des opérations a été d'autant plus vive que les émissions d'actions n'ont guère suscité d'enthousiasme. Compte tenu de l'ampleur et de l'instabilité persistantes des marges du papier commercial (graphique 1.6) et de la réserve manifestée par les banques, de nombreuses entreprises ont profité de leur accès retrouvé aux marchés obligataires pour réduire leur encours de papier commercial et de dette bancaire. Les sociétés de télécommunications, aux prises avec un endettement important lié à l'acquisition de licences et à la nécessité de développer ou de moderniser leurs réseaux, ont tiré rapidement parti de l'amélioration des conditions de financement.





Contrairement aux investisseurs en obligations, les banques ont fait preuve de prudence avant de consentir de nouveaux prêts dans les premiers mois de 2001. Elles s'étaient retrouvées à la tête d'expositions non souhaitées vers la fin de 2000, lorsque de nombreux emprunteurs avaient été dans l'incapacité de refinancer leurs crédits-relais sur l'obligataire pendant que d'autres sollicitaient leurs lignes de soutien bancaires. Si la reprise du marché des obligations d'entreprises a permis le remboursement d'une partie de ces emprunts en 2001, les banques ont été réticentes à prêter, en raison de la détérioration de la qualité de crédit des emprunteurs. Les nouvelles opérations de crédits consortiaux internationaux ont régressé de 20% en termes corrigés des variations saisonnières, avec une baisse particulièrement marquée du volume des lignes de soutien d'émissions de papier commercial (encadré page 23). Des enquêtes auprès de hauts responsables des opérations de crédit des banques, réalisées par la Réserve fédérale en janvier, mars et mai, indiquent que la moitié d'entre eux environ ont durci les conditions d'octroi de prêts à usage commercial et industriel aux grandes sociétés en 2001, pourcentage en nette augmentation depuis l'an dernier. À l'instar des marges de crédit évoquées précédemment, cet indicateur de la tension du marché n'avait pas atteint pareils niveaux depuis la fin de 1990 et le début de 1991.

La prudence croissante des banques à l'égard du risque de crédit peut expliquer le ralentissement, au premier trimestre, du rythme des émissions de papier commercial, qui nécessitent habituellement l'ouverture d'une ligne de soutien. Ces émissions nettes sur le marché international («europapier commercial») sont revenues de \$27 milliards au quatrième trimestre 2000 à \$16 milliards (graphique 1.7) alors que, dans l'ensemble, les émissions nettes sur les principaux marchés nationaux ont été négatives. Les marges de crédit entre les émissions de papier commercial de qualité élevée et les autres, qui s'étaient envolées en 2000, sont restées très instables, après la défaillance de

La prudence des banques ...

... contribue à la faiblesse des émissions de papier commercial

deux compagnies d'électricité californiennes et les difficultés de remboursement d'autres gros emprunteurs. En fin de trimestre, ces marges avaient toutefois retrouvé leurs niveaux habituels.

Reprise des emprunts des économies émergentes dans un marché hiérarchisé

Les flux vers les marchés émergents progressent ...

Les financements vers la plupart des économies émergentes ont bénéficié d'un goût du risque retrouvé des investisseurs en obligations dans les pays industriels. Les émissions nettes de titres sont repassées en territoire positif, après être devenues négatives les trois mois précédents (graphique 1.8). Le flux de titres est néanmoins resté modéré par rapport aux trois premiers trimestres de 2000, tassement qui s'inscrit dans le prolongement de la tendance des derniers mois de l'année. Les marchés émergents ont procédé à des remboursements nets de dette bancaire au quatrième trimestre 2000 de même que sur l'ensemble de l'année (section 2). De plus, les exportateurs de pétrole et les économies de l'Est asiatique ont effectué d'importants dépôts auprès des banques déclarantes.

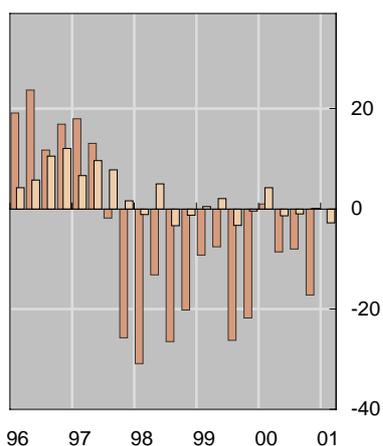
... mais restent modérés

Plusieurs raisons font que les flux sont restés relativement modérés. Premièrement, de nombreux emprunteurs de marchés émergents ont continué d'enregistrer un excédent courant et n'ont donc pas eu besoin de financement extérieur. Deuxièmement, les investisseurs se sont méfiés de l'impact d'un ralentissement de l'économie américaine et de la faiblesse persistante de la croissance japonaise sur les économies émergentes, notamment sur celles qui

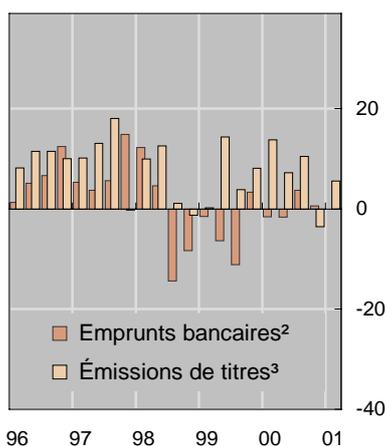
Économies émergentes¹: financements internationaux

En milliards de dollars EU

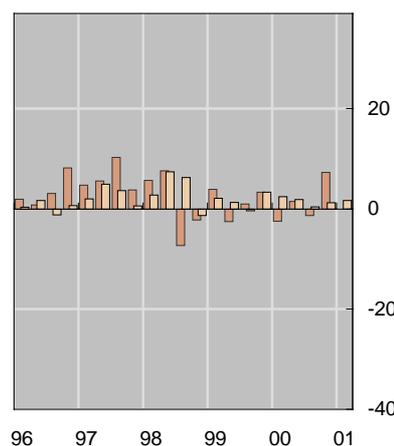
Asie et Pacifique



Amérique latine et Caraïbes

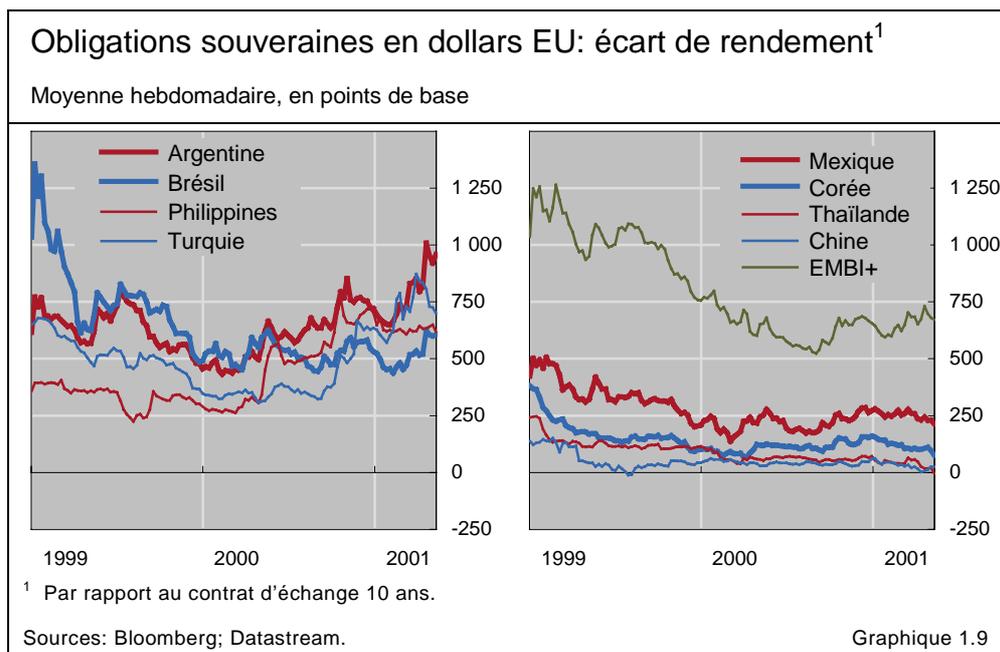


Europe



¹ Voir liste au tableau 7A de l'Annexe. ² Variation, hors effets de change, des prêts transfrontières des banques déclarantes BRI. 2001 T1: données non disponibles. ³ Instruments du marché monétaire, obligations et effets, en termes nets.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; données nationales; BRI, statistiques bancaires territoriales. Graphique 1.8



dépendent de leurs exportations de matériel électronique. Les marchés considèrent apparemment que les pays d'Asie sont vulnérables aux perspectives du secteur technologique américain et que les économies latino-américaines sont exposées aux variations plus générales des marchés des actions. Une poursuite de l'affaiblissement du yen passe aussi pour un risque particulièrement sérieux pour l'Asie. Troisièmement, les banques des pays industriels ont recherché de plus en plus des expositions de crédit sur les marchés émergents à travers des acquisitions de banques locales plutôt que dans le cadre de prêts transfrontières.

Le dernier facteur qui peut avoir freiné les crédits à ce groupe tient aux turbulences économiques chroniques, surtout en Argentine et en Turquie. Ainsi que l'indique une comparaison des marges sur le marché secondaire, si les investisseurs continuent à demander des primes de risque relativement faibles pour des signatures de qualité telles que le Mexique, la Corée et la Thaïlande, ils sont devenus plus réfractaires aux emprunteurs des pays moins bien notés, notamment le Brésil et les Philippines (graphique 1.9). Comme mentionné précédemment, cela n'a pas encore eu d'effet sensible sur l'accès au marché, ne serait-ce que parce que les besoins de financement extérieur sont généralement modestes. Or, si les investisseurs et les banques persistent dans leur réticence à l'égard de cette catégorie de risque, les emprunteurs concernés pourraient connaître des difficultés lorsqu'il leur faudra solliciter rapidement les marchés.

2. Marché bancaire

Le bond spectaculaire de l'activité interbancaire au quatrième trimestre 2000 a clos une année exceptionnelle. Les statistiques territoriales indiquent une hausse de \$400 milliards des créances transfrontières, dont \$302 milliards pour l'interbancaire¹, qui s'explique essentiellement par le recyclage d'un volume de fonds substantiel des économies émergentes vers le monde industriel. Les pays exportateurs de pétrole et économies émergentes de l'Est asiatique ont été les principaux bailleurs, les États-Unis figurant parmi les premiers bénéficiaires.

Grâce à cet essor du quatrième trimestre, la progression des créances transfrontières a atteint \$1 200 milliards sur l'année, ce qui représente un quadruplement par rapport à 1999 mais un léger repli vis-à-vis de 1997. Ce chiffre global est gonflé par l'activité interbancaire, qui est normalement sujette à un effet multiplicateur. Les prêts au secteur non bancaire ont diminué en 2000 (de \$107 milliards en 1999 à \$55 milliards), tandis que les achats de titres ont continué à augmenter, avec un accroissement multiplié par six pour les titres émis par des résidents américains. Fin 2000, les titres représentaient 23% de l'encours des créances bancaires transfrontières (contre 15% en 1997).

En dehors de ces achats de titres, l'année a encore été plutôt morose pour les prêts aux économies émergentes. Suite aux acquisitions d'établissements financiers locaux, surtout latino-américains, par des banques étrangères, les flux de titres ont bondi à \$26 milliards (\$6 milliards en 1999). En revanche, les crédits aux économies émergentes, d'Asie notamment, ont de nouveau régressé (-\$36 milliards). Bien que les créances se soient contractées à un rythme beaucoup moins rapide que les années antérieures, les sorties nettes des économies émergentes vers les banques internationales ont été

¹ L'analyse qui suit sur les flux bancaires internationaux s'appuie principalement sur les statistiques territoriales BRI, fondées sur le lieu de résidence des banques déclarantes et corrigées des variations de change. Elles diffèrent quelque peu des statistiques consolidées, dont les plus récentes ont fait l'objet d'un communiqué de presse spécifique, le 7 mai 2001. Au sujet des écarts entre ces deux séries de données, voir «Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics» dans l'Annexe statistique à la présente édition.

Créances transfrontières des banques

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

	1999	2000	1999	2000				Encours à fin déc. 2000
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	276,1	1 171,8	125,7	445,1	116,9	210,1	399,7	10 764,4
Prêts interbancaires ¹	-214,3	658,7	- 1,1	285,2	-23,4	94,7	302,2	6 262,8
Prêts au secteur non bancaire	106,7	55,0	34,4	26,5	- 1,4	17,7	12,2	2 069,9
Titres ²	383,7	458,0	92,4	133,3	141,8	97,7	85,2	2 431,7
Envers les pays développés	467,6	1 114,1	112,9	486,1	116,8	177,7	333,5	8 394,2
<i>dont: intra-euro³</i>	258,7	140,7	- 1,7	108,1	-13,5	26,2	19,8	1 573,4
Prêts interbancaires ¹	33,4	674,9	- 0,5	337,6	8,4	86,1	242,8	4 990,5
Prêts au secteur non bancaire	117,0	69,1	39,6	41,5	-13,2	23,5	17,4	1 395,1
Titres ²	317,2	370,1	73,9	107,0	121,7	68,2	73,2	2 008,6
Envers les places franches	-102,6	50,4	32,0	-50,1	5,5	27,5	67,5	1 257,6
Prêts interbancaires ¹	-139,7	- 18,8	35,9	-63,5	-17,6	13,6	48,6	843,3
Prêts au secteur non bancaire	9,3	18,4	-11,0	- 0,9	12,6	- 2,0	8,7	247,0
Titres ²	27,7	50,8	7,1	14,3	10,4	15,8	10,3	167,3
Envers les économies émergentes	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Prêts interbancaires ¹	- 58,6	- 8,9	- 6,7	6,1	- 9,9	- 6,9	1,9	354,1
Prêts au secteur non bancaire	- 16,6	- 27,5	- 2,9	-16,2	- 0,1	- 0,5	-10,7	399,2
Titres ²	6,1	26,3	3,3	11,4	6,3	6,2	2,5	152,1
Créances non attribuées	- 19,8	17,3	-12,9	7,7	- 1,6	6,1	5,0	207,2
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Crédits consortiaux⁴</i>	1 025,9	1 465,7	286,2	261,8	373,9	424,3	405,7	

¹ Y compris transactions intragroupes. ² Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs représentant moins de 5% de l'encours total des créances. ³ Créances des banques dans la zone euro sur les résidents de la zone euro. ⁴ Facilités conclues.

Sources: Capital DATA; BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau 2.1

supérieures à leur moyenne annuelle durant les crises de 1997-99, en raison de dépôts transfrontières soutenus.

Essor de l'interbancaire

Au quatrième trimestre 2000, les bilans interbancaires ont enregistré une forte progression. Les prêts transfrontières aux banques des pays développés et des places franches ont augmenté, dans les mêmes proportions que les engagements interbancaires (+\$291 milliards, tableau 2.1). L'essor de l'interbancaire a été comparable à celui du dernier trimestre 1997 et de janvier-mars 2000.

Expansion notable des bilans interbancaires ...

Les flux interbancaires nets se sont principalement dirigés des places franches et des États-Unis vers le Royaume-Uni, le Japon et la France. Ils ne traduisent généralement qu'en partie l'évolution des actifs interbancaires, car le processus de distribution des fonds accroît à la fois le passif et l'actif. Des ressources émanant des îles Caïmans, de Hong-Kong et des États-Unis ont transité au Royaume-Uni, avant de repartir vers la zone euro et le Japon. Les banques nippones ont également bénéficié de gros transferts en provenance de la zone euro et de Singapour, tandis que les banques européennes, françaises en particulier, ont reçu des capitaux américains. Pour compliquer encore le tableau, d'importantes transactions ont eu lieu entre des établissements suisses et leurs filiales au Japon et aux États-Unis ainsi qu'entre des banques américaines et leurs implantations aux îles Caïmans.

Dépôts substantiels des économies émergentes

... sous l'impulsion
des dépôts des
économies
émergentes

Alors que l'expansion de l'interbancaire s'expliquait, en 1997, par le recyclage des remboursements élevés des emprunteurs d'Asie et, au premier trimestre 2000, par la demande de capitaux des emprunteurs non bancaires de la zone euro, elle semble due cette fois, au moins pour une part, au recyclage des dépôts substantiels des économies émergentes. Celles-ci ont apporté, au quatrième trimestre, \$28 milliards aux banques internationales, soit \$145 milliards en 2000, presque cinq fois plus qu'en 1999. En termes de PIB des économies émergentes, il s'agit du pourcentage le plus important (2%) depuis 1979-80, époque où les pays exportateurs de pétrole avaient placé des recettes exceptionnelles.

Intensification des
dépôts de Taiwan

Les dépôts de Taiwan, Chine (Taiwan pour les besoins de la présente publication) ont vivement augmenté en fin d'année. Au premier semestre, les engagements vis-à-vis de Taiwan avaient peu varié (tableau 2.2), mais, au second, les résidents ont placé plus de \$19 milliards, dont \$12,6 milliards au dernier trimestre. La plupart de ces fonds, libellés en dollars EU, sont allés vers des places franches ou aux États-Unis et provenaient, pour les trois quarts, de banques, plutôt que d'entreprises ou d'autres entités non bancaires. Le secteur non bancaire taiwanais a intensifié ses achats de devises l'an passé mais, au lieu de les investir à l'étranger, les a confiés à des établissements financiers locaux, qui ont ensuite déposé leur excédent de devises dans les banques internationales. La préférence de la clientèle non bancaire pour des comptes taiwanais suggère que l'augmentation des dépôts transfrontières n'a été liée ni au risque politique ni au risque de crédit associé aux banques locales.

Positions extérieures des banques envers les économies émergentes

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

	1999	2000	1999	2000				Encours à fin déc. 2000
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Créances	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Afrique et Moyen-Orient	0,2	- 7,7	5,2	- 6,3	- 1,0	- 1,4	1,0	151,8
Arabie Saoudite	2,0	0,0	0,9	- 1,2	- 0,1	0,1	1,3	26,2
Amérique latine	- 16,2	14,0	3,5	5,0	2,0	4,4	2,7	295,2
Argentine	0,6	1,3	1,0	- 1,2	- 0,1	2,4	0,2	49,1
Brésil	- 8,9	10,0	3,2	1,5	0,1	3,8	4,6	96,3
Asie et Pacifique	- 61,9	- 28,6	- 19,9	3,0	- 7,3	- 6,0	- 18,3	284,8
Chine continentale	- 17,1	- 5,3	- 5,7	0,1	- 3,4	- 1,5	- 0,5	59,8
Taiwan, Chine	- 3,3	- 3,9	0,7	1,3	- 0,1	- 0,8	- 4,3	15,4
Europe	8,9	12,2	4,9	- 0,4	2,6	1,8	8,3	173,8
Russie	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	36,0
Turquie	5,8	11,4	1,4	2,7	2,7	2,6	3,4	49,5
Engagements ¹	31,8	145,1	27,8	42,2	20,7	53,9	28,2	1 051,0
Afrique et Moyen-Orient	- 6,8	47,8	16,7	7,6	8,4	21,7	10,1	315,4
Arabie Saoudite	- 17,9	10,8	1,2	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	60,1
Amérique latine	13,4	10,6	4,4	6,2	- 2,1	10,2	- 3,7	252,1
Argentine	0,1	3,2	3,7	0,4	0,1	3,7	- 1,0	40,9
Brésil	2,2	- 4,1	- 2,6	1,2	- 8,9	2,8	0,7	49,1
Asie et Pacifique	4,9	65,8	- 0,6	26,6	9,5	12,8	16,9	360,0
Chine continentale	- 3,9	35,8	- 0,1	12,0	10,4	5,3	8,1	102,3
Taiwan, Chine	7,5	19,6	2,8	0,0	0,6	6,5	12,6	64,6
Europe	20,3	21,0	7,3	1,8	4,9	9,2	5,1	123,6
Russie	3,8	7,3	0,8	2,4	3,4	3,2	- 1,8	23,4
Turquie	3,3	2,3	2,0	0,0	- 0,6	0,3	2,6	20,7
Flux nets ²	- 100,9	- 155,1	- 34,1	- 40,9	- 24,5	- 55,2	- 34,5	- 145,5
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Dépôts membres OPEP</i>	- 19,8	37,8	13,3	1,9	9,5	18,0	8,5	233,2

¹ Dépôts essentiellement. Comprend d'autres passifs représentant moins de 1% de l'encours total des engagements.

² Créances moins engagements.

Source: BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau 2.2

Les écarts de taux d'intérêt et la faiblesse de la demande de prêts en devises expliquent la poursuite des dépôts en provenance de Chine continentale². Les résidents, là encore essentiellement des banques, ont apporté \$8,1 milliards aux établissements internationaux au quatrième trimestre et \$35,8 milliards sur l'année (25% des dépôts des économies émergentes). Au quatrième trimestre, les dépôts étaient libellés, pour un peu plus de moitié, en dollars de Hong-Kong, mais, sur l'ensemble de l'année, le

Poursuite des dépôts en provenance de Chine continentale ...

² Au sujet de l'expansion des dépôts en devises au sein du système bancaire chinois, voir l'étude de R. N. McCauley et Y. K. Mo «Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine», *Rapport trimestriel BRI*, août 2000.

dollar EU a été le premier choix des déposants. Les fonds chinois ont été placés en quasi-totalité auprès de places franches ou en Europe.

... et des membres de l'OPEP

Après la Chine et Taiwan, les pays exportateurs de pétrole ont été les principaux déposants en 2000. Les fonds en provenance des membres de l'OPEP ont totalisé \$9 milliards au quatrième trimestre et \$38 milliards en 2000 (26% du total des dépôts), essentiellement libellés en dollars EU et placés au Royaume-Uni. L'Arabie Saoudite et l'Iran arrivent en tête, avec respectivement \$10,8 milliards et \$8,1 milliards pour l'année. Hors OPEP, les plus gros placements ont été effectués par le Mexique (\$7,1 milliards) et la Russie (\$7,3 milliards), qui ont procédé à des retraits au quatrième trimestre.

Le gonflement des réserves des banques centrales n'explique pas l'abondance des dépôts

Les banques centrales des économies émergentes ne semblent pas avoir beaucoup contribué à ces flux. À première vue, le gonflement de \$76 milliards de leurs réserves en devises aurait pu expliquer l'abondance des dépôts auprès des banques déclarantes³, mais les chiffres ne confirment pas cette hypothèse. Les flux transfrontières entre autorités monétaires officielles (principalement des banques centrales) et banques déclarantes ont régressé en 2000, revenant de \$60 milliards en 1999 à \$43 milliards. Comme ces flux recouvrent les dépôts des instituts d'émission du monde entier, les retraits des banques centrales des pays industriels auraient fort bien pu compenser les dépôts de leurs homologues des économies émergentes, ce qui ne semble pas être le cas, cependant, puisque les réserves des premières ont également augmenté en 2000 (+\$55 milliards)⁴.

