

# Rapport trimestriel BRI

Septembre 2001

## Activité bancaire et financière internationale

1. Vue d'ensemble: les investisseurs dans l'attente de la reprise .....	1
<i>Les marchés des actions attentifs aux résultats alors que le secteur technologique annonce d'importantes pertes</i> .....	2
<i>Les marchés émergents momentanément affectés par des effets de contagion</i> .....	5
<i>Le dollar EU commence à faiblir</i> .....	8
<i>Les marchés obligataires inspirent plus de confiance</i> .....	9
<i>Les obligations d'entreprises restent bien orientées</i> .....	10
2. Marché bancaire .....	14
<i>L'activité interbancaire atteint un niveau sans précédent</i> .....	14
<i>Forte expansion des crédits à la clientèle non bancaire aux États-Unis</i> .....	16
<i>En Europe, les banques privilégient les achats de titres</i> .....	18
<i>Les prêts aux fonds spéculatifs grossissent les créances sur le secteur non bancaire des places franches</i> .....	19
<i>Les banques établissent une différenciation entre économies émergentes</i> .....	19
Encadré: Crédits consortiaux: retour des emprunteurs américains au deuxième trimestre .....	23
3. Marché des titres de dette .....	24
<i>Recul des émissions nettes dû au tassement de la croissance</i> .....	24
<i>Forte baisse des emprunts des établissements financiers</i> .....	26
<i>Les marchés émergents à contre-courant</i> .....	27
<i>Le dollar boudé par les émetteurs européens</i> .....	28
4. Marchés dérivés .....	29
<i>Les réductions des taux directeurs américains continuent de soutenir le compartiment monétaire</i> .....	29
<i>Le marché accepte de plus en plus les nouveaux contrats à terme sur taux de contrats d'échange et actions individuelles</i> .....	32
Encadré: Dérivés négociés sur les marchés organisés: évolution récente des contrats sur actions .....	34

## Études

Le provisionnement en question .....	36
<i>Provisions: questions et initiatives</i> .....	37
<i>Un cadre simple</i> .....	42
Encadré: Évaluation et provisionnement des prêts: quelques exemples .....	44
<i>Principales remarques et stratégies possibles</i> .....	45

Expansion des dépôts en devises à Taiwan: facteurs explicatifs .....	50
<i>Expansion des dépôts en devises à Taiwan</i> .....	51
<i>Réaction des autorités</i> .....	52
<i>Facteurs explicatifs</i> .....	53
<i>Conclusion</i> .....	56
Encadré: Déterminants de l'expansion des dépôts en devises à Taiwan: confirmation empirique .....	57
La constitution de sûretés sur les marchés de gros .....	58
<i>Utilisation des sûretés: pratiques suivies</i> .....	58
<i>La gestion des risques permet d'exploiter les avantages des sûretés</i> ...	60
<i>Impact systémique de l'utilisation des sûretés</i> .....	61
Encadré: Les sûretés en période de tensions .....	63
<i>Perspectives</i> .....	65
<b>Évolutions structurelles et réglementaires</b> .....	67
<i>Initiatives et rapports concernant les établissements financiers</i> .....	67
<i>Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur         infrastructure</i> .....	69

## 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 investisseurs dans l'attente de la reprise

Le début de l'été 2001 a vu s'amenuiser les espoirs d'une prochaine reprise de l'économie mondiale. Comme l'analysait l'édition de juin 2001 du *Rapport trimestriel BRI*, un optimisme prudent caractérisait au printemps les marchés financiers, les participants étant généralement convaincus que la détente monétaire opérée par les principales banques centrales des pays développés allait rapidement entraîner un retournement de conjoncture. En juin et au début de juillet, toutefois, des données macroéconomiques décevantes en provenance du Japon, d'Europe et des États-Unis, conjuguées à des avertissements sur résultats émanant d'entreprises européennes et nord-américaines, ont montré que non seulement le ralentissement continuait mais qu'il s'étendait. Les marchés des actions ont fortement chuté, abandonnant leurs gains récents et poursuivant le mouvement de correction amorcé un an plus tôt.