Nouveau recul des créances sur les économies émergentes

Sorties nettes pour toutes les régions émergentes, à l'exception de l'Amérique latine

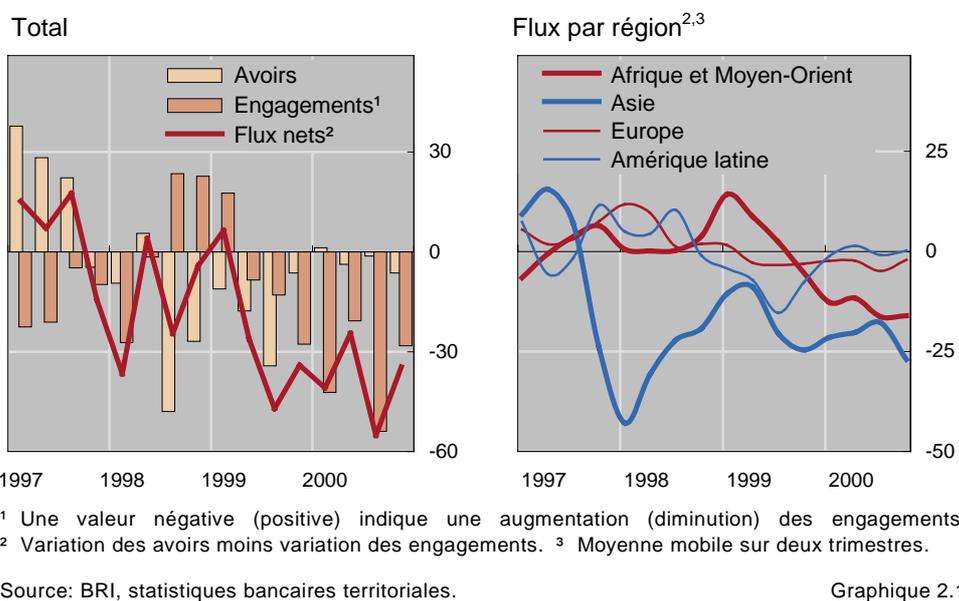
Contrairement à ce qui s'est produit durant les années 70, les dépôts récents des économies émergentes ne sont pas revenus, après recyclage, vers leur zone d'origine. Compte tenu de la modification des actifs et des passifs, l'Amérique latine est la seule région émergente à avoir été bénéficiaire nette de fonds en 2000 (graphique 2.1). Avec \$3 milliards, ce montant dépasse encore les nouveaux emprunts auprès des banques internationales, car le besoin de financement extérieur a été atténué par d'amples excédents courants. Au quatrième trimestre, les avoirs bancaires en Amérique latine sont restés concentrés sur le Brésil, dont les engagements se sont accrus de \$4,6 milliards (tableau 2.2), en raison surtout de l'achat de Banespa, banque d'État privatisée en novembre par Banco Santander Central Hispano (Espagne).

³ Les engagements à l'égard des banques des économies émergentes ont progressé de \$123 milliards en 2000. Dans les statistiques bancaires territoriales, les contreparties incluent les banques centrales ainsi que les banques commerciales. Les établissements déclarants communiquent un chiffre global pour leurs engagements vis-à-vis des autorités monétaires officielles, avec une ventilation par monnaie mais non par pays (voir tableau 5C de l'Annexe statistique).

⁴ Au sujet de la composition par instrument des réserves en dollars EU des banques centrales, voir B. Fung et R. N. McCauley «Composition par instrument des réserves de change en dollars EU», *Rapport trimestriel BRI*, novembre 2000, pp. 62-63.

Positions extérieures des banques envers les économies émergentes

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



L'augmentation de \$10 milliards des créances sur le Brésil en 2000 a été liée, pour plus de moitié, aux acquisitions étrangères de banques locales. Les banques étrangères ont prêté \$1,1 milliard à l'Argentine au quatrième trimestre mais ont vendu pour \$0,9 milliard de titres argentins. Elles ont également cédé leurs titres mexicains, contribuant ainsi au recul des créances sur le Mexique au dernier trimestre (-\$3,9 milliards).

Brésil et Turquie
principaux
bénéficiaires des
nouveaux crédits

Parmi les pays européens émergents, la Turquie a été de loin le premier bénéficiaire des flux bancaires. En 2000, les créances transfrontières sur ce pays ont davantage augmenté (+\$11,4 milliards) que vis-à-vis de toute autre économie émergente. Rien qu'au quatrième trimestre, les banques ont prêté \$3,4 milliards à la Turquie, les deux tiers au secteur non bancaire, principalement pour le financement de projets et pour l'administration centrale. Le secteur bancaire, malgré l'apparition de difficultés, a obtenu le tiers restant. Des données plus récentes sur les prêts consortiaux indiquent néanmoins une forte réduction des prêts à la Turquie au début de 2001 (encadré page 23).

Les remboursements des emprunteurs asiatiques, qui étaient revenus à leur plus bas niveau au premier semestre, ont repris au quatrième trimestre. Les créances bancaires sur les économies émergentes d'Asie ont baissé de \$18 milliards, portant leur repli à \$29 milliards pour l'année. De prime abord, le rythme des sorties apparaît bien moins soutenu qu'en 1999, où les créances avaient diminué de \$62 milliards. En réalité, compte tenu de l'évolution des dépôts, les sorties nettes vers les banques déclarantes ont, en fait, progressé (de \$67 milliards en 1999 à \$94 milliards).

Recul prononcé des créances sur la Corée et Taiwan

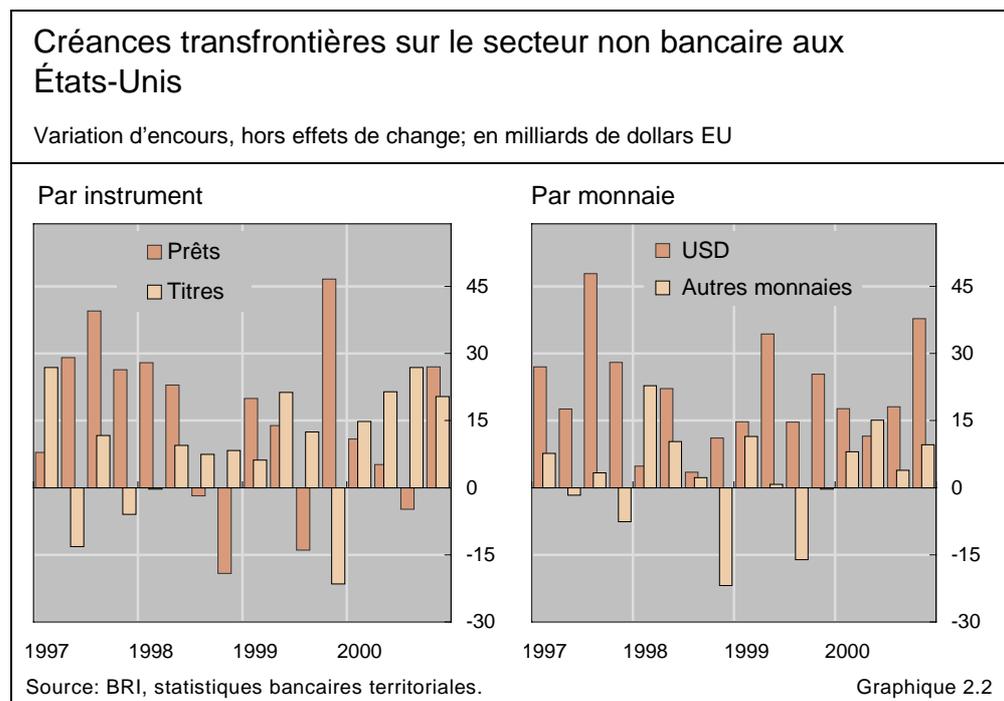
Au quatrième trimestre, le recul des créances sur les emprunteurs asiatiques a résulté, pour moitié, d'une contraction des prêts à la Corée (-\$9,2 milliards), elle-même partiellement liée au dénouement d'opérations de pension conclues en cours d'année par des banques américaines avec des emprunteurs coréens. Les créances transfrontières sur les résidents de Taiwan ont diminué de \$4,3 milliards, ce qui constitue une baisse sans précédent sur un trimestre. L'expansion rapide des dépôts en devises dans le système financier local a modéré le recours à l'étranger des banques locales. En outre, le regain d'attention accordé en 2000 à la solidité du système financier taiwanais a incité de nombreuses banques étrangères à réduire leur exposition.

Acheminement de fonds vers les États-Unis

Au lieu de bénéficier aux économies émergentes, les fonds interbancaires ont alimenté l'augmentation des prêts au secteur non bancaire dans les pays industriels, notamment aux États-Unis. Les banques déclarantes ont aussi continué à investir des montants substantiels dans des émissions de titres américains ou européens.

Aux États-Unis, les émetteurs de papier commercial et les télécoms se tournent vers les banques

Après plusieurs trimestres ternes, les prêts à la clientèle non bancaire aux États-Unis ont augmenté de \$27 milliards au quatrième trimestre 2000 (graphique 2.2), sous l'effet de facteurs saisonniers notamment, les entreprises aux États-Unis émettant généralement moins de papier commercial en fin d'année pour solliciter leurs lignes de crédit bancaire. D'autre part, la demande des sociétés américaines de télécommunications s'est accrue, avec \$38 milliards collectés sur le marché des crédits consortiaux.



Les banques internationales ont intensifié leurs prêts directs, tout en continuant d'absorber de grandes quantités de titres émis par des résidents américains, de sorte qu'entre 1999 et 2000 les flux transfrontières (achats de titres et crédits) ont augmenté de 43%, à \$121,8 milliards, au profit des emprunteurs non bancaires. Curieusement, 30% de ces flux ont été libellés dans d'autres monnaies que le dollar EU. Les résidents américains, y compris les agences gouvernementales, ont émis davantage d'obligations en euros en 2000; ainsi, les fonds en euros des banques internationales destinés à la clientèle non bancaire américaine, inexistant en 1999, ont totalisé \$16,2 milliards en 2000. Les flux en yens ont augmenté, passant de -\$0,5 milliard à \$9,8 milliards, cette même clientèle ayant peut-être voulu tirer parti de la faiblesse des taux en yens.

D'après les statistiques bancaires territoriales, les banques au Royaume-Uni ont alimenté sur l'année plus de la moitié des flux transfrontières vers le secteur non bancaire des États-Unis; toutefois, une proportion notable a émané de la zone euro et des banques japonaises opérant au Royaume-Uni plutôt que d'établissements y ayant leur siège social. Les statistiques consolidées, fondées sur le pays d'origine, montrent que les créances des banques allemandes sur les emprunteurs du secteur public et du secteur non bancaire privé des États-Unis ont progressé de \$49 milliards en 2000. Pour leur part, les créances bancaires japonaises ont augmenté de \$41 milliards, en raison notamment d'importants achats de titres d'agences gouvernementales américaines. Durant cette période, les avoirs des banques britanniques sur la clientèle non bancaire des États-Unis se sont accrus de \$15 milliards.

Accroissement des créances sur le secteur non bancaire américain dû principalement aux banques allemandes et japonaises

Poursuite de la contraction des créances sur le secteur non bancaire au Japon

Alors que les créances sur le secteur non bancaire ont progressé au quatrième trimestre vis-à-vis des États-Unis, elles ont régressé de \$32,7 milliards à l'égard du Japon, en raison surtout d'un désengagement des banques européennes.

En 2000, les crédits à la clientèle non bancaire japonaise ont baissé (-\$66,9 milliards) pour la cinquième année consécutive. Cette contraction s'explique principalement par la poursuite du dénouement de prêts accordés aux résidents par des établissements nippons à l'étranger. Dans l'archipel, la tourmente financière de 1997-98 avait incité nombre de banques à interrompre ou réduire leur activité à l'étranger et, ces dernières années, les besoins de financement des entreprises ont diminué en raison de la faiblesse de l'économie. L'activité des banques internationales de Hong-Kong s'en est fortement ressentie: entre fin 1997 et fin 2000, leurs créances sur les emprunteurs non bancaires japonais ont chuté de 80%, à \$39 milliards. Celles

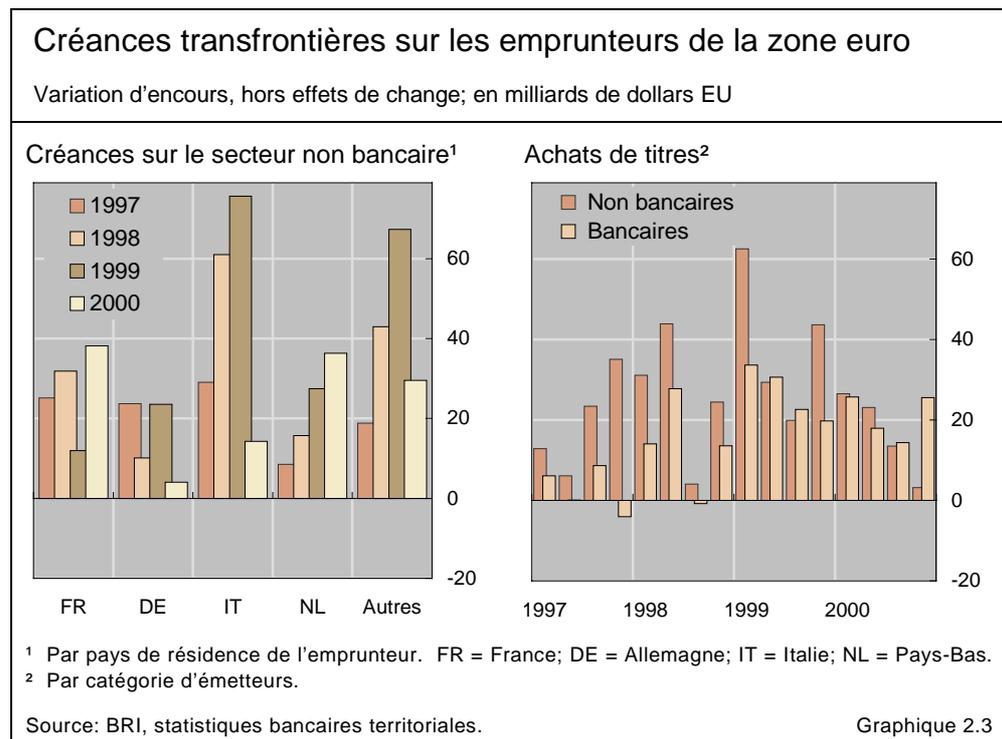
Les banques japonaises liquident des prêts comptabilisés à l'étranger

des établissements japonais sur leurs homologues de Hong-Kong, qui avaient financé une grande partie des prêts, ont fait de même⁵.

Désaffection pour les émissions non bancaires de la zone euro

Préférence des banques pour les titres bancaires à faible risque

Dans la zone euro, les flux transfrontières à la clientèle non bancaire ont fléchi à \$9,8 milliards au quatrième trimestre, leur plus bas niveau depuis le démarrage de l'union monétaire, en raison notamment du moindre goût des investisseurs pour le risque. Comme l'indiquait la précédente édition du *Rapport trimestriel BRI*, les marges se sont sensiblement accrues au dernier trimestre 2000 pour les emprunteurs de second rang, qui ont donc réduit leurs émissions. Les signatures de qualité, en revanche, ont bénéficié de conditions toujours aussi favorables. Les statistiques territoriales illustrent clairement la réorientation de la demande à l'origine de cette dégradation des conditions de financement. Si les banques déclarantes ont acheté moins d'obligations d'entreprises et de titres non bancaires, dont la note est habituellement inférieure à AAA, leurs achats transfrontières de titres bancaires ont augmenté (graphique 2.3); nombre d'entre eux, tels que les *Pfandbriefe*, très bien notés, sont considérés comme des valeurs sûres.



⁵ Au sujet de l'activité bancaire internationale de Hong-Kong, voir l'encadré de R. N. McCauley et Y. K. Mo «Évolution récente de l'activité bancaire internationale de Hong-Kong», *Rapport trimestriel BRI*, juin 1999.

Malgré le volume record collecté en 2000 par les sociétés de télécommunications de la zone euro sur le marché des crédits consortiaux, les flux à la clientèle non bancaire ont pratiquement baissé de moitié depuis 1999 (de \$206 milliards à \$122 milliards). Les prêts transfrontières aux emprunteurs non bancaires ont augmenté (graphique 2.3) dans quelques pays, notamment en France et aux Pays-Bas, mais les concours ont généralement diminué ailleurs. L'Italie a été particulièrement touchée, puisque les créances transfrontières sur le secteur non bancaire n'ont progressé que de \$14,3 milliards sur l'année, contre \$75,6 milliards en 1999.

Le ralentissement des flux transfrontières à la clientèle non bancaire est entièrement imputable aux banques de la zone euro. Du fait de l'assouplissement effectif des contrôles pruden­tiels et réglementaires sur l'asymétrie des monnaies depuis le lancement de l'euro, les établissements financiers se sont trouvés davantage incités à diversifier leurs portefeuilles en investissant dans toute la zone monétaire. En conséquence, juste avant et après l'instauration de l'union monétaire, les banques avaient intensifié leurs achats transfrontières de titres, gonflant ainsi les flux à destination du secteur non bancaire de la zone euro. Aujourd'hui, cet ajustement de portefeuille est arrivé à son terme.

Dans la zone euro,
baisse de moitié
des flux
transfrontières
vers le secteur
non bancaire

Crédits consortiaux: arrivée à échéance en 2001 d'importantes facilités à des sociétés de télécommunications

Blaise Gadanez

Après un second semestre 2000 exceptionnellement dynamique, l'activité s'est fortement ralentie sur le marché des crédits consortiaux: les facilités conclues sont revenues d'un trimestre sur l'autre de \$406 milliards à \$253 milliards. Si le premier trimestre est normalement médiocre, en termes corrigés des éléments saisonniers les transactions enregistrées ont chuté de 20%.

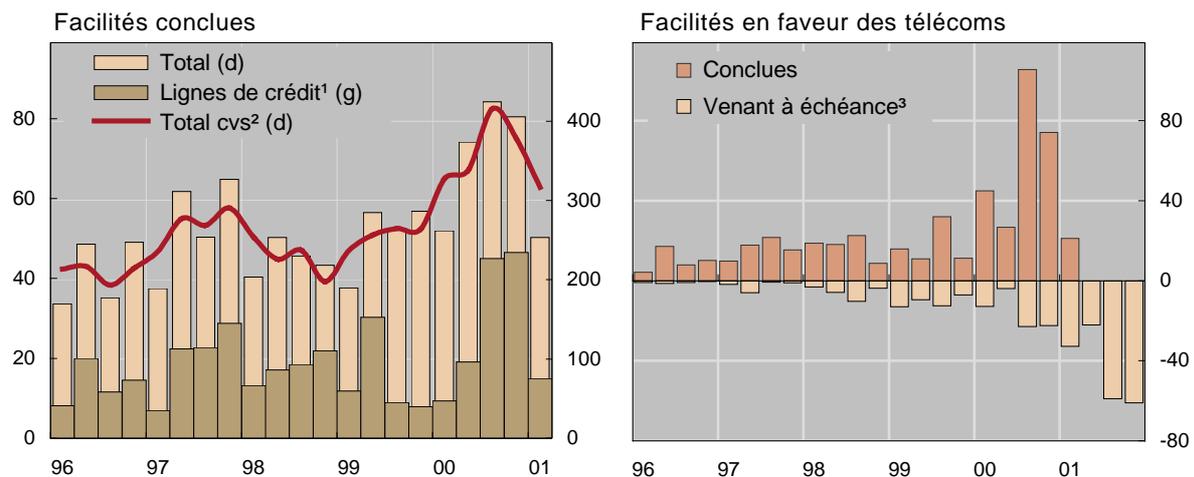
Au premier trimestre 2001, les grandes entreprises américaines ont été les principaux acteurs, Kellogg et American Home Products empruntant chacune \$6 milliards. Un montage de \$6 milliards a été mis sur pied pour Lucent Technologies, afin que la société puisse faire face à ses obligations après avoir perdu l'accès au marché du papier commercial. La détérioration générale des conditions de financement sur ce marché vers le changement d'année, et la possibilité accrue de voir les émetteurs activer leurs lignes de soutien auprès des banques commerciales, ont conduit les banques à durcir les termes des nouvelles facilités de soutien, dans le cadre notamment d'émissions de papier commercial. En conséquence, sur ce segment, les volumes ont fléchi à \$15 milliards au premier trimestre, contre \$45 milliards pour chacun des deux précédents.

La modération générale de l'activité au premier trimestre s'explique pour une bonne part par le ralentissement des prêts aux sociétés de télécommunications: au second semestre 2000, des montants massifs avaient été mis sur pied, mais le calme est revenu par la suite, les télécoms ayant préféré s'adresser au marché obligataire (page 25). En 2000, nombre de facilités télécoms étaient à court terme et devront donc être refinancées en 2001. Le premier trimestre enregistre déjà des renouvellements de transactions arrivant à échéance. Pacific Century Cyberworks a monté un prêt de \$4,7 milliards, afin de refinancer en partie une facilité contractée début 2000 pour l'acquisition de Hong Kong Telecom. En partant de l'hypothèse que les montages conclus précédemment sont tirés en totalité mais n'ont pas fait l'objet de remboursements anticipés, les amortissements devraient culminer à \$60 milliards aux troisième et quatrième trimestres 2001.

Les économies émergentes ont collecté \$13 milliards au premier trimestre. La Turquie, principal emprunteur en 2000, a été pratiquement absente. Les banques turques ont levé \$0,3 milliard, soit moins que la moyenne de \$1,4 milliard par trimestre en 2000, et les entreprises \$0,2 milliard. Le Mexique a été le plus gros bénéficiaire avec \$2,3 milliards, essentiellement pour CEMEX, cimentier, en vue de financer une acquisition aux États-Unis.

Prêts consortiaux internationaux

En milliards de dollars EU



¹ Y compris lignes de soutien dans le cadre de programmes de papier commercial. ² Procédé d'ajustement saisonnier X11 Arima, US Census Board. ³ Estimations sur la base des facilités conclues à partir de janvier 1993, dans l'hypothèse d'un tirage intégral et de l'absence de remboursement anticipé.

Sources: Capital DATA; BRI.

3. Marché des titres de dette

Les émissions nettes d'obligations classiques et autres effets à taux fixe ont vivement progressé au premier trimestre 2001, dans un contexte dominé par un resserrement des marges de crédit et des conditions globalement favorables (tableau 3.1). Leur total net agrégé s'inscrit néanmoins en recul, de \$323 à \$298 milliards, en raison d'une forte contraction des placements monétaires. Les annonces d'émissions brutes d'obligations et effets ont atteint \$578 milliards, contre \$438 milliards le trimestre précédent, et les remboursements ont augmenté de \$197 à \$269 milliards (tableau 3.2).

Signe d'un retour à la normale, les financements à long terme ont pris le pas sur ceux de courte durée. Les émissions nettes d'effets jusqu'à un an ont diminué par rapport aux montants exceptionnellement élevés du trimestre précédent, les emprunteurs ayant tiré parti des conditions favorables pour allonger leur échéancier. Les débiteurs des économies émergentes sont revenus sur l'obligataire, où les organismes publics ont renforcé leur présence, tout comme les entreprises; l'intérêt moindre pour les introductions en Bourse peut expliquer que ces dernières délaissent les marchés des actions. Certaines, d'ailleurs, déclassées par les agences de notation, se sont tournées vers les obligations internationales, faute de pouvoir émettre du papier commercial et en raison de la réticence accrue des banques à leur accorder des facilités de soutien.

Situation plus favorable pour le long terme

L'amélioration des conditions de marché a favorisé la résurgence des émissions à long terme. Comme l'indique la Vue d'ensemble (section 1), le rétrécissement des marges de crédit dans ce compartiment s'est accompagné d'une diminution générale des taux d'intérêt, qui a fait revenir les émetteurs. Les émissions nettes d'obligations classiques et autres effets à taux fixe sont passées de \$165 milliards au dernier trimestre 2000 à \$204 milliards, record historique. Parallèlement, les émissions brutes ont augmenté de 60%, à \$422 milliards (tableau 3.2).

Les émissions nettes à taux fixe inscrivent un nouveau record ...

Ce surcroît d'émissions de titres longs est dû uniquement aux emprunteurs de second rang. Parmi celles assorties d'une notation, le montant

Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	1999	2000	2000				2001	Encours à fin mars 2001
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 230,3	1 234,6	286,7	319,8	304,8	323,4	298,4	6 514,7
Instruments du marché monétaire ¹	66,4	86,5	1,3	24,4	14,9	45,9	14,6	346,1
<i>Papier commercial</i>	44,3	49,3	- 0,6	10,6	12,1	27,1	16,1	238,5
Obligations et effets ¹	1 163,9	1 148,2	285,4	295,4	289,9	277,4	283,8	6 168,7
<i>Notes à taux variable</i>	334,1	386,6	84,0	110,1	90,0	102,6	73,8	1 607,9
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	798,7	743,9	198,6	181,5	199,0	164,9	204,4	4 317,5
<i>Titres liés aux actions</i>	31,1	17,6	2,8	3,8	1,0	10,0	5,6	243,3
Pays développés	1 152,9	1 151,7	257,1	303,2	282,2	309,1	283,9	5 602,7
<i>États-Unis</i>	482,2	465,7	91,4	111,8	138,5	124,0	145,7	1 894,2
<i>Japon</i>	2,7	- 29,9	- 13,2	- 1,3	- 9,1	- 6,3	- 6,5	268,0
<i>Zone euro</i>	507,9	555,0	131,1	149,2	129,7	144,9	133,4	2 288,6
Places franches	12,0	19,1	1,4	3,7	6,8	7,2	7,3	83,0
Économies émergentes	40,8	42,1	23,3	6,3	13,4	- 0,9	6,0	458,5
Institutions internationales	24,6	21,7	4,9	6,7	2,2	7,9	1,3	370,6
Secteur privé	1 010,4	970,3	203,2	276,6	228,7	261,8	237,8	4 849,3
<i>Établissements financiers²</i>	656,7	670,7	164,7	185,3	136,1	184,6	146,5	3 189,6
<i>Entreprises</i>	353,7	299,6	38,5	91,3	92,6	77,2	91,3	1 659,7
Secteur public ³	195,3	242,6	78,6	36,6	73,8	53,6	59,3	1 294,8
<i>Administrations centrales</i>	37,2	50,5	33,1	12,7	8,3	- 3,5	6,4	483,3
<i>Agences et organismes</i>	158,1	192,0	45,5	23,9	65,5	57,2	52,9	811,5
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	341,2	254,3	29,8	72,1	40,2	112,2	-56,5 ⁴	1 983,0
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	75,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	1 539,0

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres établissements financiers. ³ Hors institutions internationales. ⁴ Chiffre préliminaire.

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

Tableau 3.1

... avec le retour des signatures de second rang ...

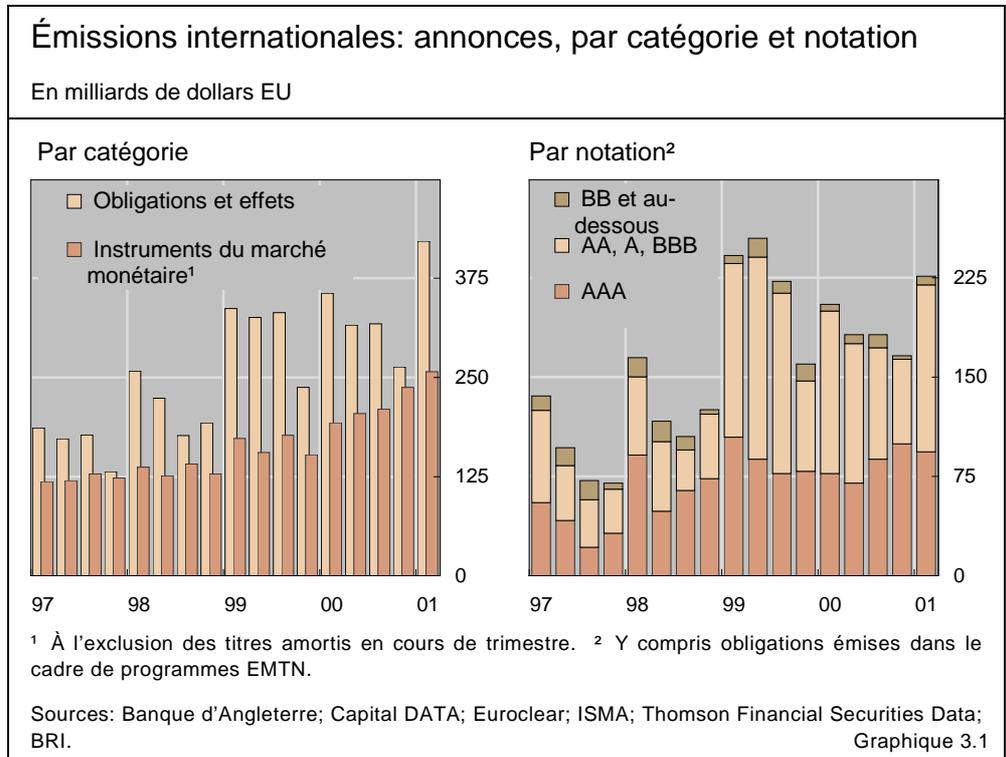
brut des titres inférieurs à AAA s'est fortement étoffé, passant de \$64 à \$126 milliards (graphique 3.1, cadre de droite), ce qui a plus que compensé le précédent recul des annonces, d'un trimestre sur l'autre, pour ces notations. Une part importante de l'augmentation totale de ces émissions provient des sociétés de télécommunications, qui ont levé \$49 milliards, contre \$19 milliards. Il convient de mentionner le plus gros emprunt obligataire jamais réalisé par une entreprise: \$16 milliards en six tranches pour France Télécom. Certaines sociétés ayant des difficultés à émettre du papier commercial (voir plus loin) se sont également tournées vers les titres à long terme; DaimlerChrysler, bénéficiant de la note A, s'est procuré quelque \$7,5 milliards de cette manière. Dans le compartiment des titres spéculatifs, le volume des

annonces a progressé de \$3 à \$7 milliards. En revanche, les émissions brutes de catégorie AAA sont revenues de \$100 à \$94 milliards, malgré une présence accrue du secteur public, avec \$128 milliards, soit une expansion de 70%, sous l'effet surtout du montant record de \$98,5 milliards émanant d'agences gouvernementales.

Dans le même temps, les émissions nettes d'effets jusqu'à un an ont fléchi du niveau exceptionnellement élevé de \$46 à \$15 milliards. Pour le papier commercial, le plus courant de ces instruments, elles sont revenues de \$27 à \$16 milliards; le revirement est encore plus marqué sur les marchés nationaux, notamment les trois plus grands (États-Unis, Japon et Canada), où elles sont devenues largement négatives après plusieurs années de croissance rapide. L'explication réside dans un certain nombre de déclassements et dans la réticence accrue des banques à organiser de nouvelles émissions. Les fonds de placement monétaire, qui sont les principaux acheteurs de ces instruments, sont limités par la SEC pour les volumes de papier de qualité inférieure. Au-dessous d'un certain seuil, les déclassements peuvent donc réduire sérieusement les perspectives des émetteurs. À cet égard, il semblerait que des entreprises aient eu des difficultés d'accès à ce marché du papier commercial. La note de la dette à court terme de DaimlerChrysler, par exemple, a été ramenée à A2/P2 fin février. Au même moment, les banques restreignaient leur activité de crédit (encadré page 23), supprimant les facilités de soutien.

... tandis que les émissions nettes d'instruments du marché monétaire régressent

Le premier trimestre 2001 a également été marqué par la diminution des émissions nettes des établissements financiers, ce qui peut s'expliquer par



Obligations et effets internationaux: émissions brutes

En milliards de dollars EU

	1999	2000	2000				2001
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	1 766,8	1 933,5	508,3	484,6	502,4	438,3	578,2
Notes à taux variable	483,8	624,3	138,0	157,0	168,3	161,0	142,6
Obligations classiques à taux fixe	1 230,9	1 252,7	356,0	315,7	317,6	263,5	421,7
Titres liés aux actions ¹	52,1	56,5	14,3	11,9	16,5	13,8	13,8
Dollar EU	775,4	859,3	216,9	206,6	240,8	194,9	264,8
Euro	677,9	647,8	186,8	153,1	150,7	157,2	221,2
Yen	118,9	204,6	49,2	76,1	51,2	28,1	34,8
Autres monnaies	194,6	221,8	55,3	48,7	59,8	58,1	57,4
Secteur privé	1 374,3	1 499,9	374,4	397,5	380,3	347,8	429,2
Établissements financiers ²	897,7	1 021,4	276,0	251,5	249,8	244,1	278,1
<i>Entreprises</i>	476,6	478,5	98,3	146,0	130,5	103,7	151,2
<i>dont: télécoms</i>	84,3	115,7	24,7	46,7	25,0	19,3	48,7
Secteur public	314,7	363,0	113,4	66,7	107,7	75,2	127,6
<i>Administrations centrales</i>	94,2	93,0	46,0	18,7	23,7	4,7	29,1
<i>Agences et organismes</i>	220,5	269,9	67,5	48,0	84,0	70,5	98,5
Institutions internationales	77,8	70,7	20,5	20,4	14,5	15,3	21,3
Émissions effectives	1 771,2	1 935,3	474,9	485,2	501,0	474,2	552,9
Remboursements	607,3	787,2	189,5	189,8	211,1	196,7	269,1

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

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

Tableau 3.2

l'important volume de titres adossés à des actifs émis au trimestre précédent; ABN AMRO, par exemple, avait monté une opération de quelque €7,8 milliards.

Retour des signatures des marchés émergents

L'amélioration générale des conditions a également favorisé les émissions des économies émergentes, avec toutefois une distinction entre les catégories de risques. Comme l'indique la Vue d'ensemble, les primes pour les signatures de qualité sur le marché secondaire - Mexique, Corée et Chine, notamment - ont diminué au premier trimestre 2001, tandis que celles sur les pays moins bien notés - Turquie, Brésil, Argentine - ont augmenté. Dans ce contexte, le total net émis par les économies émergentes a atteint \$6 milliards, contre un montant négatif de \$1 milliard les trois mois précédents. Cette progression s'est produite malgré l'intensification des remboursements, de \$15,1 à \$17 milliards, maximum depuis deux ans.

Ce rebond des émissions nettes masque des disparités régionales: hausse en Amérique latine (de -\$2,5 à \$6,3 milliards) et dans les pays européens non industriels (de \$1,1 à \$2,3 milliards, dont €750 millions annoncés par la République turque). À l'inverse, la part des économies

Rebond des émissions nettes après un quatrième trimestre 2000 en retrait

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région et monnaie¹

En milliards de dollars EU

		1999	2000	2000				2001
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	434,5	380,7	73,1	91,1	116,4	100,1	118,1
	Euro	46,3	45,3	7,9	8,7	16,0	12,7	19,2
	Yen	- 1,3	16,7	5,4	4,9	3,4	3,0	2,8
	Autres monnaies	16,5	15,4	2,5	1,0	3,5	8,4	4,1
Europe	Dollar EU	58,2	174,5	37,9	39,3	42,9	54,4	22,7
	Euro	503,0	406,7	113,3	106,8	74,2	112,5	117,6
	Yen	6,4	39,0	4,0	31,0	7,5	- 3,5	- 9,2
	Autres monnaies	75,2	87,3	20,8	16,0	24,5	25,9	15,6
Autres régions	Dollar EU	53,3	63,7	23,7	17,5	14,2	8,3	7,1
	Euro	38,1	14,0	5,5	4,6	1,6	2,3	4,7
	Yen	-12,2	-22,4	-10,3	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,6
	Autres monnaies	12,3	13,7	2,9	2,7	3,4	4,6	0,2
Total	Dollar EU	546,0	618,9	134,7	147,9	173,5	162,7	148,0
	Euro	587,4	466,1	126,6	120,1	91,8	127,5	141,4
	Yen	- 7,0	33,3	- 0,9	32,1	8,0	- 5,9	-11,0
	Autres monnaies	104,0	116,4	26,3	19,8	31,4	39,0	19,9

¹ Selon le pays d'origine de l'émetteur.

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

Tableau 3.3

émérgentes d'Asie a fléchi de \$0,3 à -\$3,4 milliards, suite à la chute des émissions brutes (de \$4,9 à \$1,9 milliard); celle-ci s'explique en partie par une accalmie dans le secteur des télécommunications, particulièrement actif pour la Chine et la Malaysia au trimestre précédent.

Comme l'indiquait le précédent *Rapport trimestriel BRI*, l'un des moyens dont disposent les pays pénalisés par des marges relativement importantes pour emprunter à moindre coût consiste à s'endetter dans une monnaie à faible taux d'intérêt, comme le yen. Les économies émergentes ont ainsi continué de se financer sur le marché samouraï, avec respectivement \$669 millions, \$294 millions et \$260 millions pour le Brésil, la Tunisie et l'Uruguay.

Montée en puissance des euro-émissions

L'euro a conforté sa position sur le marché international des titres de dette, avec \$141 milliards d'émissions nettes, contre \$128 milliards au trimestre précédent (tableau 3.3), toutes les régions du monde participant à cet essor. Cette tendance est spécialement marquée en Amérique du Nord (\$19 milliards, nouveau record). Parallèlement, les émissions nettes en dollars s'inscrivent en recul et celles en yens tombent de -\$6 à -\$11 milliards, contraction d'une ampleur inhabituelle. Ces deux monnaies n'ont guère été recherchées en Europe.

Les émetteurs du monde entier se tournent vers l'euro

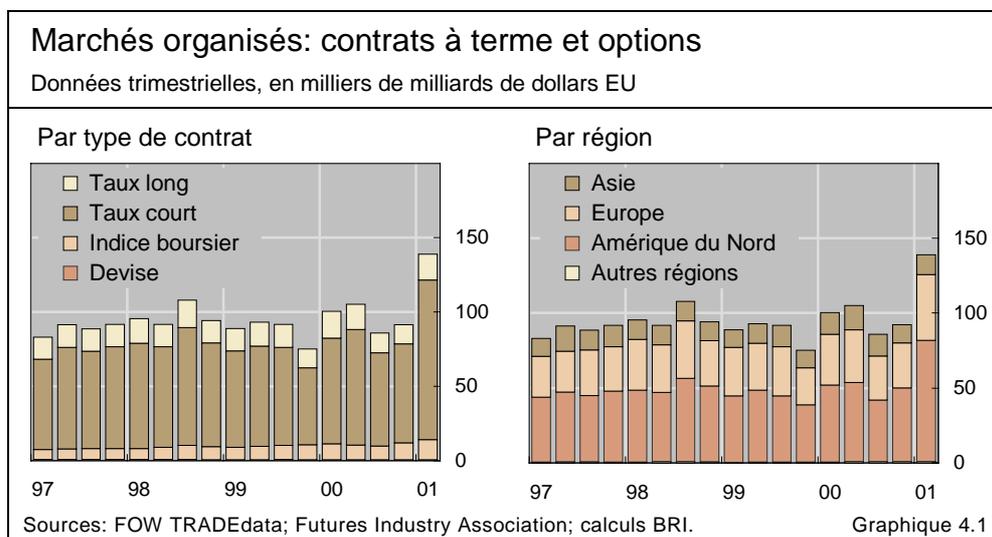
À plus longue échéance, l'accélération des appels au marché confirme la tendance amorcée entre octobre et décembre 2000, après le ralentissement des trois premiers trimestres, consécutif à une année 1999 exceptionnellement active. Comme cette année-là, et à la différence du quatrième trimestre 2000, la reprise constatée s'est produite alors même que la monnaie unique se dépréciait vis-à-vis du dollar. Il s'agit là d'une rupture par rapport au schéma antérieur traditionnel, dans lequel les émetteurs recherchaient la monnaie la plus forte.

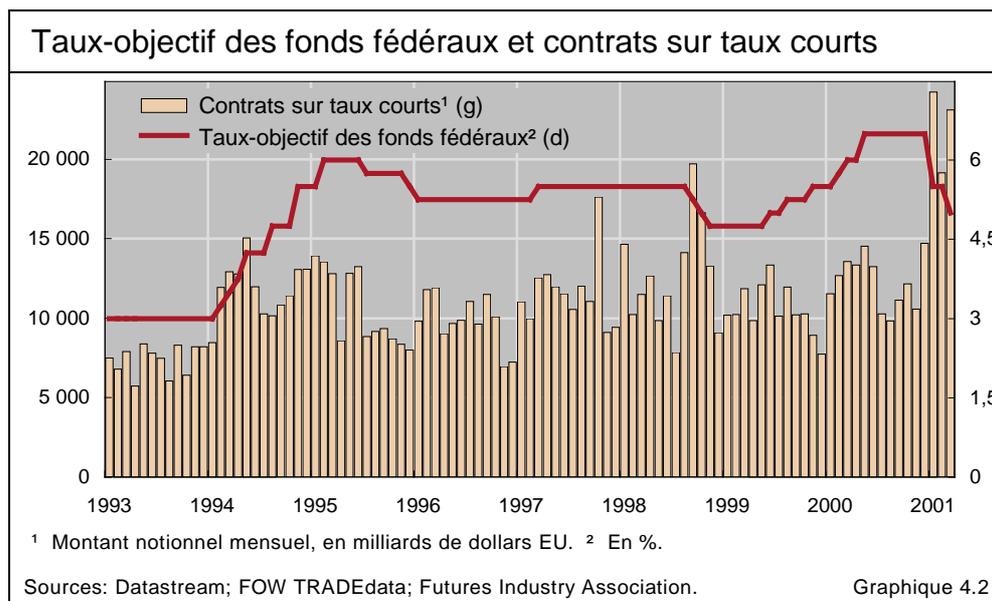
4. Marchés dérivés

Les données récentes indiquent une possible inversion des rôles entre les marchés organisés, dont l'activité a enregistré une progression sans précédent au premier trimestre 2001, et le gré à gré, dont l'expansion en termes de montant notionnel, habituellement plus rapide, s'est fortement ralentie au second semestre 2000. Si elles se prolongent, ces tendances marqueront une rupture avec la tendance des dernières années. L'aspect le plus spectaculaire de la décélération du gré à gré est qu'elle touche surtout les transactions entre courtiers, notamment les contrats d'échange de taux euro. Pour sa part, l'avancée des marchés organisés s'explique essentiellement par l'essor des instruments sur taux courts, favorisés par la réduction-surprise du taux des fonds fédéraux en janvier.

Marché monétaire stimulé par la réduction-surprise du taux des fonds fédéraux

Sur les marchés organisés, la valeur en dollars EU des contrats recensés par la BRI a augmenté de 50% au premier trimestre 2001, à \$138 900 milliards, le compartiment des taux progressant de 55%, à \$124 800 milliards, et celui des actions de 16%, à \$13 400 milliards.





Les développements concernant les titres de court terme à revenu fixe ont donné le ton, les contrats du marché monétaire progressant de 61%, à \$107 300 milliards, avec une hausse particulièrement sensible pour les instruments en dollars EU (+76%) et sur Euribor (+50%); les premiers semblent avoir été essentiellement favorisés par la baisse-surprise (50 points de base) du taux des fonds fédéraux, début janvier, entre deux séances du Comité fédéral de l'open market, ainsi que par les perspectives de nouvelles réductions; les seconds ont bénéficié d'anticipations de détente, à une époque où la BCE n'avait pas encore inversé le durcissement du premier semestre 2000. Il est également possible que des effets indirects aient joué un rôle. Les émissions de titres de dette d'entreprise en dollars EU, par exemple, ont vivement redémarré après la décision de la Fed (section 3), et les débiteurs les ont probablement assorties de contrats d'échange de taux (fixe/variable). Ces opérations ont pu, à leur tour, stimuler les transactions de couverture par contrats de taux à terme eurodollar sur le marché monétaire.

La détente monétaire aux États-Unis favorise les contrats sur taux courts

L'ajustement mondial à la réduction du taux directeur américain a aussi profité aux instruments de long terme, en hausse de 29%, à \$17 500 milliards. Contrairement à ce qui s'est produit pour le court terme, les contrats sur obligations d'État européennes ont été les plus dynamiques (+49%, contre 21% pour leurs homologues américains).

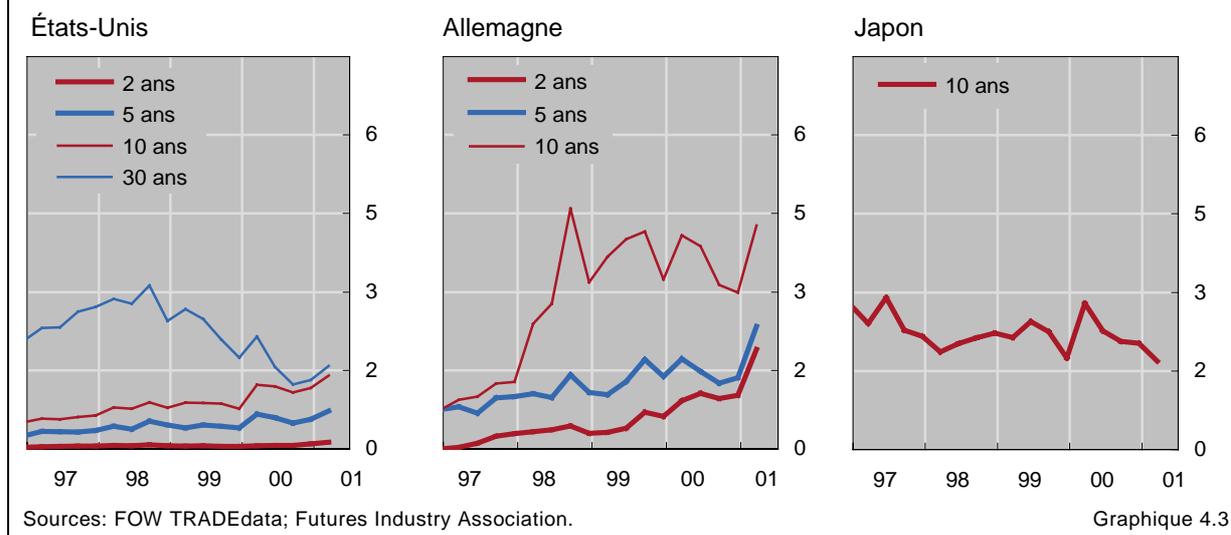
La modification des conditions du marché profite aussi aux instruments de long terme

L'un des faits les plus marquants en Europe a été l'envolée des contrats sur titres d'État négociés sur Eurex, spectaculaire dans le compartiment long (+51% pour le *Bund*, qui conserve aisément le premier rang mondial pour les instruments sur obligations, à \$4 300 milliards), et plus encore dans le segment moyen (*Schatz et Bobl*). Si, pour les instruments allemands, l'expansion globale traduit probablement des anticipations de détente monétaire, l'augmentation plus rapide du segment moyen peut refléter son rôle grandissant comme référence européenne. Le Notionnel de Matif/Euronext,

Forte expansion des contrats Eurex sur obligations

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



seul concurrent du *Bund*, s'est également inscrit en nette hausse (25%), tout en restant distancé.