La détérioration générale des marchés des actions a été aggravée en juillet par des tensions sur les marchés émergents. Les nouvelles des difficultés rencontrées par l'Argentine, la Turquie et la Pologne se sont répercutées sur les marchés des actions et des changes de plusieurs économies émergentes, même si de nombreuses autres ont été épargnées. L'effet de contagion a cependant commencé à s'estomper en moins de deux semaines, lorsque les intervenants se sont remis à établir une différenciation entre les pays.

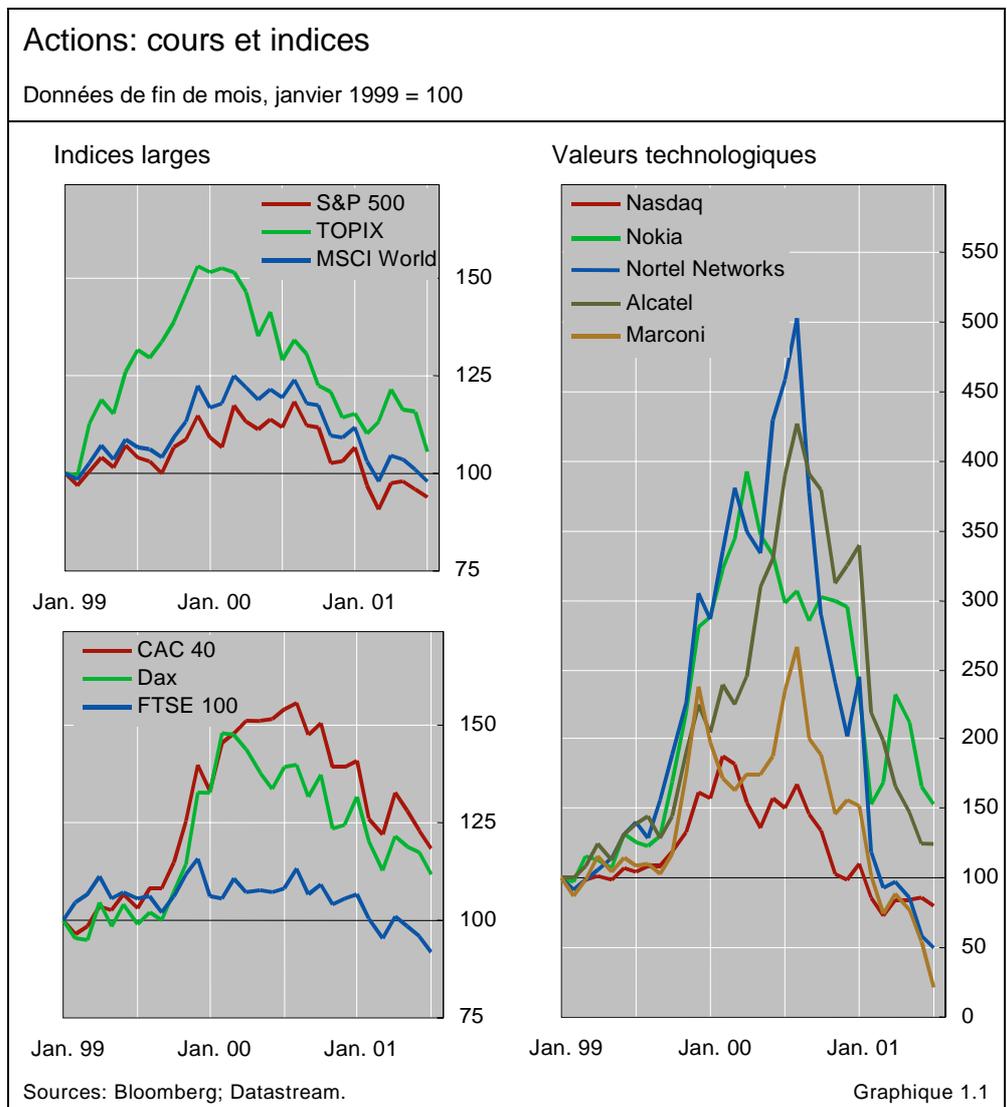
Malgré la morosité des places boursières, il n'y a pas eu de signes de raréfaction du crédit sur les marchés des titres à revenu fixe. La pente toujours accentuée des courbes des rendements dans les principales économies témoignait d'une certaine confiance dans une reprise économique à brève échéance. L'augmentation des pertes sur défaillances n'a pas empêché les marges de crédit de se contracter davantage au premier semestre, les investisseurs cherchant à étoffer leurs portefeuilles d'obligations d'entreprises. Même dans le secteur tumultueux des télécommunications, les marges ont diminué. Sur le marché des titres internationaux, les entreprises ont continué à profiter des conditions favorables pour lancer des emprunts à long terme au deuxième trimestre, à un rythme cependant plus lent qu'auparavant. Dans le