La décision de la Fed, début janvier, et l'incertitude entourant la durée du ralentissement économique aux États-Unis ont donné lieu à une reprise générale des contrats sur obligations d'État américaines (graphique 4.3). Le contrat à terme 10 ans, dont certains intervenants pensaient qu'il se négocierait davantage que le 30 ans, a, en fait, suivi une trajectoire assez proche. Récemment, la liquidité de ce dernier a été réduite par les remboursements nets de dette publique aux États-Unis et par un report des émissions vers le moyen terme, ce qui a conduit des observateurs à prédire sa disparition.

Les incertitudes concernant l'ampleur et la durée du ralentissement économique mondial ont généralement accru la volatilité des grands marchés des actions, accentuant le redémarrage des contrats sur indice boursier (+16%, à \$13 400 milliards); comme le trimestre précédent, l'augmentation a été plus rapide pour les options que pour les contrats à terme (21% et 12%). Les places nord-américaines (+23%, à \$8 200 milliards) y ont largement contribué, surtout CBOE (+38%, à \$3 700 milliards), qui comble presque son retard sur CME dans les contrats sur indice (\$4 300 milliards). Les places européennes se sont bien comportées (+12%, à \$3 100 milliards), mais celles de la zone Asie-Pacifique sont demeurées en retrait.

Reprise confirmée des contrats sur obligations américaines

Redémarrage des contrats sur indice boursier en raison de la volatilité des marchés mondiaux des actions

Innovations sur les marchés organisés avec des produits sur taux d'échange, titres d'agences et actions individuelles

Les marchés organisés ont innové pour répondre à la demande prévue ou à l'évolution des marchés sous-jacents. Le tarissement récent dans le compartiment des contrats Eurex sur titres d'État à moyen terme, par exemple

Tarissement sur Eurex favorisant des solutions de rechange

(encadré suivant), a incité LIFFE à réactiver, en mars, son contrat à terme sur taux d'échange euro. Ce SwapNote devrait être moins exposé à un tel tarissement, puisque son support, le marché des contrats d'échange euro, est beaucoup plus fourni que celui des contrats Eurex. L'utilisation croissante de la courbe des rendements des contrats d'échange comme référence homogène pour la zone euro devrait contribuer à son succès.

Parallèlement, certaines places américaines ont tiré parti de la faveur croissante des titres des agences fédérales et des valeurs adossées à des actifs en créant des dérivés connexes. Ainsi, début janvier, CBOT a lancé des contrats à terme et options pour la première catégorie (dans le compartiment à 5 ans) et, fin mars, sur titres adossés à des hypothèques.

S'agissant des contrats sur actions, LIFFE et Montreal Exchange se sont illustrés par l'offre de contrats à terme sur actions individuelles. Les Universal Stock Futures de LIFFE, qui portent sur vingt-cinq grands groupes européens et américains, ont reçu un accueil favorable et leur négoce représente près de 10% du volume des options correspondantes. Les principales places des États-Unis ont également manifesté de l'intérêt pour de tels produits et projettent d'en lancer dans l'année, dès qu'elles en auront reçu l'autorisation. En mars, LIFFE et Nasdaq avaient déjà annoncé leur intention d'instituer une négociation électronique sur actions américaines par le biais d'une entreprise conjointe soumise à contrôle aux États-Unis.

Gré à gré: ralentissement mondial au second semestre 2000

Les chiffres de l'enquête semestrielle BRI sur les positions de gré à gré au second semestre 2000 indiquent un ralentissement mondial. L'encours notionnel total est estimé à \$95 200 milliards à fin décembre, soit une augmentation de seulement 1% par rapport à fin juin et 8% en un an. En termes de valeur de marché, cependant, le gré à gré progresse de 24%, à \$3 200 milliards, sur les six derniers mois.

Les deux principaux compartiments (instruments de taux et sur devises) ont été les moins dynamiques (+1%), alors que les produits sur actions et sur marchandises ont enregistré une vive expansion (respectivement 15% et 13%)⁶. Trois autres évolutions sont à noter: contraction de l'encours des contrats d'échéance normalement courte (terme sec et swaps cambistes, mais aussi instruments de taux à terme); ralentissement particulièrement prononcé des contrats d'échange de taux (le plus gros segment du gré à gré); diminution des opérations entre courtiers pour les instruments de taux et sur devises.

Les fusions et acquisitions dans le secteur financier peuvent expliquer en partie ce ralentissement, puisqu'elles se traduisent par une consolidation des transactions et donc une diminution des encours. Il convient toutefois de noter que cela n'a pas été le cas pour le rapprochement de J.P. Morgan et Chase, annoncé en septembre 2000, car les deux sociétés ont publié des comptes séparés à la fin de la période étudiée.

⁶ Les dérivés de crédit, qui ont enregistré récemment un développement rapide selon des sources de marché, ne sont pas recensés par cette enquête.

Ralentissement
pouvant être dû en
partie aux fusions

Analyse d'un tarissement de marché

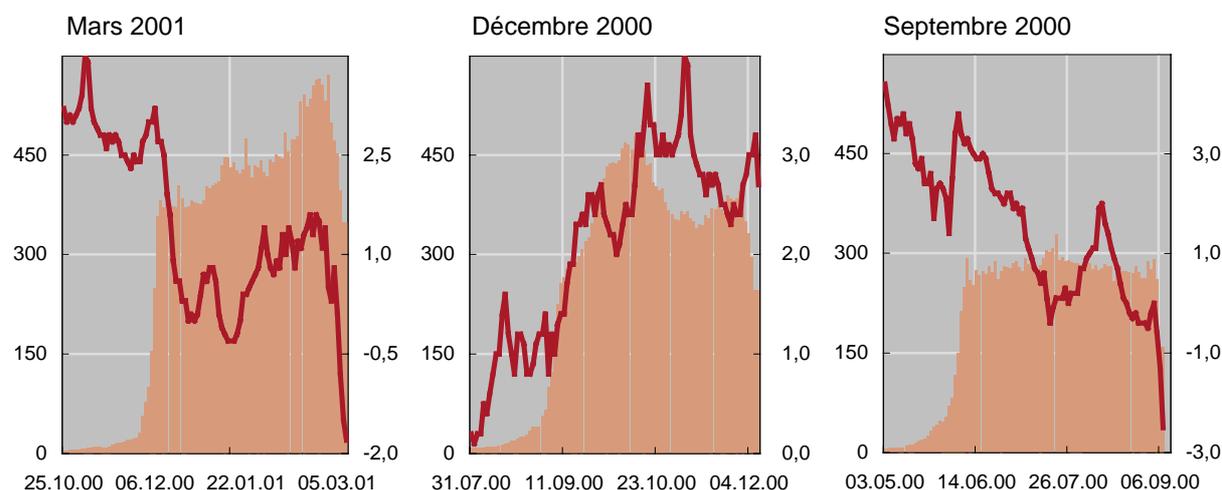
Serge Jeanneau et Robert Scott

Les contrats sur obligations d'État allemandes sont en un sens victimes, depuis quelques années, de leur remarquable succès. Le dernier incident en date est le tarissement, au premier trimestre 2001¹, du *Bobl* 5 ans, utilisé comme sous-jacent de contrats à terme et options Eurex. Il apparaît qu'un petit nombre de banques européennes ont accaparé le titre le moins cher à livrer (MCL) pour l'échéance mars 2001, entraînant de lourdes pertes pour les opérateurs en position courte. Ce n'était pas le premier incident de la sorte sur Eurex: un phénomène semblable avait également affecté le contrat *Bund* (sur obligation à long terme), notamment en septembre 1998 et juin 1999². Le présent encadré analyse ce qui s'est passé sur le *Bobl* en mars 2001.

Le recours aux contrats à terme et options sur obligations d'État allemandes s'est développé rapidement durant la deuxième partie des années 90, ce type de support servant de plus en plus aux opérations de couverture et aux prises de positions sur taux d'intérêt euro. En conséquence, l'exposition sur les instruments dérivés a largement dépassé celle sur le sous-jacent. Une prise de positions massives sur contrats à terme, par rapport à l'encours de titres livrables disponibles, a parfois permis à certains opérateurs d'en évincer d'autres.

Sur les marchés à terme, un tel phénomène empêche les détenteurs de positions courtes d'acquiescer ou d'emprunter les titres dont ils ont besoin pour exécuter leurs contrats. Normalement, la livraison ne pose pas de problème puisque la majorité des intervenants annulent leurs positions par des transactions opposées avant expiration du contrat. Toutefois, si l'un d'entre eux se trouve alors en position courte, il est contraint de livrer les titres concernés, de même que celui qui reste en position longue doit prendre livraison des titres. Comme la transparence des prix est difficile à obtenir sur les marchés obligataires, la plupart des contrats sur obligations d'État s'exécutent par livraison physique, contrairement aux contrats sur taux interbancaires et indice boursier, qui sont réglés en liquidités sur la base d'une tarification

Position ouverte sur *Bobl* 5 ans¹ et écart entre le MCL et le titre le plus proche²



¹ En milliers de contrats (barres, g). ² En points de base (courbe, d).

Sources: Datastream; Reuters; calculs BRI.

¹ «Le marché est confronté au «squeeze» des titres allemands admis sur Eurex», *L'Agefi*, 9 mars 2001; «Bobl squeeze may help Eurex rivals», *Wall Street Journal Europe*, 9 avril 2001. ² Wolfgang Schulte, «Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area», *The changing shape of fixed income markets*, BIS Papers n° 8 (à paraître).

transparente. La livraison physique s'effectue selon des règles précisant la gamme de titres livrables et le mécanisme de conversion des divers titres en actifs équivalents. Dans le cas du contrat à terme *Bobl*, les titres livrables sont des titres d'État allemands d'échéance comprise entre 4,5 et 5,5 ans; afin de tenir compte des différences de coupon et d'échéance, les cotations sont affectées d'un facteur de conversion reposant sur une évaluation des coupons et du principal à un taux de rendement annuel de 6% pour toutes les dates de paiement. Toutefois, l'ajustement étant imparfait, l'un ou l'autre de ces titres est toujours moins cher à livrer, selon les taux du marché et la pente de la courbe des rendements. Des taux de marché inférieurs au coupon notionnel ont tendance à favoriser la livraison d'un titre à coupon élevé et d'échéance courte.

Un tarissement est d'autant plus probable que l'offre du MCL est limitée, sa détermination prévisible et son remplacement entravé par manque d'émissions ayant une sensibilité-prix à peu près identique. De fait, lors des incidents de liquidité sur le contrat *Bund*, le panier livrable était composé d'un petit nombre de titres ayant des caractéristiques de durée très différentes, ce qui rendait improbable le changement de MCL. Le facteur de conversion étant imparfait, les opérateurs pouvaient en outre aisément connaître le MCL et en faire la cible d'une stratégie de tarissement, facilitée par une offre réduite.

En février 2001, les conditions de marché allaient dans le sens d'un tarissement. Le MCL était l'échéance octobre 2005, coupon 6,5%. La position ouverte sur le contrat à terme *Bobl* était passée à plus de 565 000 contrats le 22 février, pour un notionnel de €57 milliards, soit plus de cinq fois l'encours du MCL et environ une fois et demie la taille totale du panier livrable, alors que, pour les échéances décembre et septembre 2000, elle se situait seulement à respectivement 384 000 et 281 000 contrats deux semaines avant leur expiration. Le graphique illustre les conditions de marché à l'approche de la date d'exécution pour ces différentes échéances. Il montre que les positions ouvertes sur le contrat mars 2001 se sont accrues de manière exceptionnelle. En outre, le MCL était alors relativement moins abondant et le titre le plus proche (6%, échéance janvier 2006) aurait été beaucoup plus coûteux.

De toute évidence, un petit nombre de banques européennes ont alors saisi cette occasion pour accaparer le MCL, de sorte que, lorsque les vendeurs à découvert ont cherché à annuler leurs positions, le prix du contrat a fortement augmenté: son rendement implicite a ainsi diminué de près de 30 points de base durant les deux semaines précédant l'échéance. Le dernier jour de négociation, le 8 mars, un opérateur qui aurait pris une position courte au plus haut de la position ouverte aurait perdu 17 points de base sur le rendement implicite.

L'expérience du contrat *Bobl* mars 2001 a conduit les intervenants à adopter une attitude défensive. Ils auraient commencé à engranger les titres livrables aux prochaines échéances (juin et septembre), ce qui risque d'avoir des conséquences négatives pour la liquidité de marché. Leur réticence à prendre des positions courtes sur obligations d'État allemandes pourrait, par ailleurs, peser sur le rendement des titres livrables.

Ces problèmes pourraient s'aggraver si la diminution du déficit budgétaire allemand entraîne une réduction du panier de titres livrables, se traduisant par d'importantes différences de coupon et d'échéance. Les autorités allemandes, toutefois, concentrent désormais les émissions sur une gamme plus étroite de références. Le renforcement du gisement à 2, 5 et 10 ans devrait contribuer à accroître l'offre de sous-jacents pour les contrats Eurex.

Eurex, de son côté, a annoncé début juin l'introduction de limites par opérateur sur les positions ouvertes et une réduction des pénalités en cas d'incapacité à livrer. Les intervenants ont suggéré plusieurs mesures: inclusion d'autres obligations d'État européennes dans le panier de titres livrables; règlement en liquidités; prolongation de la période de livraison. Ils ont également proposé d'améliorer le fonctionnement du marché des pensions, ce qui permettrait des arbitrages plus efficaces entre comptant et dérivés et rendrait plus difficiles les stratégies de tarissement.

Instruments dérivés de gré à gré¹

Encours, en milliards de dollars EU

	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.
	1999		2000		1999		2000	
Total général	81 458	88 201	94 008	95 199	2 628	2 813	2 572	3 180
Instruments sur devises	14 899	14 344	15 494	15 666	582	662	578	849
Terme sec et swaps								
cambistes	9 541	9 593	10 504	10 134	329	352	283	469
Contrats d'échange	2 350	2 444	2 605	3 194	192	250	239	313
Options	3 009	2 307	2 385	2 338	61	60	55	67
Instruments de taux ²	54 072	60 091	64 125	64 668	1 357	1 304	1 230	1 426
Terme	7 137	6 775	6 771	6 423	12	12	13	12
Contrats d'échange	38 372	43 936	47 993	48 768	1 222	1 150	1 072	1 260
Options	8 562	9 380	9 361	9 476	123	141	145	154
Instruments liés aux actions	1 511	1 809	1 645	1 891	244	359	293	289
Contrats à terme et d'échange	198	283	340	335	52	71	62	61
Options	1 313	1 527	1 306	1 555	193	288	231	229
Instruments sur marchandises ³	441	548	584	662	44	59	80	133
Or	189	243	261	218	23	23	19	17
Autres	252	305	323	445	22	37	61	116
Contrats à terme et d'échange	127	163	168	248	..	..	..	..
Options	125	143	155	196	..	..	..	..
Autres ⁴	10 536	11 408	12 159	12 313	400	429	392	483
Risque de crédit brut ⁵					1 119	1 023	937	1 080
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Marchés organisés⁶</i>	15 501	13 522	13 918	14 302	..	..	..	..

¹ Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel: positions entre parties déclarantes divisées par deux; valeur de marché brute: valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur absolue de la valeur de marché négative brute des contrats avec les parties non déclarantes. ² Contrats en une seule devise uniquement. ³ Correction (par estimation) pour doubles recensements. ⁴ Positions d'établissements n'entrant pas dans le cadre normal de déclaration BRI (estimations). ⁵ Valeur de marché brute après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides. ⁶ Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; divers marchés de contrats à terme et d'options.

Tableau 4.1

À \$64 700 milliards, les *instruments de taux* ne se sont accrus que de 1%. Les contrats à terme ont régressé de 5%, alors que les options ont progressé de 1% et les contrats d'échange de 2%, à \$48 800 milliards. Deux éléments sont à signaler: les contrats d'échéance inférieure ou égale à 1 an ont diminué de 7%, pendant que les produits de plus long terme ont conservé un bon rythme (5% environ); le compartiment de l'euro s'est contracté de 7%, tandis que celui du dollar EU a continué de se développer rapidement.

Contrats d'échange de taux: contraction en euros ...

... et expansion continue en dollars EU

Décélération pour la plupart des instruments sur devises ...

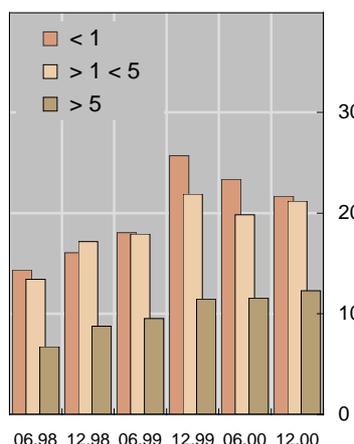
En ce qui concerne les contrats d'échange de taux, le ralentissement tranche fortement avec la vive expansion observée depuis fin 1998. Il résulte essentiellement d'une contraction de 5% dans le compartiment de l'euro. Celle-ci touche toutes les catégories de contreparties, mais surtout les opérations entre courtiers, et peut s'expliquer par plusieurs facteurs: consolidation du secteur financier; volume réduit d'émissions de certains titres «domestiques» (*Pfandbriefe*, par exemple) souvent couverts par des contrats d'échange; compensation tardive, dans les portefeuilles des opérateurs, des contrats en monnaies remplacés par l'euro⁷. À l'inverse, les instruments libellés en dollars EU ont maintenu un bon rythme d'expansion (10%). Les remboursements nets de titres d'État américains ont nui à la liquidité de ce marché et à l'efficacité des moyens de couverture traditionnels, tels les titres au comptant et contrats à terme sur obligations d'État, ce qui a incité les opérateurs à recourir aux contrats d'échange de taux⁸.

L'encours notionnel des *instruments sur devises* s'est accru de 1%, à \$15 700 milliards, après une hausse assez prononcée au premier semestre. La catégorie terme sec et swaps cambistes a baissé de 4% et celle des options de 2%, alors que les contrats d'échange ont augmenté de 23%. Un léger accroissement dans les compartiments du dollar EU et de l'euro a été en partie contrebalancé par une diminution en yens, ce qui apparaît conforme à la volatilité implicite observée (forte baisse pour le couple dollar EU/yen, mais niveau encore élevé pour la paire dollar EU/euro).

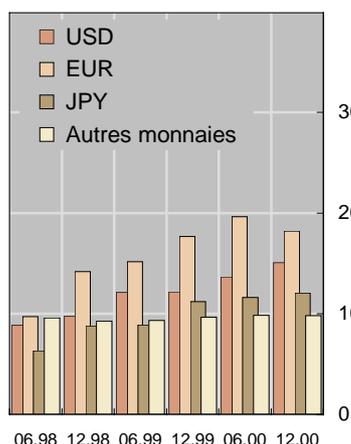
Dérivés de gré à gré: contrats d'échange et à terme sur taux

Encours notionnel, en milliers de milliards de dollars EU

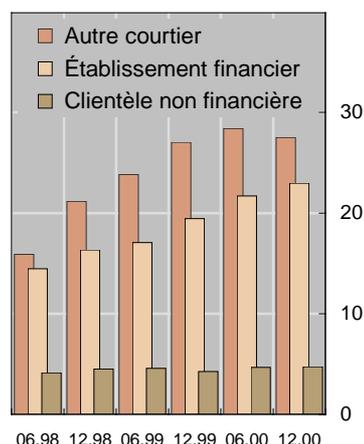
Par échéance (en années)



Par monnaie



Par contrepartie du courtier



Graphique 4.4

⁷ Avec le passage à l'euro, les intervenants ont la faculté de compenser les contrats libellés dans les monnaies composantes.

⁸ R. N. McCauley, «Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 39-46.

Le repli du montant notionnel dans la catégorie terme sec et swaps cambistes ainsi qu'en options peut refléter des tendances à long terme sur le marché au comptant. Dans l'attente de la publication par la BRI (pas avant le quatrième trimestre 2001) de la prochaine enquête sur les marchés dérivés et les changes, certains éléments permettent de penser que les opérations de change interbancaires ont diminué ces dernières années, en raison de plusieurs facteurs comme la consolidation du secteur financier, le succès de la négociation électronique et la réduction des positions à effet de levier à la suite des crises financières asiatique et russe.

Les contrats d'échange taux et devises constituent la principale exception à cette tendance au repli des instruments de change. Ce segment, qui n'a cessé de grossir depuis que la BRI collecte des données sur le gré à gré, a probablement bénéficié de l'important volume de prêts consortiaux et d'émissions de titres, notamment en faveur des sociétés de télécommunications. En revanche, il ne semble pas avoir été affecté par la nouvelle réglementation comptable du Financial Accounting Standards Board (FASB) concernant les produits dérivés et instruments de couverture, applicable à toutes les sociétés américaines cotées clôturant leur exercice au 15 juin 2000⁹. Il est possible que la réduction des positions par certaines sociétés, en anticipation de l'application de cette réglementation, ait été compensée par le remplacement de couvertures complexes par des formules plus simples.

... mais non
pour les contrats
d'échange taux
et devises

Le secteur lié aux actions, à \$1 900 milliards, a enregistré une vive expansion, entièrement due aux options. L'incertitude réapparue au second semestre sur les marchés mondiaux des actions et la chute des cours, surtout pour les valeurs technologiques, ont accru la volatilité. Le compartiment des options sur actions européennes a été le plus dynamique et représente maintenant près de 60% du secteur; s'il est trop tôt pour tirer des enseignements concluants sur l'évolution à long terme, il est possible d'expliquer ce dynamisme par une tendance profonde, tenant peut-être au succès, en Europe, des formules d'investissement liées aux actions (par exemple, fonds, produits grand public, obligations convertibles et *warrants*).

Forte expansion
des instruments
liés aux actions

Vive hausse de la valeur de marché brute

La valeur de marché brute est estimée à \$3 200 milliards, en hausse de 24%: cette augmentation, la plus forte depuis que la BRI collecte des statistiques sur le gré à gré, surprend quelque peu, car le montant notionnel n'a guère varié dans le même temps. Le ratio valeur de marché brute/montant notionnel, inversant la tendance baissière suivie depuis le second semestre 1998, s'est

Hausse de la valeur
de marché brute
pouvant résulter
de l'allongement
des échéances

⁹ Le *Statement* n° 133 du FASB oblige les sociétés à comptabiliser les dérivés à la juste valeur à l'actif ou au passif du bilan. Elles doivent en outre porter à leur compte de résultats (éventuellement au poste «*Other comprehensive income*») toute modification de valeur des instruments désignés comme couverture si elle ne compense pas exactement un changement de valeur du sous-jacent.

ainsi élevé de 2,7% à 3,3%. Par catégorie de risque, le ratio passe de 3,7% à 5,4% pour les instruments sur devises et de 1,9% à 2,2% pour les produits de taux. L'allongement des échéances pourrait expliquer ce phénomène.

Dérivés de gré à gré: étude comparée des sources statistiques

Robert Scott

L'intérêt des statistiques sur le gré à gré s'est accru parallèlement au développement de ce marché. Plusieurs organismes publient régulièrement des données sur sa taille et sa composition. Leurs utilisateurs doivent être informés des caractéristiques essentielles respectives des séries. Si les enquêtes semestrielles et triennales menées par les banques du G 10 et coordonnées par la BRI, celle de l'ISDA et celle de Swaps Monitor fournissent des chiffres agrégés assez complets, leur méthodologie et leur couverture diffèrent sur certains points, que la présente note passe en revue.

Caractéristiques des statistiques

Critère	BRI	ISDA	Swaps Monitor
Nature du risque:			
Taux d'intérêt	Terme, contrats d'échange et options	Contrats d'échange et options	Terme, contrats d'échange et options
Devises	Swaps cambistes, contrats d'échange et options	Contrats d'échange	Swaps cambistes, contrats d'échange et options
Actions	Contrats d'échange et options	..	Contrats d'échange et options
Divers	Instruments sur marchandises	..	Instruments sur marchandises
Périodicité	Semestrielle	Semestrielle	Semestrielle
Décalage	4-5 mois	5 mois	5-6 mois
Élimination des doubles comptages	Oui	Non	Par estimation
Début de la collecte	1998	1987	1992
Origine des données	Banques déclarantes, via banques centrales G 10	Membres ISDA	États financiers publiés par les banques
Encours total des contrats (juin 2000)	\$94 000 milliards	\$60 000 milliards	\$103 000 milliards
Dont: contrats de taux (juin 2000)	\$64 000 milliards	\$60 000 milliards	\$79 000 milliards

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

L'ISDA a publié les premières statistiques sur les dérivés de gré à gré, avec des données détaillées parues en 1987. En 1998, celles-ci furent remplacées par une enquête semestrielle («*flash-survey*») retraçant uniquement l'encours notionnel des contrats d'échange et options sur taux et contrats d'échange de devises, à partir des positions déclarées par les membres de l'ISDA. Les chiffres d'encours sont très proches de ceux de la BRI, mais certains domaines ne sont pas couverts: contrats d'échange sur devises, instruments de taux à terme et divers autres produits, notamment sur actions et marchandises.

Swaps Monitor

Swaps Monitor utilise une méthodologie différente consistant à exploiter les états financiers des grands courtiers, qui établit des données agrégées du même ordre de grandeur que celles de l'ISDA et de la BRI. En raison du manque de précision des sources, la ventilation par instrument et par contrepartie est obtenue par estimation.

L'information relative aux contreparties est d'importance capitale dans cette approche, puisque les opérations entre courtiers sont divisées par deux pour éliminer les doubles comptages. Swaps Monitor, qui offre la série homogène la plus longue, couvre les contrats sur taux, devises, actions et marchandises.

Banques centrales G 10/BRI

L'enquête semestrielle fournit des données agrégées, calculées en montant notionnel et valeur de marché brute, sur les soixante plus importants courtiers des pays du G 10, ainsi qu'une répartition détaillée par catégorie de risque, nature du contrat, échéance, monnaie et type de contrepartie. Elle inclut l'activité des courtiers non déclarants, estimée à partir de l'enquête triennale BRI, dont la structure est semblable mais la portée plus large, couvrant une cinquantaine de pays. Les chiffres sont corrigés des doubles comptages. Les banques centrales et la BRI sont les seules à publier en outre le volume de nouveaux contrats; il est établi par l'enquête triennale, qui recense aussi les dérivés de crédit. Comme il est souhaitable de disposer d'une information plus actuelle sur ces derniers instruments, les banques centrales envisagent maintenant de collecter ces données dans le cadre de l'enquête semestrielle.

Existe-t-il un «effet Nasdaq» sur les marchés des actions des économies émergentes?

Le Nasdaq Composite, symbole de la nouvelle économie et représentatif des valeurs technologiques, a reflété, dans ses variations, la perception des gains de productivité engendrés par les nouvelles technologies et Internet. Son envolée puis sa chute spectaculaires ont focalisé l'attention. Le sommet atteint en mars 2000 a marqué l'apogée de la vague d'euphorie; le repli ultérieur, l'amputant de 60%, a montré que sa valorisation reposait sur des projections trop optimistes concernant une nouvelle ère de croissance. Le parallélisme avec les fluctuations sur les marchés des actions des pays émergents a également attiré l'attention de la presse financière et des autorités¹⁰.

La corrélation positive entre le Nasdaq et les marchés des actions apparaît plus forte dans les économies émergentes que dans les pays industriels. Cette différence peut s'expliquer simplement par la composition des indices. Ainsi, le lien doit être étroit dans les pays où le secteur technologique représente une part importante de l'économie. Certains analystes ont même cherché à démontrer que les effets sectoriels contribuent aujourd'hui davantage que par le passé à déterminer le comportement des indices boursiers à l'échelle du globe¹¹. Cependant, le plus haut degré de corrélation, dans le cas des économies émergentes, pourrait aussi tenir à d'autres facteurs, notamment le sentiment que ces actifs possèdent des caractéristiques de risque communes ou qu'ils attirent le même type d'investisseurs.

La présente étude tente de déterminer s'il existe un «effet Nasdaq», c'est-à-dire une répercussion des fluctuations de cet indice sur les grands marchés des actions des économies émergentes, abstraction faite des composantes communes globale et sectorielle. L'analyse suggère que l'évolution du Nasdaq n'exerce guère d'influence au-delà de ces composantes, sauf dans un petit nombre de cas. Elle fait également état, cependant, d'une possible instabilité des relations examinées, notamment en 2000.

¹⁰ Voir, par exemple, *The Economist* (2000), *The Wall Street Journal* (2001), Fonds monétaire international (2000, 2001) et, pour la zone euro, Tsatsaronis (2001).

¹¹ Voir Brooks et Catão (2000), Baca *et al.* (2000) et Sinha *et al.* (2001).

Éléments essentiels

Le graphique 1 fait ressortir le parallélisme entre l'évolution du Nasdaq et celle des marchés des actions de plusieurs économies émergentes¹². Il est général, non seulement pendant la hausse en 1999 et début 2000, mais aussi lors de la baisse, l'an dernier. Au contraire, le lien semble beaucoup plus lâche pour les États-Unis et les autres pays industriels (cadre de droite).

Le tableau 1 fournit une mesure plus précise du degré de corrélation des variations hebdomadaires de janvier 1996 à mars 2001 et retrace son évolution sur les cinq dernières années¹³. Les corrélations, normalement positives, sont généralement plus élevées pour l'Amérique latine. En moyenne, les vingt indices ont, le plus souvent, davantage suivi le Nasdaq en 2000 que sur l'ensemble de la période. L'an 2000 marque le point culminant de la corrélation dans huit des vingt économies émergentes considérées.

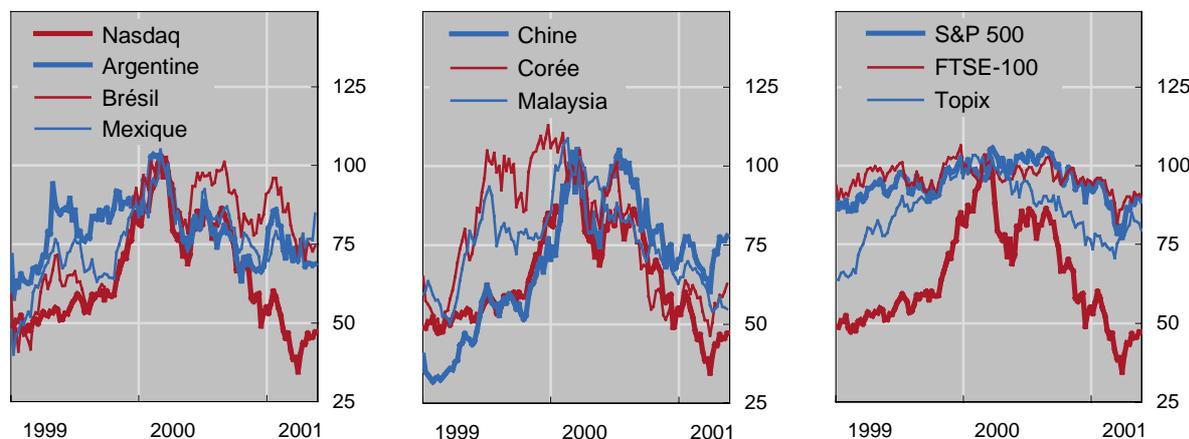
Le parallélisme avec le Nasdaq ne laisse pas d'étonner au vu des différences affectant la composition des indices dans les divers pays. Ainsi, le secteur technologique apparaît peu développé (en termes de capitalisation boursière) dans les indices FTSE des économies émergentes en juin 2000¹⁴.

Corrélations brutes fortes et positives

Différences dans la composition des indices

Évolution comparée du Nasdaq et d'autres indices boursiers

Mars 2000 = 100



Sources: Bloomberg; Datastream; SFI.

Graphique 1

¹² Les indices sont ramenés en base 100 en mars 2000. La plupart des marchés examinés ont atteint leur apogée dans le courant de ce mois.

¹³ Dans chaque cas, l'étude retient l'indice large. Les variations sont calculées sur la base des cours de clôture, le mercredi pour le Nasdaq et l'Amérique latine et le jeudi pour toutes les autres économies. Les cours sont exprimés en dollars EU, de façon à éliminer les questions relatives à la relation entre marchés des actions et cours de change (voir Bernard et Galati (2000)).

¹⁴ La classification FTSE comporte dix secteurs industriels: ressources naturelles, industries de base, industries générales, biens cycliques, biens non cycliques, services cycliques, services non cycliques, services collectifs, secteur financier et technologies de l'information. Ces dernières représentent entre 1,4% de l'activité en Corée et 64,9% à Taiwan, et ne sont pas même recensées comme existantes dans plusieurs économies.

Marché des actions des économies émergentes: corrélation avec le Nasdaq						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Afrique du Sud	0,246	0,242	0,337	0,238	0,248	0,391
Amérique latine						
Argentine	0,435	0,377	0,470	0,585	0,215	0,507
Brésil	0,484	0,123	0,472	0,527	0,515	0,558
Chili	0,367	0,102	0,409	0,456	0,274	0,360
Mexique	0,537	0,417	0,483	0,597	0,532	0,464
Venezuela	0,232	0,202	0,408	0,305	0,127	0,130
Asie						
Chine	0,236	0,094	0,105	0,229	0,318	0,553
Corée	0,227	0,295	0,122	0,155	0,404	0,521
Hong-Kong	0,406	0,415	0,329	0,414	0,463	0,588
Inde	0,189	0,043	0,094	0,321	0,192	0,479
Indonésie	0,112	0,272	0,294	0,034	0,116	0,059
Malaysia	0,219	0,200	0,232	0,167	0,397	0,103
Philippines	0,260	0,246	0,260	0,295	0,309	0,106
Singapour	0,268	0,212	0,342	0,225	0,328	0,531
Taiwan, Chine	0,211	0,130	0,266	0,247	0,191	0,408
Thaïlande	0,263	0,411	0,170	0,265	0,285	0,273
Europe orientale						
Pologne	0,414	0,192	0,381	0,509	0,510	0,292
République tchèque	0,176	- 0,075	0,086	0,394	0,08	0,341
Russie	0,247	..	0,427	0,317	0,150	0,309
Turquie	0,263	0,260	0,228	0,424	0,117	- 0,002
Moyenne	0,290	0,219	0,296	0,335	0,289	0,346

Sources: Bloomberg; SFI; calculs BRI. Tableau 1

Comme, en outre, la composition sectorielle de ces marchés varie fortement, la structure de l'économie n'explique guère l'étroitesse de la corrélation.

Méthodologie¹⁵

Pour déterminer si un effet Nasdaq a existé dans la seconde moitié de la décennie 90, il faut dépasser les corrélations simples du tableau 1, afin de voir si l'évolution du Nasdaq contribue à expliquer celle des indices des économies émergentes au-delà de la tendance globale des actions et des similitudes dans la composition sectorielle. Au départ, il convient donc d'éliminer l'influence de ces facteurs sur tous ces marchés. Il devient ensuite possible, sur la base des grandeurs ainsi «épurées», d'évaluer l'influence marginale du Nasdaq.

La meilleure façon de corriger les variations consisterait, au moyen d'une technique de régression conçue par Heston et Rouwenhorst (1994), à fractionner les données sectorielles hebdomadaires relatives aux pays industriels et aux économies émergentes en quatre composantes: moyenne

Éliminer les facteurs communs globaux ...

... pour obtenir des variations épurées ...

¹⁵ Le lecteur que la description méthodologique n'intéresse pas peut passer directement à la section suivante.

... de manière
à mesurer
l'effet Nasdaq

Absence de
données
sectorielles pour
les économies
émergentes

globale des variations des actions; variation excédentaire (par rapport à la moyenne globale) attribuable à chaque secteur; variation excédentaire attribuable à l'économie des divers pays; enfin, composante résiduelle dénotant une influence particulière. La série épurée serait la séquence des variations spécifiques à chaque économie émergente. Pour le Nasdaq, elle correspondrait à la variable résiduelle de la régression de ses variations brutes sur les composantes globale et sectorielle. Il est alors possible d'obtenir, à partir de la relation entre ces séries épurées, une estimation de l'effet Nasdaq sur les marchés des actions des économies émergentes (des corrélations non nulles indiquant l'existence d'un tel effet).

Comme il n'est pas aisé d'obtenir des données sectorielles sur les indices des économies émergentes pour la totalité de la période 1996-2001, la procédure a été légèrement modifiée. Dans un premier temps, la méthodologie a été employée de manière à mesurer les composantes globale et sectorielle à partir de données sectorielles provenant uniquement de quelques pays industriels¹⁶. Dans un deuxième temps, les composantes sectorielles des économies émergentes ont pu être isolées par une régression des variations de l'indice large au-delà de la composante globale sur les dix facteurs sectoriels estimés dans la première étape. Inclure la variation excédentaire du Nasdaq (par rapport à la tendance globale) dans cette régression permet en outre de mesurer son impact marginal sur les actions des économies émergentes au-delà de ce que peuvent expliquer la tendance globale et la composition sectorielle¹⁷.

Par comparaison avec la méthodologie type, cette approche revient à supposer que les estimations des composantes globale et sectorielle sur la base des statistiques des seuls pays industriels sont suffisamment représentatives de celles qui seraient obtenues avec les données des pays industriels et des économies émergentes. Il convient de noter que cette méthode, en soustrayant d'abord le facteur global des variations des marchés des économies émergentes et du Nasdaq, puis en incluant les variations excédentaires sectorielles dans la régression opérée dans un deuxième temps, permet effectivement de calculer des grandeurs épurées. Ces dernières sont l'équivalent des composantes spécifiques aux diverses économies estimées au moyen de la régression sur les données sectorielles.

Test sur les
changements de
comportement

Il est parfois objecté que l'évolution d'une corrélation ne reflète pas nécessairement un changement des liens sous-jacents entre variables lorsque l'environnement économique est devenu plus volatil; une corrélation plus étroite pourrait n'être qu'une conséquence statistique artificielle de cette

¹⁶ Dix facteurs correspondant aux secteurs de la classification FTSE cités dans la note 14 ont ainsi été estimés. Ils représentent le cours d'un portefeuille investi plus particulièrement dans un secteur donné mais entièrement diversifié entre tous les autres secteurs et pays; ils sont exprimés en termes de variation au-delà de la tendance globale.

¹⁷ Cette régression s'apparente à la méthodologie d'analyse de profil de gestion proposée à l'origine par Sharpe (1992) pour identifier la stratégie d'allocation d'un portefeuille à partir des informations sur ses résultats.

volatilité accrue. Un test mis au point par Loretan et English (2000) a été appliqué pour lever cette incertitude¹⁸.

Effet Nasdaq observé

Les corrélations brutes indiquées dans le tableau 1 reflètent la totalité des facteurs de risque déterminant l'évolution des indices boursiers. La mesure de l'effet Nasdaq s'appuie sur le coefficient de régression de la variation des marchés émergents par rapport à celle du Nasdaq, après élimination des composantes globale et sectorielle. Les divers coefficients estimés sur l'ensemble de la période janvier 1996-mars 2001 ainsi que sur chacune des cinq années civiles sont exposés dans le tableau 2. Les valeurs marquées d'un astérisque sont significatives sur le plan statistique.

Il ne semble pas que, globalement, un effet Nasdaq soit présent. Sur la totalité de la période, une relation significative n'apparaît que pour l'Argentine, le Mexique et la Turquie. Cependant, lorsqu'il est significatif, le coefficient est positif. Deux autres conclusions intéressantes se dégagent des résultats.

Premièrement, il n'apparaît pas de différences géographiques marquées. Sur l'ensemble de la période, l'effet Nasdaq est totalement inexistant en Asie et n'est présent, ailleurs, que dans un petit nombre de pays. Pour les diverses années, en outre, les chiffres sont inégaux d'une région à l'autre. On peut donc conclure que les corrélations positives dont le tableau 1 fait état reflètent un lien avec le Nasdaq qui peut s'expliquer essentiellement par la composition sectorielle ou la tendance globale des marchés des actions.

Absence de différences tranchées sur le plan géographique ...

Deuxièmement, aucun schéma temporel ne se dégage. Outre que l'effet Nasdaq était totalement inexistant en 1997, les autres années ne présentent pas de caractéristiques uniformes. Il apparaît même que, du point de vue statistique, le lien avec le Nasdaq a été plus général et plus fort en 1999 qu'en 2000. L'un des enseignements les plus étonnants de cette analyse est que le Nasdaq ne semble pas avoir exercé d'influence indépendante positive sur les cours des actions en Asie l'an passé¹⁹.

... et sur le plan temporel

La volatilité du Nasdaq a été très variable durant la période examinée. Comme cela a été rappelé dans la section précédente, les changements de corrélation peuvent n'être, alors, que de simples effets statistiques au lieu de

¹⁸ Les intervalles de confiance sont calculés par rééchantillonnage (méthode *bootstrap*) pour les corrélations inconditionnelles des variations excédentaires épurées (en termes nets des composantes sectorielles) des indices des marchés émergents et du Nasdaq pour chaque année civile. À partir d'échantillons aléatoires d'une durée d'un an dans la série (63 mois) des variations excédentaires épurées, les intervalles de confiance sont estimés avec comme condition que la variance du Nasdaq, pour chaque échantillon aléatoire, s'écarte de 10 points de base au maximum de la volatilité observée du Nasdaq durant l'année civile correspondante. Le lecteur peut se reporter à Loretan et English (2000).

¹⁹ Pour voir s'il existe un effet Nasdaq dans les pays industriels, la procédure utilisée pour produire le tableau 2 a été appliquée à plusieurs indices boursiers larges. Les résultats montrent que, sur l'ensemble de la période d'échantillon, le Nasdaq n'a exercé une influence, d'ailleurs marginale, que dans un petit nombre de cas. Les coefficients sont alors négatifs, ce qui tendrait à montrer que le Nasdaq a drainé des capitaux au détriment de ces marchés.

refléter une inflexion de tendance. Pour déterminer si la relation sous-jacente avec le Nasdaq est restée stable tout au long de la période, l'étude a donc été complétée par un test sur les corrélations simples entre variations épurées (et non sur les coefficients de régression présentés dans le tableau 2)²⁰. Les résultats du test sont présentés dans le tableau 3. Les chiffres marqués d'un astérisque correspondent à ceux qui, d'après la volatilité observée sur le Nasdaq pendant l'année, indiqueraient une modification de cette relation.

Les résultats diffèrent un peu de ceux du tableau 2. Les corrélations du tableau 3 dénotent des changements de comportement sous-jacent dans huit des douze cas du tableau 2 où les coefficients annuels se sont révélés significatifs. En outre, il apparaît que 2000 présente des caractéristiques propres, mais contraires à l'opinion répandue. Par exemple, aux Philippines, à Singapour et en Thaïlande, la corrélation entre variations épurées est à la fois négative et exceptionnellement forte (en valeur absolue). Cependant, des

Effet Nasdaq (estimation)						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Afrique du Sud	0,262	0,675*	0,179	0,640	- 0,091	0,536*
Amérique latine						
Argentine	0,820*	1,065*	- 0,108	1,079*	0,162	0,546*
Brésil	0,218	0,129	- 0,047	0,742	- 0,499	- 0,012
Chili	0,270	- 0,089	0,202	0,882*	- 0,262	0,293
Mexique	0,361*	0,536	0,008	0,586	0,012	0,241
Venezuela	0,497	0,646	0,750	0,408	0,103	0,594
Asie						
Chine	0,042	0,296	0,271	0,392	- 0,111	- 0,154
Corée	- 0,136	- 0,121	0,763	- 0,536	0,936	0,487
Hong-Kong	0,104	0,379*	- 1,023	0,632	0,042	0,023
Inde	0,270	- 0,518	- 0,284	0,099	0,873*	- 0,008
Indonésie	- 0,098	0,259	0,258	- 0,077	0,260	- 0,527
Malaysia	0,439	- 0,130	1,461	- 0,533	1,173*	0,540
Philippines	0,120	- 0,090	0,601	0,424	0,273	- 0,429
Singapour	0,281	- 0,063	0,326	0,463	0,733*	- 0,104
Taiwan, Chine	0,034	- 0,148	- 0,165	0,204	0,314	0,016
Thaïlande	0,464	0,020	- 0,208	1,109	0,644	- 0,414
Europe orientale						
Pologne	0,273	- 0,764	0,757	0,390	0,243	0,428
République tchèque	0,147	- 0,521	0,883	0,650	- 0,607	0,760*
Russie	0,563	..	0,342	- 0,469	2,357*	0,065
Turquie	0,856*	0,420	1,992	0,993	0,249	- 0,171
Moyenne	0,289	0,104	0,348	0,404	0,340	0,136
* Coefficient significatif à 90%.						
Sources: Bloomberg; SFI; calculs BRI.						Tableau 2

²⁰ Le test employé est celui que suggèrent Loretan et English (2000) tel qu'il a été décrit dans la note 18. L'écart type de la variation épurée hebdomadaire du Nasdaq est de 1,2% en 1996, 0,94% en 1997, 1,27% en 1998, 1,26% en 1999 et 1,77% en 2000.