même temps, la disponibilité des financements bancaires a fait monter en flèche les annonces de crédits consortiaux, inversant un recul qui durait depuis deux trimestres. Les fonds ainsi collectés ont souvent été utilisés, toutefois, pour des remboursements, notamment de dettes à long terme et de papier commercial à échéance, plutôt que pour investir dans de nouveaux équipements et acquisitions.

### Les marchés des actions attentifs aux résultats alors que le secteur technologique annonce d'importantes pertes

En avril, les intervenants sur actions ont eu quelques raisons de se réjouir. Après la chute spectaculaire des valeurs technologiques en février et mars, les investisseurs ont pu apprécier des bilans relativement encourageants. Dell Computer, en particulier, a fait savoir que ses résultats seraient conformes à ses dernières prévisions. L'effet de ces annonces s'est trouvé renforcé, deux semaines plus tard, par l'abaissement, entre séances, du taux directeur

Les annonces de résultats et la baisse des taux stimulent les actions en avril ...



Événements marquants sur les marchés des actions				
Mars-août 2001				
Date	Événement	Indice le plus touché	Variation totale (en %)	Période (nombre de séances)
9 mars	Emplois non agricoles: supérieurs aux prévisions	Nasdaq	- 11,6	2
21 mars	Enquête ifo: chiffre inférieur aux prévisions	Dax	- 7,0	2
5 avril	Dell: résultats conformes aux attentes	Nasdaq	8,9	1
18 avril	Réduction du taux directeur aux États-Unis	Nasdaq	13,0	2
24 avril	Élection de Koizumi au Japon	TOPIX	6,2	5
8 juin	Nortel: avertissement sur résultats	TSE 300	- 1,2	2
2 juillet	<i>Tankan</i> : plus mauvais que prévu	TOPIX	- 1,1	1
2 juillet	Ajournement du prêt du FMI à la Turquie	National 100	- 23,8	4
5 juillet	Marconi: avertissement sur résultats	FTSE	- 3,8	5
6 juillet	Emplois non agricoles: inférieurs aux prévisions	Nasdaq	- 3,7	1
10 juillet	Adjudication d'obligations en Argentine	Merval	- 13,6	3
12 juillet	Yahoo! et Microsoft: annonce de bons résultats	Nasdaq	5,7	2
14 août	La Banque du Japon prévoit d'accroître la masse monétaire	TOPIX	2,7	1

Sources: Bloomberg; données nationales. Tableau 1.1

de la Réserve fédérale, deuxième réduction-surprise après celle de janvier. L'indice Nasdaq Composite a ainsi gagné 15% en avril (graphique 1.1). Au Japon, l'arrivée d'un nouveau gouvernement, le 24 du même mois, a redonné confiance à la Bourse de Tokyo et le TOPIX a fait un bond de 6% les jours suivants (tableau 1.1).