Marché des actions des économies émergentes: corrélation avec le Nasdaq, hors effets sectoriels

	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Afrique du Sud	0,079	0,203*	0,063	0,106*	- 0,044	0,168*
Amérique latine						
Argentine	0,235	0,423*	- 0,056	0,345*	0,097	0,147
Brésil	0,032	- 0,007	- 0,019	0,213*	- 0,132	- 0,169*
Chili	0,010	- 0,129	0,121	0,256	- 0,039	0,124*
Mexique	0,108	0,182	- 0,011	0,226	0,004	0,015
Venezuela	0,092	0,136	0,155	0,036	0,088	0,161
Asie						
Chine	0,004	- 0,046	0,046	0,065	0,037	- 0,101
Corée	- 0,033	- 0,061	- 0,014	- 0,113	0,200*	0,093
Hong-Kong	0,029	0,225*	- 0,128	0,125	0,085	- 0,071
Inde	0,087	0,020	- 0,035	0,087	0,241*	- 0,031
Indonésie	- 0,016	0,160	0,052	- 0,054	0,070	- 0,246
Malaysia	0,084	0,027	0,140	- 0,031	0,302	0,191
Philippines	0,031	0,067	0,085	0,055	0,130	- 0,275*
Singapour	0,096	- 0,086	0,126	0,093	0,273	- 0,116*
Taiwan, Chine	0,012	- 0,074	- 0,105	0,037	0,127	0,026
Thaïlande	0,079	0,189	- 0,031	0,133	0,186	- 0,208*
Europe orientale						
Pologne	0,063	- 0,170	0,215	0,116	0,003	0,088
République tchèque	0,047	- 0,159	0,189	0,159	- 0,160	0,295*
Russie	0,058	..	0,010	- 0,066	0,286*	0,028
Turquie	0,114	0,118	0,199	0,138	0,038	- 0,057
Moyenne	0,065	0,054	0,050	0,096	0,090	0,003

* Coefficient significatif à 90%.

Sources: Bloomberg; SFI; calculs BRI.

Tableau 3

coefficients positifs et importants s'observent dans plusieurs autres pays, ce qui signifie que, dans l'ensemble, l'influence exercée par le Nasdaq a été contrastée en 2000.

Conclusions

La présente étude montre que, hors effets sectoriels, la corrélation entre les variations du Nasdaq et les indices boursiers larges des économies émergentes a été généralement faible dans la seconde moitié de la décennie 90, ce qui donne à penser qu'un facteur de risque commun supplémentaire n'a que rarement affecté les cours des actions cotées sur ces marchés.

Dans les pays où l'effet Nasdaq est avéré (Argentine, Mexique et Turquie), les résultats de l'étude sont insuffisants pour le caractériser. Il se peut que ce phénomène soit attribuable au fait que les actions cotées sur le Nasdaq et dans ces économies appartiennent à des catégories d'actifs considérés comme proches par les investisseurs internationaux. Une telle

explication est pourtant difficile à concilier avec les éléments indiquant qu'il n'existe pas d'effet Nasdaq dans la plupart des économies émergentes, où les actions devraient pourtant, le plus souvent, revêtir le même profil de risque.

L'effet Nasdaq
pourrait être
sous-estimé

Il importe de noter que la méthodologie utilisée vise à appréhender ce qui ne représente peut-être qu'une partie de l'influence plus vaste du Nasdaq sur les autres indices boursiers. Dans la mesure où les variations du Nasdaq constituent en soi l'un des principaux moteurs de la tendance globale des marchés, l'effet Nasdaq tel qu'il ressort de l'étude serait sous-estimé, car il représente la covariance après élimination des composantes globale et sectorielle, supposées exogènes au Nasdaq. Si, au lieu de cela, le Nasdaq sert de référence universelle pour les cours des actions, la tendance globale est alors elle-même sujette à un effet Nasdaq. De plus, si les variations spécifiques du secteur informatique dans le monde entier sont influencées par celles du Nasdaq, la méthodologie appliquée écarte également cet effet. Malheureusement, il n'existe pas de solution simple pour identifier séparément l'influence indépendante du Nasdaq par ces deux canaux. Par ailleurs, il se peut que l'effet Nasdaq soit plus sensible à une fréquence différente, journalière par exemple.

Conséquences pour
la diversification
des portefeuilles et
l'effet de contagion

Puisqu'il ne semble pas qu'un facteur de risque commun affecte les actions du Nasdaq et celles des économies émergentes, une diversification internationale reste possible en fonction de critères géographiques. En outre, l'hypothèse selon laquelle le Nasdaq pourrait être un nouveau vecteur de contagion financière à travers le monde est infirmée par les résultats de l'étude. Ces conclusions concernant la diversification de portefeuille et l'effet de contagion seraient toutefois à réviser si, comme cela a été mentionné, le Nasdaq sert effectivement de référence de cours selon un processus qui n'est pas appréhendé dans ce cadre.

Bibliographie

Baca, Sean P., Brian L. Garbe et Richard A. Weiss (2000): «The rise of sector effects in major equity markets», *Financial Analysts Journal*, septembre/octobre.

Bernard, Henri et Gabriele Galati (2000): «The co-movement of US stock markets and the dollar», *Rapport trimestriel BRI*, Banque des Règlements Internationaux, août.

Brooks, Robin et Luis Catão (2000): «The new economy and global stock returns», *IMF Working Paper 00-216*, décembre.

Economist, The (2000): «Close relationships», 16 décembre.

Fonds monétaire international (2000): *International Capital Markets*, septembre.

Fonds monétaire international (2001): *World Economic Outlook*, mai.

Heston, Steven L. et K. Geert Rouwenhorst (1994): «Does industrial structure explain the benefits of international diversification?», *Journal of Financial Economics*, volume 36, n° 1, août.

Loretan, Mico et William B. English (2000): «Evaluating changes in correlations during periods of high market volatility», *Rapport trimestriel BRI*, Banque des Règlements Internationaux, juin.

Sharpe, William F. (1992): «Asset allocation: management style and performance measurement», *Journal of Portfolio Management*, volume 18, n° 2, hiver 1992.

Sinha, Anand, John Marsland et Gordon Morrison (2001): «Sectors or countries?», *Commerzbank Securities*, 31 janvier.

Tsatsaronis, Kostas (2001): «Market practice ahead of institutional structures in pricing euro area equities: country versus sector effects», *Rapport trimestriel BRI*, Banque des Règlements Internationaux, mars.

Wall Street Journal, The (2001): «Nasdaq rattles markets throughout Americas», 2 janvier.

Les annonces macroéconomiques orientent-elles encore le marché obligataire américain?

Dans les années 90, les plus fortes fluctuations de cours des titres du Trésor américain se sont généralement produites lors de la publication de statistiques macroéconomiques. Théoriquement, le rendement (et donc la cotation) d'une valeur à revenu fixe, dénuée de tout risque de défaillance, reflète l'anticipation par le marché de la trajectoire de taux courts sans risque pour la durée de vie résiduelle de l'instrument concerné. Quant aux principaux facteurs qui modifient ces anticipations, il s'agit d'évolutions macroéconomiques qui induisent des attentes nouvelles vis-à-vis des taux d'intérêt réels ou de l'inflation, notamment à travers la politique monétaire. Dans cet ordre d'idées, Fleming et Remolona (1999) constatent que les vingt-cinq plus importants mouvements à court terme du titre du Trésor américain à cinq ans, sur une période d'un an allant d'août 1993 à août 1994, ont toujours coïncidé avec une annonce macroéconomique.

Selon un autre point de vue, les fluctuations de rendement des titres sans risque s'expliqueraient par des modifications, imputables à la liquidité, de la demande de valeurs à revenu fixe par rapport à d'autres actifs. Ainsi, la volatilité des cours des actions serait susceptible de générer des flux de portefeuille à court terme entre marchés des actions et des obligations. Ces facteurs liés à la demande devraient surtout prédominer sur les marchés relativement peu liquides. Même si le marché du Trésor américain reste l'un des plus liquides au monde, Fleming (2000) observe que, d'après différents critères, sa liquidité diminue depuis quelques années, en partie à cause de la réduction des émissions. La conjonction de ces deux éléments - volatilité accrue des actions et liquidité moindre des titres du Trésor - conduit certains à affirmer que les variations des obligations sont moins dépendantes désormais de l'évolution macroéconomique.

Cette étude cherche à déterminer dans quelle mesure les effets d'annonce et les fortes fluctuations à court terme des actions se sont accompagnés d'amples mouvements soudains de la cotation du titre du Trésor à cinq ans en 1999²¹. Cinq grandes conclusions se dégagent. Premièrement,

En 1999, les annonces ont continué d'influer sur les cours des obligations

²¹ Des données plus récentes sur les titres du Trésor n'étaient pas encore disponibles au moment de l'étude.

les principales variations sur le marché du Trésor étaient encore associées à des nouvelles macroéconomiques, mais l'éventail des éléments ayant un impact sensible s'est élargi. Deuxièmement, les annonces entraînaient toujours une volatilité des cotations supérieure à la moyenne. Troisièmement, l'effet de surprise était plus faible qu'auparavant. Quatrièmement, la réaction à des résultats inattendus du nombre des emplois non agricoles, indicateur le plus important, n'allait plus systématiquement dans la même direction, alors que, pour des chiffres d'inflation comportant un élément de surprise, elle correspondait au schéma antérieur. Enfin, rien n'indique que l'évolution des cours des obligations en 1999 ait été influencée par d'amples variations des cours des actions.

Fluctuations du titre à cinq ans en 1999

Les données utilisées émanent de GovPX, Inc., société en participation de spécialistes en valeurs du Trésor et courtiers intermédiaires américains. Elles renseignent sur chaque cotation ainsi que sur chaque opération d'achat ou de vente effectuée sur ce marché via l'un des cinq premiers courtiers intermédiaires (sur six). L'étude porte sur le titre à cinq ans le plus récent, qui fait l'objet d'échanges actifs avec, selon GovPX, une moyenne de 535 transactions par jour en 1999, ce qui marque une baisse de 19% par rapport à 1993-94.

L'étude suit, dans la mesure du possible, la méthode empirique de Fleming et Remolona (1999), mais se concentre sur les quatre statistiques considérées par ces auteurs comme les plus importantes: emploi (essentiellement hors agriculture), indice des prix à la production (IPP), indice des prix à la consommation (IPC) et indicateur avancé des ventes de détail²². Ces quatre nouvelles «majeures» sont diffusées à 8 h 30 précises, heure de New York. Pour garantir que les fluctuations du titre sont imputables à l'annonce, l'évolution de la cotation est examinée sur une courte période, commençant juste avant 8 h 30 et se terminant juste avant 8 h 35.

Principales fluctuations

En 1999, chacune des 25 variations les plus amples, sur cinq minutes, a coïncidé avec une annonce particulière. De plus, elles se sont toutes produites à la suite de nouvelles concernant directement la politique monétaire américaine ou bien l'évolution économique aux États-Unis, qui renseignaient indirectement sur cette politique. Cette année-là, les phénomènes économiques survenus hors de ce pays n'ont guère influé sur les valeurs du Trésor.

Les annonces ont déclenché d'amples fluctuations

²² Fleming et Remolona (1999) soulignent également l'importance de l'annonce, par la Fed, du résultat de la réunion du Comité fédéral de l'open market (CFOM). La présente étude ne l'a pas prise en compte, car, pour chacune des huit annonces de 1999, la mesure de politique monétaire avait été correctement prévue. En d'autres termes, même si ces annonces ont continué parfois à influencer sur le marché obligataire, elles n'ont pas comporté d'élément de surprise.

Plus précisément, quatre des 25 fluctuations majeures ont correspondu à l'annonce du taux-objectif des fonds fédéraux et deux à des commentaires d'Alan Greenspan, Président de la Réserve fédérale. Les 19 autres étaient liées à neuf paramètres statistiques différents concernant la situation de l'économie américaine. Les effets d'annonce les plus fréquents ont été le rapport sur l'emploi (5 fois) ainsi que les indices des prix à la consommation et à la production (3 fois chacun).

La comparaison des principales variations en 1999 par rapport à celles de la période antérieure fait apparaître plusieurs différences. Premièrement, l'éventail des annonces est plus large; en 1993-94, 7 indicateurs seulement étaient à l'origine des 25 plus fortes fluctuations, contre 11 en 1999. Deuxièmement, alors que les quatre effets d'annonce majeurs avaient induit 19 fluctuations en 1993-94, ils n'en ont provoqué que 11 en 1999. Troisièmement, les chiffres de l'emploi semblent avoir moins d'influence: alors qu'ils avaient occasionné 10 fluctuations sur 25, dont les quatre plus grandes en 1999, ils n'ont causé que 5 des 25 plus larges variations, même si les mouvements classés deuxième, troisième et cinquième leur ont été imputables.

Ampleur des effets d'annonce en 1999 ¹				
Classement	Date	Heure	Ampleur ²	Annonce
1	30 juin	14 h 15	74,3	Taux-objectif des fonds fédéraux
2	5 mars	08 h 30	52,7	Emploi
3	3 septembre	08 h 30	41,8	Emploi
4	14 mai	08 h 30	40,8	Indice des prix à la consommation
5	6 août	08 h 30	39,1	Emploi
6	22 juillet	11 h 00	38,8	Audition de Greenspan
7	29 avril	08 h 30	36,5	Indice du coût de l'emploi
8	18 mai	14 h 15	35,2	Taux-objectif des fonds fédéraux
9	22 juillet	11 h 05	29,8	Audition de Greenspan
10	8 janvier	08 h 30	29,4	Emploi
11	15 octobre	08 h 30	26,7	Indice des prix à la production
12	1 ^{er} juin	10 h 00	26,2	Indice NAPM ³
13	10 novembre	08 h 30	24,2	Indice des prix à la production
14	5 novembre	08 h 30	24,1	Emploi
15	29 juillet	08 h 30	23,1	Indice du coût de l'emploi
16	13 janvier	07 h 40	22,1	Indice des prix à la production
17	30 avril	08 h 30	21,8	PIB et déflateur du PIB
18	30 juin	15 h 00	21,5	Taux-objectif des fonds fédéraux
19	1 ^{er} octobre	10 h 00	21,3	Indice NAPM ³
20	28 mai	10 h 00	20,6	Indice de confiance (Université du Michigan)
21	14 mai	09 h 15	20,5	Production industrielle
22	16 juin	08 h 30	20,4	Indice des prix à la consommation
23	25 février	16 h 00	19,2	Ventes de logements anciens
24	15 septembre	08 h 30	19,0	Indice des prix à la consommation
25	16 novembre	14 h 15	18,8	Taux-objectif des fonds fédéraux

¹ Variation de la cotation sur cinq minutes, par ordre décroissant. ² En points de base. ³ National Association of Purchasing Management.

Sources: Bloomberg; GovPX, Inc.; calculs BRI. Tableau 1

Enfin, des nouvelles qui n'avaient pas déclenché de variations sensibles en 1993-94 ont eu ensuite un rôle important. Ainsi, la publication de l'indice du coût de la main-d'œuvre et celle de l'indice NAPM (National Association of Purchasing Management: Association nationale des responsables des achats) ont été à l'origine de deux des plus fortes fluctuations de 1999.

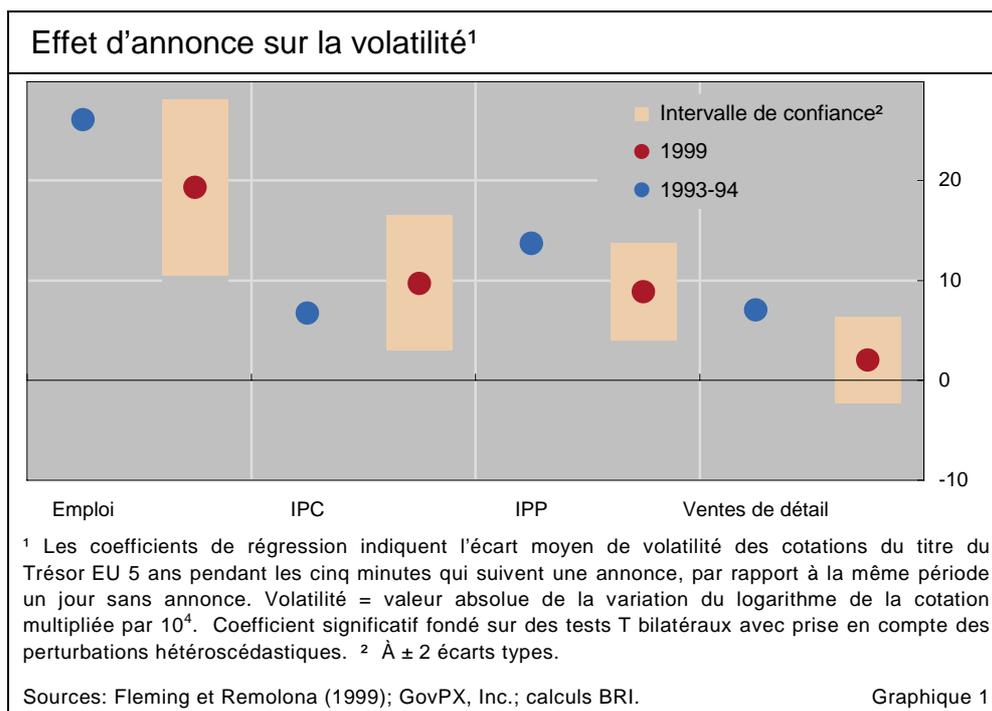
Effets d'annonce et volatilité

Dans l'ensemble, certaines annonces fournissent aux intervenants davantage d'informations, de sorte que la réaction type devrait varier en fonction de la statistique publiée.

Sachant que les quatre indicateurs pris en compte dans cette étude sont rendus publics à 8 h 30, il est possible de déterminer celui qui a le plus d'influence en analysant l'ampleur de la fluctuation à cette heure-là. Cette ampleur correspond à la valeur absolue de la variation du logarithme de la cotation entre 8 h 30 et 8 h 35, le cours étant défini comme le point médian entre cours acheteur et vendeur. Pour chacune des 250 séances boursières de la période-échantillon, il a été procédé à une régression de cet indicateur de volatilité par rapport à quatre variables fictives, correspondant à chaque annonce, considérées comme égales à 1 le jour de l'annonce.

La régression effectuée avec les données de 1999 indique que la publication du rapport sur l'emploi génère la plus forte volatilité, avec un peu moins de 20 points de base. L'effet de l'IPP et de l'IPC est environ deux fois moindre. Ces résultats sont comparables à ceux obtenus pour 1993-94. Sur le plan statistique, les coefficients estimés pour les chiffres de l'emploi, l'IPP et l'IPC ne diffèrent pas sensiblement des estimations ponctuelles prises en compte pour la période précédente. La seule différence se situe au niveau de

Accentuation de la volatilité juste après l'annonce



l'impact des ventes de détail: variation de 7 points de base en 1993-94, alors qu'en 1999 aucun accroissement statistiquement significatif de la volatilité n'a été constaté le jour de l'annonce.

Valeur informative des annonces

La section précédente montre que les annonces induisent un accroissement de la volatilité des cours. Dans la mesure où les marchés sont efficients, on pourrait s'attendre à ce que ces fluctuations rapides ne reflètent que les nouvelles contenues dans les informations.

Aux fins de cette étude, ce qui est «nouveau» dans une annonce constitue l'élément de surprise, défini comme l'écart entre la valeur effective publiée et la valeur médiane prévue²³. On calcule ensuite l'ampleur moyenne des surprises en 1999, pour chacun des quatre indicateurs. La comparaison de ces moyennes et de celles figurant dans la précédente étude indique que les annonces sont plus prévisibles. Ainsi, en 1999, l'ampleur moyenne de l'élément de surprise pour les prix à la consommation, les prix à la production et les ventes de détail était, respectivement, inférieure de 10, 21 et 50% en valeur absolue par rapport à 1993-94. L'exception notable réside dans les chiffres de l'emploi, pour lesquels pratiquement aucun changement n'apparaît.

Il existe au moins deux explications à cette réduction apparente de l'élément de surprise: premièrement, la capacité de prévision des intervenants, qui se serait améliorée; deuxièmement, la communication financière, qui complète peut-être mieux les indicateurs macroéconomiques. Dans les deux cas, il est donc possible que ces indicateurs apportent moins d'informations nouvelles.

Effets d'annonce et fluctuations des cours

La question qui se pose naturellement est de savoir si les cours des obligations intègrent de la même manière qu'auparavant les informations nouvelles. Ces dernières ont-elles encore tendance notamment à orienter les cours dans une direction et des proportions prévisibles?

À cet effet, il a été procédé à la régression de la variation, sur cinq minutes, du logarithme de la cotation du titre du Trésor pour les quatre indicateurs²⁴. L'échantillon a été limité aux 42 séances au cours desquelles

Les surprises ont été plus modestes en 1999 qu'en 1993-94

²³ Selon cette définition, les chiffres indiquent une absence de distorsion statistique en 1999 dans les prévisions relatives aux quatre indicateurs macroéconomiques. Les surprises se sont réparties de manière relativement uniforme entre valeurs positives et négatives, et l'élément de surprise moyen, pour chaque indicateur, a été nettement inférieur à son écart type. Fleming et Remolona (1999) n'ayant pas donné d'informations sur la ventilation de ces surprises, il n'est pas possible de déterminer si, en 1993-94, les prévisions constituaient des estimations sans distorsion des valeurs annoncées.

²⁴ Pour déterminer si les fluctuations pourraient être uniquement imputables à l'effet d'annonce, les régressions ont intégré au préalable la composante prévisionnelle de l'annonce. Sur le plan statistique, aucune des quatre valeurs attendues n'était sensiblement différente de zéro.

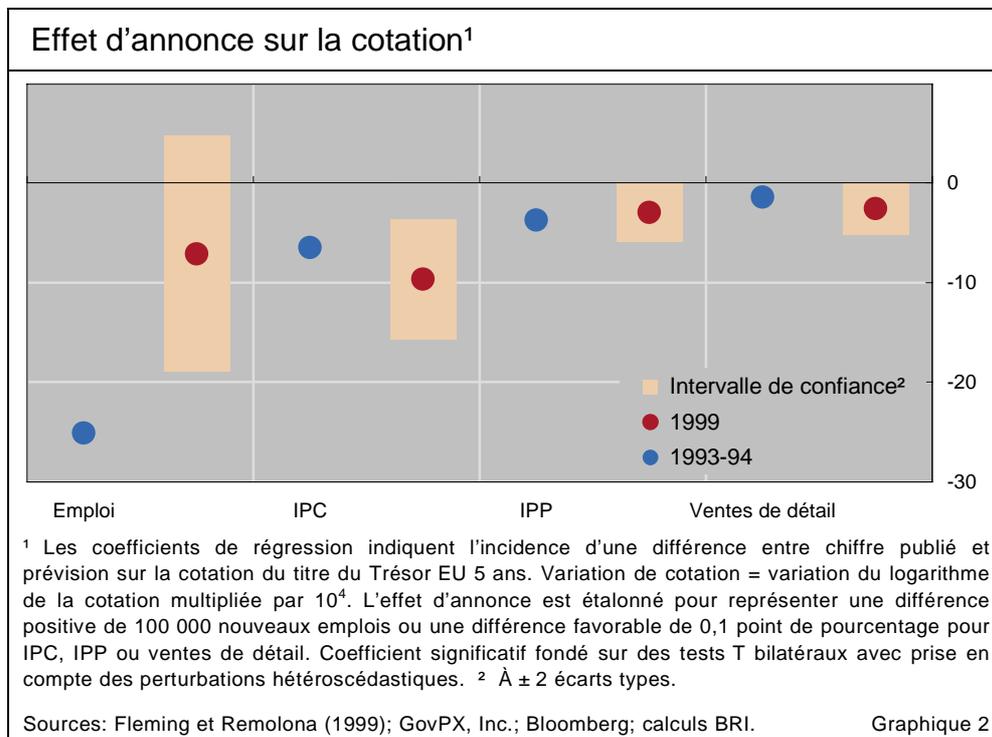
une annonce au moins a été effectuée, les variables ayant été fixées à zéro pour les séances sans annonce. Les résultats obtenus pour 1993-94 et 1999 ont ensuite été étalonnés, de manière à refléter les éléments de surprise de même ampleur. Les coefficients représentent la variation de cotation estimée après l'annonce d'une surprise positive: par exemple, 100 000 nouveaux emplois non agricoles annoncés ou une évolution favorable de 0,10% des prix à la consommation, des prix à la production ou des ventes de détail.

Par surprise, on entend que les valeurs positives indiquent soit que l'économie réelle (emploi et ventes) affiche de meilleurs résultats que prévu, soit que les prix (à la consommation et à la production) sont supérieurs aux attentes. Par conséquent, toute surprise positive devrait renforcer les anticipations de resserrement monétaire et provoquer un repli immédiat des valeurs du Trésor. Cette corrélation négative attendue entre les éléments de surprise et les fluctuations de cours a été observée dans l'étude précédente pour la plupart des annonces, mais elle était particulièrement accentuée pour les emplois non agricoles.

La différence peut-être la plus significative entre les deux périodes est l'absence, en 1999, de réaction cohérente du marché à des résultats inattendus des emplois non agricoles. En 1993-94, des chiffres favorables (100 000 emplois en plus) avaient fait reculer de 25,11 points de base la cotation du titre. En 1999, par contre, la réaction n'a pas été, statistiquement, différente de zéro. Or, il a été précisé plus haut que, sur cette dernière période, la publication de cet indicateur s'est accompagnée d'importantes variations en valeur absolue, ce qui signifie que les fluctuations liées aux effets d'annonce n'ont plus évolué dans la même direction.

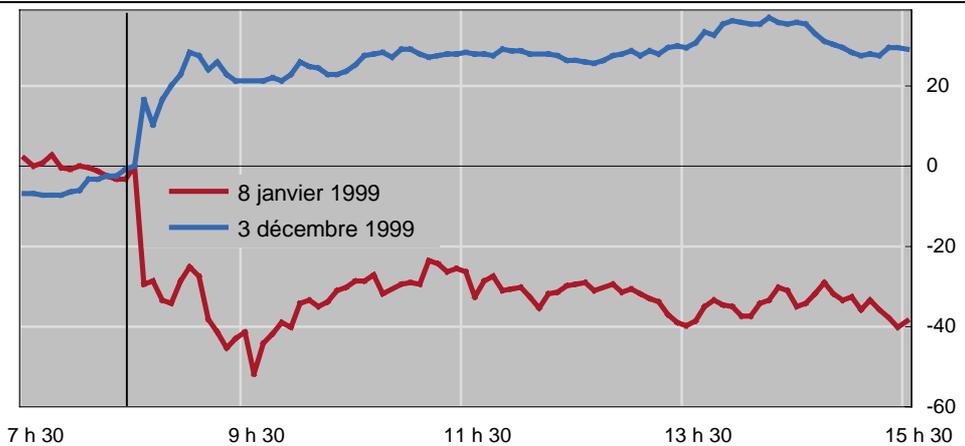
Les bonnes surprises renforcent les anticipations de rigueur monétaire

La réaction du marché au rapport sur l'emploi a cessé d'être prévisible



Effet d'annonce divergent pour des chiffres sur l'emploi favorables¹

Variation de la cotation²



¹ Emplois non agricoles, différence entre chiffre publié et prévision. ² Mesurée, en points de base, à intervalles de cinq minutes entre 7 h 30 et 15 h 30 par rapport à 8 h 30. La ligne verticale correspond à l'annonce.

Sources: GovPX, Inc.; calculs BRI.

Graphique 3

À titre d'illustration, on peut analyser la réaction du marché obligataire à la publication des rapports sur l'emploi à des dates différentes. Les chiffres des 8 janvier et 3 décembre 1999 indiquent des créations respectives de 158 000 et 34 000 emplois de plus que prévu. Les résultats de l'étude portant sur 1993-94 laissaient envisager une baisse du titre à ces deux dates. Or, dans les cinq minutes qui ont suivi l'annonce, il a perdu 29,4 points de base dans le premier cas, mais a gagné 16,6 points dans le second.

Deuxième différence, moins flagrante, entre les deux périodes: la réaction à la publication des statistiques des ventes de détail. En 1993-94, cette réaction a été négative, mais pas statistiquement significative. Au contraire, en 1999, une bonne surprise (+0,10%) a fait baisser de 2,58 points de base le titre à cinq ans.

Enfin, en 1993-94 et 1999, les annonces positives pour les prix à la consommation ou à la production ont entraîné une baisse du titre dans des proportions globalement comparables: de bons résultats (+0,10%) des prix à la consommation ont provoqué un recul de 6,48 points en 1993-94 et de 9,64 points en 1999. Sous l'angle statistique cependant, cette estimation n'est pas sensiblement plus élevée que celle de la période précédente. L'annonce relative aux prix à la production (+0,10%) fournit des conclusions analogues: -3,73 points en 1993-94 et -2,97 points en 1999²⁵.

Les annonces positives du côté de l'inflation ont continué de peser sur l'obligataire

²⁵ Ces réactions sur cinq minutes sont considérables, étant donné que, sur 1999, la variation médiane du cours par séance a avoisiné 17 points.

Les flux d'actions orientent-ils l'obligataire?

Depuis quelques années, les cours des actions américaines sont particulièrement volatils, surtout dans le secteur technologique. Cette volatilité engendre, sur ces marchés, d'importantes variations des flux de capitaux à court terme. Le marché des valeurs du Trésor américain constituant une solution de repli naturelle pour les détenteurs d'actions, il serait logique qu'une entrée ou une sortie de capitaux sur les actions se traduise par une modification correspondante de la demande de titres du Trésor. Les cotations des actions et obligations devraient alors prendre des directions opposées, du moins à court terme.

Dans une récente étude, Fair (2001) ne décèle aucun élément étayant cette hypothèse pour 1993-94. Il constate, au contraire, que les actions et obligations ont presque toujours évolué dans la même direction après des annonces. Plus précisément, il conclut que 16 des 17 fortes fluctuations sur l'obligataire, pour lesquelles il dispose d'informations correspondantes pour les actions, se sont accompagnées d'un mouvement dans la même direction.

Ce résultat a été confirmé pour 1999. Chacun des neuf épisodes examinés par Fair en liaison avec les quatre indicateurs considérés présente des évolutions des actions et obligations dans le même sens. Fair observe également que huit variations importantes des cours des actions n'ont été associées à aucun événement particulier et que ces fortes variations «inexpliquées» n'ont eu aucun écho sur l'obligataire. Le titre à cinq ans n'a bougé de plus d'un point de base que dans un seul de ces cas.

Actions et obligations ont continué d'évoluer dans la même direction

Conclusion

La comparaison des effets d'annonce sur le marché des valeurs du Trésor en 1993-94 et 1999 permet de penser que la publication des indicateurs macroéconomiques continue d'engendrer d'importantes fluctuations soudaines des obligations. En outre, l'éventail des statistiques entraînant des mouvements significatifs semble s'être élargi. La diffusion des chiffres sur l'emploi, l'IPC, l'IPP et les ventes de détail font toujours augmenter sensiblement la volatilité à court terme, les bonnes surprises en matière d'inflation provoquant une baisse significative sur l'obligataire. Différence notable par rapport aux résultats de 1993-94: en 1999, les éléments de surprise sur la situation de l'emploi ont effectivement provoqué de fortes fluctuations, sans qu'il soit possible d'en prévoir la direction. De plus, les surprises d'ordre macroéconomique ont été généralement moindres que précédemment. Enfin, les cours des actions et obligations ont continué d'évoluer dans le même sens après les annonces.

Bibliographie

Fair, Ray C. (2001): «Events that shook the market», *Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS*, BIS Papers n° 2, Bâle, mai, pp. 9-24.

Fleming, Michael J. (2000): «Treasury market liquidity», mimeo, Banque de Réserve fédérale de New York.

Fleming, Michael J. et Eli M. Remolona (1999): «What Moves Bond Prices?», *The Journal of Portfolio Management*, été, pp. 28-38.

Les pratiques de simulation de crise: enquête auprès de quarante-trois grands établissements financiers

Ces dernières années, les grands établissements financiers internationaux se sont lancés dans des activités toujours plus complexes et variées. Cette complexité croissante ainsi que les enseignements tirés des récentes crises de marché ont encore avivé l'intérêt que suscitent les méthodes utilisées par ces établissements pour mesurer et surveiller leurs expositions aux risques. Les opérateurs de marché et autorités de réglementation s'intéressent tout particulièrement à la «simulation de crise»²⁶; il s'agit d'un ensemble de techniques de gestion des risques permettant aux sociétés financières d'évaluer leur vulnérabilité et, généralement, la variation de la valeur de leur portefeuille dans l'hypothèse d'événements exceptionnels mais plausibles. Depuis quelques années, la simulation de crise est de plus en plus pratiquée, en complément des modèles fondés sur la valeur en risque (VeR) et d'autres outils de mesure des risques.

La simulation de crise évalue la vulnérabilité à des événements exceptionnels

Recensement des scénarios de simulation de crise

Dans ce contexte, le Comité sur le système financier mondial (CSFM)²⁷ a décidé, en mars 2000, de compléter les travaux effectués sur la mesure et la gestion des risques par un recensement, à l'échelle mondiale, des scénarios de simulation de crise dans les grands établissements financiers. Il a donc confié à un groupe de travail composé de représentants des banques centrales du G 10 le mandat suivant: déterminer le rôle des simulations de crise dans la

Le CSFM conduit une enquête ...

²⁶ L'intérêt des autorités de réglementation est illustré par l'*Amendement à l'accord sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché*, publié en 1996 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Ce document recommande expressément de tester la vulnérabilité des portefeuilles par rapport à certains événements historiques, notamment les deux crises du MCE (1992 et 1993) et le krach boursier de 1987.

²⁷ Le CSFM, créé par les gouverneurs des banques centrales du G 10, suit et examine les grandes questions liées aux marchés et systèmes financiers. Il a plus particulièrement pour vocation d'aider les gouverneurs à identifier, analyser et traiter les problèmes qui menacent la stabilité des marchés et le système financier mondial. Il est présidé par Yutaka Yamaguchi, Sous-Gouverneur de la Banque du Japon.

gestion des risques, identifier les événements exceptionnels dans lesquels les opérateurs voient des risques importants et rassembler des informations montrant à tout moment l'hétérogénéité de la prise de risque.

... portant sur
43 grands
établissements ...

Les quarante-trois grandes banques commerciales et d'affaires de dix pays qui ont participé au recensement ont été invitées à présenter les exercices mettant en évidence des risques importants au 31 mai 2000. Les questionnaires remplis par ces établissements ont permis de recenser 293 scénarios de simulation de crise (fondés sur l'éventualité d'un événement de marché tel qu'un krach boursier) et 131 simulations de sensibilité (fondées sur des variations types de facteurs de risque étroitement liés, telles qu'une inflexion parallèle des courbes des rendements).

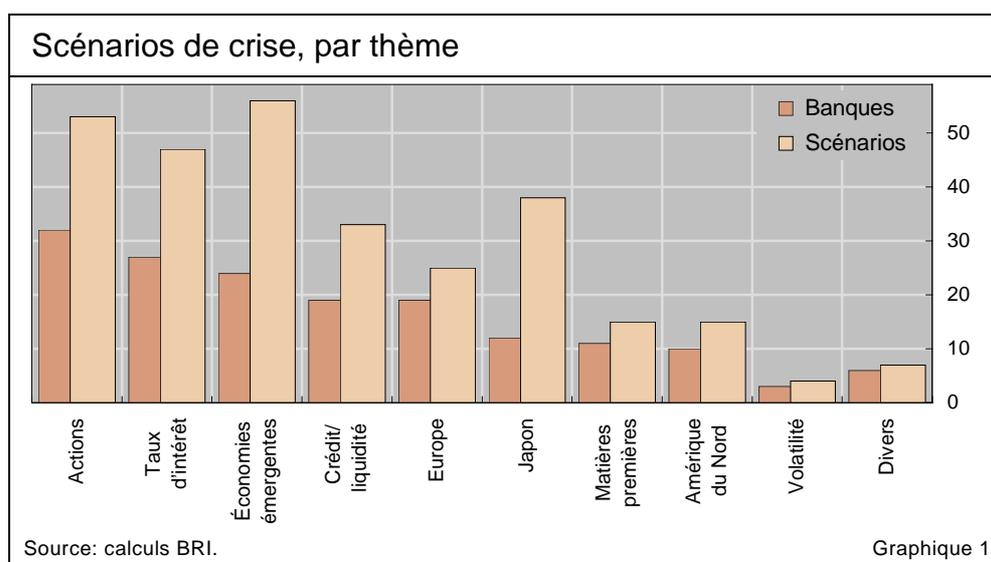
Utilisation des scénarios pour la gestion des risques

... et 293 scénarios

Le graphique 1 établit un classement des 293 scénarios recensés, qui représente l'essentiel de l'analyse du groupe de travail²⁸. Il indique, par grande catégorie d'actifs ou région géographique, le nombre de banques procédant à une ou plusieurs simulations de crise et le nombre de scénarios envisagés. Les quatre domaines les plus fréquents ont été les cours des actions, les taux d'intérêt, les marchés émergents et les marges de crédit/liquidité, suivis par ceux centrés sur les événements critiques pour une région considérée (y compris les cours de change). Quelques scénarios seulement étaient axés sur les matières premières et les risques correspondants ou sur les tensions affectant les marchés des options.

Les scénarios sont
surtout axés sur
l'asymétrie des
risques ...

L'examen approfondi de ces différents scénarios, dont rend compte le rapport du groupe de travail, appelle quelques observations. La première concerne une certaine asymétrie des risques. Les banques ont beaucoup plus



²⁸ Le rapport du groupe de travail, intitulé *A survey of stress tests and current practice at major financial institutions*, est paru en avril 2001 et peut être consulté sur le site de la BRI (www.bis.org). Le groupe était présidé par Alain Duchateau, Banque de France/Commission bancaire.

tendance à simuler un krach boursier qu'un boum des cours des actions ou des économies émergentes. En matière de taux d'intérêt et d'écarts de crédit/liquidité, les simulations ont davantage porté sur des hausses que sur des baisses. Pour les cours de change, le déséquilibre était moins flagrant, encore qu'il y ait eu plus de scénarios à «dollar faible» qu'à «dollar fort». Dans les entretiens avec les membres du groupe, les gestionnaires de risque ont attribué cette asymétrie aux expositions asymétriques (les banques étant plutôt exposées au risque d'augmentation des taux d'intérêt, de recul des cours des actions et d'accentuation des marges de crédit), aux probabilités asymétriques (le risque de krach boursier étant supérieur en raison de valorisations exceptionnellement élevées) et à leurs expériences personnelles, elles-mêmes contrastées, en matière de situations critiques.

Par ailleurs, il semble que les banques recourent plus particulièrement aux simulations pour les marchés ou produits dont les risques sont mal appréhendés par des mesures statistiques comme la VeR. Les gestionnaires de risque interrogés ont avancé plusieurs raisons à cette inadéquation de la VeR, parmi lesquelles le manque de données historiques satisfaisantes sur les prix, une certaine tendance des marchés à subir des variations brutales ou à être peu liquides, ou encore la difficulté d'évaluer les expositions hautement non linéaires liées à la négociation d'options. À leur avis, les économies émergentes illustrent parfaitement le fait que des marchés se prêtent fort bien à la simulation de crise, comme en atteste d'ailleurs la prédominance des scénarios en rapport avec de tels risques.

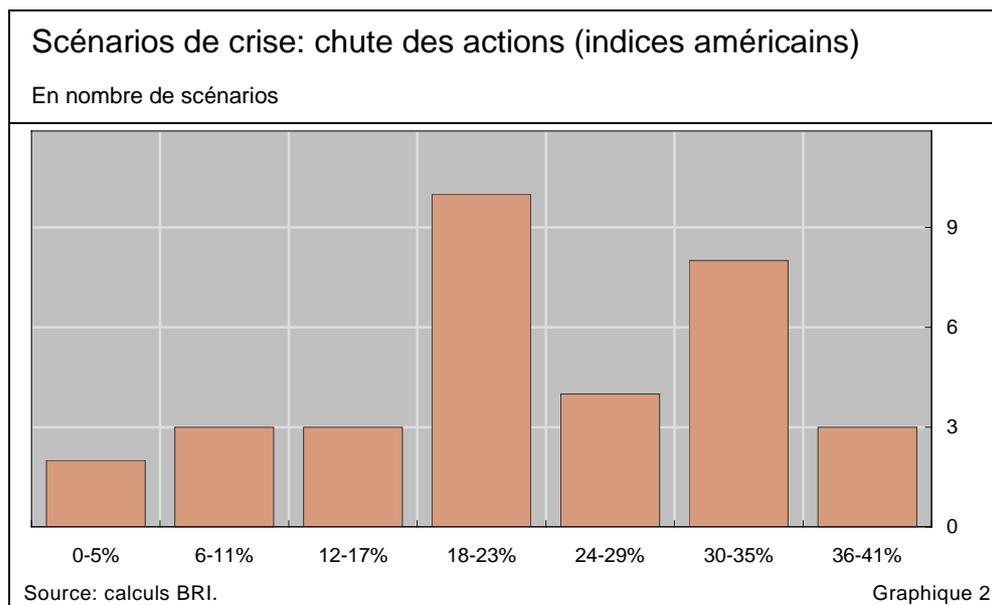
Autre résultat frappant, l'hétérogénéité marquée des résultats obtenus par des scénarios pourtant assez semblables en apparence. Ainsi, l'amplitude supposée des chocs varie sensiblement, même entre des scénarios décrivant des événements relativement identiques. Ces différences sont compréhensibles dans le cas de scénarios imaginaires, mais elles s'observent également dans des scénarios historiques inspirés d'événements réels dont l'impact est parfaitement connu. La raison en est peut-être que, pour mesurer les chocs historiques, les banques utilisent des horizons temporels sur vingt-quatre heures, quinze jours ou sur la durée intégrale du choc.

Le graphique 2 illustre cette diversité par la répartition des fréquences de l'amplitude des chocs sur les indices boursiers aux États-Unis, à partir de vingt scénarios inspirés du «lundi noir de 1987» et de treize scénarios se référant à un «krach boursier hypothétique». À l'évidence, les banques se servent de chocs d'ampleur fort différente pour reproduire un effondrement des actions. La même hétérogénéité est constatée en ce qui concerne les effets supposés d'un tel événement sur les divers marchés (scénarios non représentés dans le graphique). Dans seize de ces scénarios, le choc qui affecte les indices boursiers a aussi des répercussions sur les taux d'intérêt; dans neuf cas, ceux-ci baissent; dans cinq cas, ils sont censés monter et, dans les deux derniers scénarios, la tendance varie d'un pays à l'autre.

... et sur les marchés comportant des risques qui ne sont pas appréhendés par d'autres mesures

L'ampleur des chocs varie, même pour les scénarios historiques ...

... et les effets peuvent être très différents d'un marché à l'autre



Enfin, les banques ont répondu à des questions complémentaires sur la mise en application des exercices. Il apparaît que la simulation est désormais une technique habituelle de gestion des risques, notamment pour déterminer le profil de risque et communiquer les résultats à la direction générale. Un peu plus de la moitié des établissements s'en servent pour fixer des limites et un sur cinq pour l'affectation des capitaux. Deux tiers affirment que les résultats obtenus les ont conduits, au moins une fois, à couvrir ou dénouer une position. Comme le montrent toutefois les entretiens, ce genre de réaction n'est pas systématique et les décisions sont généralement prises au cas par cas. La plupart des établissements recourent très régulièrement à certaines simulations (chaque jour/semaine); quelques-uns n'utilisent que rarement (chaque mois/trimestre) les scénarios les plus sophistiqués, en raison de leur coût. Un établissement sur quatre procède à des simulations tenant, partiellement, compte des interactions entre risque de marché et risque de contrepartie, mais aucun n'a évoqué de scénario fondé sur l'intégration complète de ces deux types de risques, malgré l'attention particulière accordée à cette question depuis la crise de 1997-98. Les avis recueillis indiquent que ces interactions ne concernent, du moins pour l'instant, que des branches d'activité ou des produits spécifiques supposés avoir un impact significatif sur l'exposition.

Implications de l'enquête

Deux implications méritent d'être soulignées. Premièrement, la simulation de crise fait désormais partie intégrante de la gestion des risques, au moins dans les banques ayant participé au recensement. Lorsqu'ils élaborent leurs scénarios, les gestionnaires de risque semblent tenir compte de la nature des expositions de l'établissement ainsi que des mérites respectifs de la simulation

La simulation de crise fait partie intégrante de la gestion des risques ...

et d'autres techniques (VeR, analyse de sensibilité, etc.) en fonction des expositions spécifiques et des différents marchés.

Deuxièmement, dans l'interprétation des résultats, les établissements semblent considérer leur position sur le marché et les aspects stratégiques de la gestion des risques. Ils ne réagissent donc pas toujours de la même façon aux informations fournies par les simulations. En particulier, il n'apparaît pas qu'ils décident automatiquement de dénouer certaines positions lorsque les limites indiquées sont franchies mais qu'ils tranchent plutôt au cas par cas. À cet égard, les gestionnaires interrogés ont suggéré que la démarche appropriée à une simulation donnée dépend des relations entre leurs propres positions, celles des autres banques et de la taille du marché sur lequel ils interviennent.

... mais les banques
n'y réagissent pas
de manière
automatique

Évolutions structurelles et réglementaires

Initiatives et rapports concernant les établissements financiers

Janvier

Le CBCB publie de nouvelles propositions sur l'adéquation des fonds propres

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) publie un second ensemble de propositions en vue d'un Nouvel accord sur les fonds propres qui, lorsqu'il sera parachevé, remplacera les dispositions actuelles, datant de 1988. Le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001 présente un résumé de ces propositions²⁹.

Un groupe d'étude du G 10 présente un rapport sur la concentration dans le secteur financier

Un groupe d'étude du G 10 présente un rapport sur la concentration dans le secteur financier³⁰. Ce document, qui couvre treize pays, conclut que la concentration peut améliorer l'efficacité opérationnelle des établissements fusionnés mais que, dans l'ensemble, peu d'éléments font apparaître des gains concrets. Il suggère aux responsables des banques centrales de rester attentifs aux événements susceptibles de réduire la compétitivité des marchés les plus importants pour la politique monétaire. La concentration, note-t-il en outre, est de nature à rendre encore plus difficile la liquidation des grands établissements financiers complexes, étant donné, surtout, que les entreprises financières non bancaires constituent aussi des sources potentielles de risque systémique. Elle pourrait également, dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement, exiger une coopération accrue entre autorités de contrôle des banques et des systèmes de paiement, tant au niveau national qu'international.

États-Unis: le FASB préconise de modifier la comptabilisation des instruments financiers

Le Financial Accounting Standards Board (FASB) des États-Unis publie un rapport préparé par les instances de normalisation conjointes des instruments financiers (Financial Instruments Joint Working Group) recommandant des changements de grande ampleur dans le traitement comptable de ces instruments³¹: a) mesure à la juste valeur de pratiquement

²⁹ «Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres», *Rapport trimestriel BRI*, Bâle, mars 2001, pp. 62-64.

³⁰ *Report on consolidation in the financial sector*, Groupe des Dix, Bâle, Paris et Washington, janvier 2001 (www.bis.org, www.imf.org et www.oecd.org).

³¹ www.fasb.org.

tous les instruments financiers; b) passation au compte de résultats, durant la période où ils sont générés, de la quasi-totalité des gains et pertes résultant de variations de la juste valeur; c) abolition de la comptabilisation spéciale des instruments financiers utilisés aux fins de couverture; d) adoption d'une approche par composantes pour certains actifs financiers transférés, permettant de distinguer celles qui doivent continuer à être comptabilisées et celles qui sont à sortir du bilan; e) développement de la communication d'informations sur les instruments financiers, les risques encourus et les effets de bilan.

Février

La Commission européenne lance une deuxième série de consultations sur un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres pour les banques et entreprises d'investissement. Les parties concernées sont invitées à formuler leurs commentaires d'ici fin mai 2001³². Conçu pour être examiné parallèlement aux propositions similaires du Comité de Bâle de janvier 2001, ce document aborde également des thèmes intéressants plus particulièrement les entreprises de l'Union européenne.

Europe: la Commission lance des consultations sur les nouvelles normes de fonds propres

Mars

Le CBCB et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) publient une étude sur les questions liées aux relations des banques et entreprises d'investissement avec les institutions à fort effet de levier (IFEL)³³. Le Groupe de travail conjoint sur les IFEL a noté avec satisfaction les progrès dans la mise en œuvre, par les sociétés financières, des recommandations de saines pratiques formulées par le Comité de Bâle et l'OICV en 1999. Dans ces sociétés, la haute direction a souvent renforcé la surveillance des activités avec les IFEL en améliorant ses politiques et en définissant plus clairement le profil global de risque. Malgré ces avancées, le groupe de travail a recensé plusieurs domaines où des efforts supplémentaires s'avèrent nécessaires, les progrès ne pouvant être que progressifs dans les cas les plus délicats. Les sociétés financières devraient donc continuer d'affiner leurs méthodologies de mesure des risques. Elles devraient consacrer des ressources au développement de leurs systèmes de simulation de crise pour évaluer l'effet conjoint de fortes fluctuations touchant les marchés, les expositions au risque de contrepartie et la valeur des sûretés. Si l'information sur les contreparties IFEL s'est améliorée au cours des deux dernières années, les progrès ont été inégaux, surtout en matière de données quantitatives. Enfin, les sociétés financières sont généralement parvenues à renforcer les clauses contractuelles, mais, face à la concurrence, il leur est encore difficile d'imposer un ensemble de mesures optimales pour la limitation des risques.

Le CBCB et l'OICV examinent des questions liées aux IFEL

³² www.europa.eu.int.

³³ *Review of issues relating to highly leveraged institutions*, CBCB et OICV, Bâle et Montréal, mars 2001 (www.bis.org).

Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur infrastructure

Janvier

Le CSFM publie un rapport sur l'interaction entre négociation électronique et marchés financiers

Le Comité sur le système financier mondial (CSFM) publie le rapport d'un groupe de travail sur les implications de la négociation électronique pour les marchés financiers³⁴. L'étude concerne plus particulièrement le fonctionnement des systèmes de négociation électronique sur les marchés de gros les plus importants pour les banques centrales ainsi que leur incidence, y compris potentielle, sur la structure des marchés, la dynamique des prix et l'intermédiation financière dans son ensemble. Elle conclut que la négociation électronique offre de grandes possibilités pour abaisser les coûts, mais que celles-ci n'ont pas encore été pleinement réalisées sur la plupart des marchés. Elle note également que l'extension des systèmes électroniques peut avoir affecté certains courtiers et incité des opérateurs à réduire leur activité de teneur de marché. Toutefois, rien ne permet, à ce jour, d'affirmer que la liquidité ait souffert, ni que les intervenants se détournent des plateformes électroniques en période de tensions.

Le CSPR définit des principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique

Le Groupe de travail sur les principes et pratiques applicables aux systèmes de paiement, institué par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), diffuse un rapport exposant des principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique³⁵. En définissant un ensemble commun de normes internationales, ces principes répondent aux objectifs d'intérêt général consistant à réduire les risques, assurer la sécurité et renforcer l'efficacité dans les systèmes de paiement d'importance systémique. Ils présentent en détail les caractéristiques essentielles auxquelles devraient satisfaire tous les systèmes de paiement. Ces principes doivent être utilisés par les pays souhaitant évaluer leurs systèmes et mettre au point des stratégies appropriées pour les appliquer.

Le CSPR et l'OICV formulent des recommandations pour le règlement des opérations sur titres

Le CSPR et l'OICV publient, aux fins de consultation, un rapport conjoint formulant des recommandations concernant la conception, l'exploitation et la surveillance des systèmes de règlement des opérations sur titres³⁶. Le document détermine les exigences minimales auxquelles devraient satisfaire ces systèmes et les meilleures pratiques qu'ils devraient s'efforcer de suivre. Ces recommandations sont destinées aux systèmes traitant les opérations intérieures et transfrontières sur toutes les catégories de titres émis dans les pays industrialisés et les économies émergentes.

³⁴ *The implications of electronic trading in financial markets*, CSFM, Bâle, janvier 2001 (www.bis.org).

³⁵ *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, CSPR, Bâle, janvier 2001 (www.bis.org).

³⁶ *Recommendations for securities settlement systems*, CSPR et OICV, Bâle et Montréal, janvier 2001 (www.bis.org et www.iosco.org).

Le Working Group on Public Disclosure (WGPD) diffuse un rapport préconisant une communication financière plus large et plus fréquente par les établissements bancaires et entreprises d'investissement³⁷. Le groupe de travail estime que les données sur les risques de marché devraient être étoffées et publiées chaque trimestre, et non une fois par an comme actuellement. Des informations supplémentaires sur le risque de crédit inhérent aux positions de gros montant devraient également être communiquées tous les trois mois.

Le WGPD préconise une amélioration de la communication financière

L'Internal Revenue Service (IRS) des États-Unis institue de nouvelles règles fiscales qui pourraient avoir des implications pour les particuliers et établissements financiers américains et étrangers investissant aux États-Unis. L'IRS imposera une retenue à la source de 31% sur les dividendes, paiements d'intérêts et produits bruts de ventes de titres relatifs à toute valeur américaine si l'opération n'est pas effectuée par un «intermédiaire agréé»³⁸.

L'IRS institue de nouvelles règles sur la retenue à la source

Le Comité fédéral de l'open market (CFOM) vote une prolongation temporaire (jusqu'à sa première réunion de 2002) de la liste élargie des titres admissibles comme sûretés dans les opérations de pension effectuées par la Banque de Réserve fédérale de New York pour réguler les réserves du système bancaire³⁹.

Le CFOM prolonge l'utilisation de la liste élargie des titres agréés comme sûretés

Février

Le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI) annonce que d'importants progrès ont été accomplis par la plupart des quinze pays et territoires qu'il avait identifiés en juin 2000 comme non coopératifs dans la lutte mondiale contre le blanchiment de capitaux. Plusieurs d'entre eux ont accompli des avancées remarquables ainsi que le montrent les lois introduites par divers organes parlementaires. Le GAFI note avec une satisfaction particulière que sept de ces juridictions (Bahamas, îles Caïmans, îles Cook, Israël, Liechtenstein, îles Marshall et Panama) ont promulgué, au moins pour

Le GAFI examine les progrès accomplis dans la lutte contre le blanchiment de capitaux

³⁷ Ce groupe de travail, instauré en avril 2000 par le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale des États-Unis, est composé de représentants des gros intervenants privés sur les marchés financiers américains. Il a pour mandat de voir comment la communication financière des grands établissements financiers complexes peut être améliorée pour aider les marchés à évaluer leur exposition au risque et leurs pratiques de gestion correspondantes.

³⁸ Pour obtenir leur agrément, les établissements financiers et courtiers doivent remplir certaines conditions, notamment fournir la preuve d'une connaissance adéquate de leur clientèle et de leur capacité à évaluer correctement son assujettissement fiscal. Les intermédiaires non homologués pourront éviter l'imposition de leur clientèle en la déclarant auprès de l'IRS. À défaut d'enregistrement, les investisseurs seront assujettis à la retenue à la source, même s'ils ne sont ni citoyens américains ni résidents fiscaux. Ces nouvelles règles sont destinées à empêcher l'évasion fiscale de la part des citoyens américains, mais les investisseurs étrangers seront également touchés.

³⁹ Lors de sa réunion du 24 août 1999, le CFOM avait approuvé l'élargissement de cette liste de titres afin de renforcer la capacité de la Banque de Réserve fédérale de New York de répondre aux besoins supplémentaires de réserves anticipés pour le quatrième trimestre 1999. Avaient alors été inclus principalement: titres hypothécaires à transmission directe des flux de paiements émis par GNMA, FHLMC et FNMA, ainsi que les titres STRIP du Trésor EU et les titres démembrés des autres agences fédérales.

L'ISDA institue un groupe de travail sur les incidents de crédit dans les contrats d'échange sur défaillance

l'essentiel, les lois remédiant aux faiblesses mises à jour. Il souligne que l'adoption de ces lois et la publication des réglementations d'application constituent les premières conditions à remplir pour ne plus figurer sur la liste.

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) institue un groupe de travail chargé de définir les incidents de crédit à inclure dans la documentation utilisée pour les contrats d'échange sur défaillance. Depuis mi-2000, un débat animé a lieu entre intervenants sur ce marché pour savoir si les restructurations de prêt devraient déclencher un paiement⁴⁰. De récentes opérations de cette nature ont jeté le doute, dans l'esprit des vendeurs de protection, sur la valeur des actifs livrés en exécution de tels contrats d'échange: les obligations livrables ont parfois été cotées plus bas que les prêts bancaires, de sorte que les investisseurs détenant une position sur les crédits sous-jacents ont reçu, des acheteurs de protection, des obligations de moindre valeur que les prêts bancaires qu'ils s'attendaient à recevoir. Certains opérateurs sont d'avis que la question pourrait être résolue en affinant la définition des restructurations de prêt et en précisant les actifs livrables dans ce cas. Cette question a également été source d'incertitude pour les acteurs financiers et les autorités prudentielles, qui s'interrogent sur l'allègement des exigences de fonds propres pouvant résulter de ces instruments dérivés⁴¹.

Mars

Le FSF examine les faiblesses du système financier mondial

Le Forum sur la stabilité financière (FSF) tient sa cinquième réunion à la Banque mondiale, à Washington, les 22 et 23 mars 2001. Ses membres procèdent à un échange de vues sur les faiblesses du système financier mondial et examinent les progrès accomplis dans la mise en œuvre de ses recommandations antérieures. Sur ce dernier point, le FSF passe en revue les mesures prises à ce jour pour répondre aux préoccupations suscitées par le rapport de son Groupe de travail sur les IFEL. Ses membres saluent l'achèvement de l'étude du Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière et invitent à poursuivre les efforts en ce sens. Ils observent avec satisfaction que des intervenants privés ont élaboré un code des opérations de change et soulignent l'importance de son application⁴². Le FSF note les améliorations apportées par les places franches à leurs pratiques de contrôle bancaire et d'information.

⁴⁰ *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001.

⁴¹ Les propositions du Comité de Bâle pour un Nouvel accord sur les fonds propres subordonnent un allègement des exigences en fonds propres à deux conditions: l'instrument dérivé doit avoir une échéance identique au contrat qu'il couvre et comporter une clause de restructuration.

⁴² En février, seize banques actives sur les marchés des changes mondiaux adhèrent librement à un ensemble de recommandations établissant un code de négociation, en réponse aux récentes crises financières asiatique et russe. Tom Buerkle, «A code of conduct for currency traders», *International Herald Tribune*, 23 février 2001.

Un groupe de travail du CSFM publie un rapport sur les sûretés dans les marchés de gros⁴³. Il a été chargé d'évaluer les tendances récentes de la demande et de l'offre dans ce domaine et, plus particulièrement, l'influence des sûretés sur la dynamique des prix et la liquidité de marché. Il conclut que les sûretés continueront vraisemblablement à se développer plus rapidement que l'offre de titres, mais que les marchés ont la capacité de s'adapter en ajustant la tarification, en intensifiant l'offre et en élargissant la gamme des actifs acceptés. Dans ce contexte, une utilisation transparente des sûretés et la mise en œuvre de pratiques appropriées de gestion des risques constituent les principales conditions permettant de profiter pleinement des avantages de cette technique de réduction du risque.

Le CSFM publie un rapport sur les sûretés dans les marchés de gros

La Commission européenne propose une directive instituant un cadre juridique uniforme pour limiter le risque de crédit dans les transactions financières par la constitution de sûretés en espèces ou en titres⁴⁴. Les dispositions actuelles dans l'UE, complexes et peu pratiques, rendent incertaine la protection offerte par les sûretés dans les transactions transfrontières. La création d'un cadre juridique clair accroîtrait l'intégration et l'efficacité des marchés financiers en encourageant les opérations transfrontières et en renforçant la compétitivité du marché.

La Commission européenne propose un cadre juridique uniforme pour les sûretés

Le Conseil des ministres de l'UE convient d'une disposition exonérant les obligations internationales en circulation de la retenue à la source instituée par une directive de novembre 2000 sur l'imposition des revenus de l'épargne⁴⁵. Aux termes de cette directive, les intérêts versés sur toutes les obligations internationales émises après le 1^{er} mars 2001 auraient été soumis à de nouvelles règles rendant impossible la pratique courante consistant à compléter des émissions existantes par des tranches supplémentaires⁴⁶. L'accord prolongera d'un an la clause d'antériorité, qui s'appliquera aux intérêts servis sur les nouvelles tranches. Il précise que, si la première émission a eu lieu avant le 1^{er} mars 2001 (ou si le prospectus initial a été certifié avant cette date), les obligations bénéficieront de l'exemption, pour autant que la dernière tranche soit close avant le 1^{er} mars 2002.

Le Conseil des ministres de l'UE prolonge l'exemption fiscale sur les obligations internationales

La Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC), qui compense les transactions sur les marchés organisés d'instruments dérivés des États-Unis, et la Government Securities Clearing Corporation (GSCC), principal organisme de compensation pour les obligations d'État et pensions correspondantes, concluent un accord de compensation des marges sur titres d'État américains négociés au comptant et contrats dérivés connexes offerts sur les marchés

La BOTCC et la GSCC concluent un accord pour la compensation des marges

⁴³ *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, CSFM, Bâle, mars 2001 (www.bis.org).

⁴⁴ www.europa.eu.int.

⁴⁵ *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001 et site de l'UE (www.europa.eu.int).

⁴⁶ L'émission de tranches fongibles est rendue impossible essentiellement pour des raisons fiscales.

organisés. L'accord permettra aux investisseurs et aux courtiers, en agréant leurs expositions au risque sur les marchés au comptant et à terme, de réduire leurs immobilisations au titre des appels de marge et des exigences de garantie. Le texte, soumis aux autorités réglementaires, devrait entrer en vigueur au troisième trimestre 2001.

Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières

Serge Jeanneau

En février 2001, le Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières a publié son rapport final^①, qui confirme l'approche initiale, pour l'essentiel, avec plusieurs modifications résultant du processus de consultation et destinées à répondre aux préoccupations du Parlement européen sur les implications de la structure réglementaire proposée. Le Comité affine ses premières propositions - auxquelles s'ajoutent un certain nombre d'idées nouvelles et de mesures de sauvegarde visant à garantir un juste équilibre interinstitutionnel. Une importance beaucoup plus grande est également accordée à la transparence pleine et entière du processus, fondée sur une large procédure de consultation des participants du marché et des consommateurs.

Les propositions reposent sur une approche à quatre niveaux. Au premier, les actes législatifs arrêteraient les principes-cadres de chaque directive ou règlement. En d'autres termes, le Conseil et le Parlement européen, sur proposition de la Commission, conviendraient, sur chaque sujet, de l'orientation politique fondamentale à transmettre au niveau suivant. Au deuxième niveau, la Commission européenne, après consultation d'un Comité européen des valeurs mobilières (à créer), composé de représentants de la Commission européenne et des États membres, solliciterait l'avis d'un Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM) (autre organe nouveau) sur l'application rapide et détaillée des directives ou règlements de niveau 1. Au troisième niveau, le CERVM élaborerait des recommandations interprétatives et normes communes en vue d'assurer une transposition uniforme des règles établies aux niveaux 1 et 2. Au quatrième niveau, la Commission européenne vérifierait que les États membres sont en conformité avec la législation de l'UE et ferait respecter plus énergiquement le droit communautaire.

Le Comité ne juge pas nécessaire d'introduire un «droit de préemption» parlementaire, estimant que le Parlement européen maintiendra un degré de contrôle satisfaisant sur le processus de décision au niveau 2. Il considère également que, si la Commission européenne outrepassait ses pouvoirs d'exécution, le Parlement européen pourrait toujours adopter une résolution exigeant qu'elle réexamine sa proposition. Le rapport fixe plusieurs dates butoirs pour une mise en œuvre rapide. Premièrement, il conviendrait d'adopter d'ici fin 2003 les principaux éléments du Plan d'action pour les services financiers (PASF): création d'un prospectus unique pour les émetteurs de titres; contrôle des gros intervenants par le pays d'origine; actualisation des règles de placement applicables aux investisseurs institutionnels; passeport unique pour les places financières reconnues. Deuxièmement, le rapport appelle à un réexamen complet et ouvert du système à quatre niveaux avant la Conférence intergouvernementale de 2004. S'il devait alors apparaître que l'approche retenue n'a aucune chance d'aboutir, il pourrait être opportun d'envisager une modification du Traité, prévoyant notamment la création dans l'UE d'une autorité de régulation unique pour les services financiers.

En mars, le Conseil européen des chefs d'État et de gouvernement a adopté à Stockholm une résolution reprenant les recommandations du Comité des Sages. Il demande à toutes les parties concernées de ne ménager aucun effort pour parvenir à un marché des titres intégré d'ici fin 2003, c'est-à-dire de donner la priorité à la législation des marchés des titres prévue dans le PASF, notamment aux mesures entérinées par le rapport du Comité des Sages. Le Conseil déclare toutefois que, si le Parlement européen estime que les projets de mesures soumis par la Commission outrepassent les pouvoirs d'exécution prévus par la législation-cadre, la Commission devrait s'engager à réexaminer ces projets en tenant compte de la position du Parlement et en motivant l'action envisagée. Le Conseil note également que la Commission s'est engagée à éviter d'aller à l'encontre des vues prédominantes au sein du Conseil sur les questions sensibles.

^① Le Comité, présidé par Alexandre Lamfalussy, a été créé par le Conseil ÉCOFIN en juillet 2000 et a reçu pour mission d'évaluer les conditions actuelles pour la mise en œuvre de la régulation des marchés des valeurs mobilières dans l'Union européenne. Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières (www.europa.eu.int). Les principaux éléments du premier rapport étaient examinés dans le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001.

Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires

Mois	Instance	Fait marquant
Janvier 2001	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication d'un second ensemble de propositions: <i>Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres</i>
	Groupe d'étude du G 10	Publication d'un rapport sur les effets possibles de la concentration dans le secteur financier
	Comité sur le système financier mondial	Publication d'un rapport sur les implications de la négociation électronique pour les marchés financiers
	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement	Publication: <i>Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique</i>
	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Organisation internationale des commissions de valeurs	Publication d'un rapport conjoint formulant des recommandations concernant la conception, l'exploitation et la surveillance des systèmes de règlement des opérations sur titres
	Working Group on Public Disclosure	Publication d'un rapport préconisant une amélioration des informations fournies par les établissements bancaires et entreprises d'investissement
	Internal Revenue Service (États-Unis)	Institution de nouvelles règles de retenue à la source pour les investisseurs
	Comité fédéral de l'open market (États-Unis)	Prolongation temporaire de la liste élargie des titres admissibles comme sûretés
Février 2001	Financial Accounting Standards Board (États-Unis)	Publication d'un rapport recommandant des changements de grande ampleur du traitement comptable des instruments financiers
	Comité des Sages	Publication: <i>Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières</i>
	Commission européenne	Ouverture d'une deuxième série de consultations sur son nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres
	Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux	Examen des progrès accomplis par les places franches dans la lutte mondiale contre le blanchiment de capitaux
Mars 2001	International Swaps and Derivatives Association	Institution d'un groupe de travail chargé de définir les incidents de crédit à inclure dans la documentation des contrats d'échange sur défaillance
	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Organisation internationale des commissions de valeurs	Publication d'une étude sur des questions liées aux relations des banques et entreprises d'investissement avec les IFEL
	Forum sur la stabilité financière	Cinquième réunion
	Comité sur le système financier mondial	Publication d'un rapport sur la gestion des sûretés dans les marchés de gros
	Conseil des ministres de l'UE	Prolongation de l'exemption de retenue à la source pour les obligations internationales
	Commission européenne	Proposition de directive visant à créer un cadre juridique uniforme pour les sûretés
	Board of Trade Clearing Corporation et Government Securities Clearing Corporation	Accord de compensation des marges sur titres d'État américains et dérivés connexes négociés sur les marchés organisés