En juin, cependant, l'enthousiasme a fait place à la morosité lorsque des entreprises ont communiqué des résultats moins bons que prévu, anéantissant les espoirs d'une reprise rapide. Cette fois, les annonces marquantes ne venaient pas toutes des États-Unis. Le choc est d'abord arrivé du Canada en début de mois, avec une perte de \$17 milliards pour Nortel Networks, la Bourse de Toronto cédant 1,2% (tableau 1.1). Une série de mauvaises nouvelles a suivi. Ainsi, en fin de mois, plusieurs grands noms du secteur technologique européen ont déclaré que leurs bénéfices seraient décevants. Les chiffres concernant quelques entreprises phares ont généralement exercé une influence disproportionnée sur les marchés. Depuis le début de l'année,

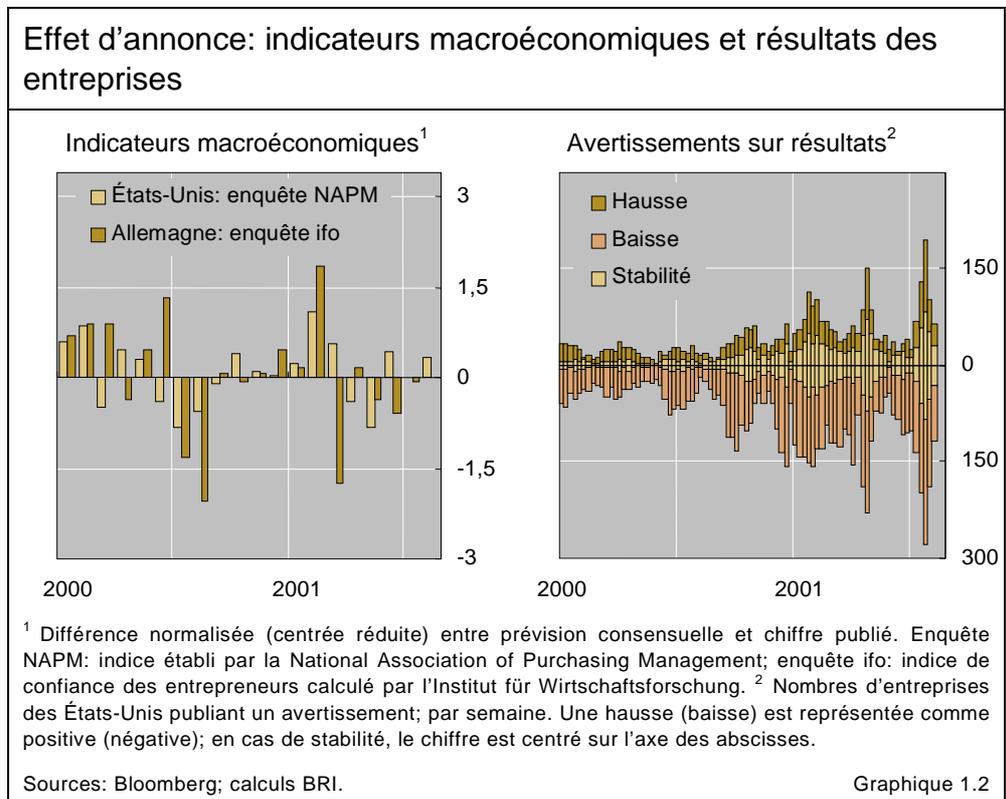
c'est pendant les dernières semaines de janvier, d'avril et de juillet que les sociétés américaines ont publié le plus grand nombre d'avertissements sur résultats (graphique 1.2). Pourtant, l'indice S&P 500 a alors progressé. Les entreprises-vedettes, pour leur part, ont tendance à émettre leurs avertissements en début de mois, périodes précisément responsables de la baisse générale.

Ces mauvais résultats avaient comme point commun les sorties de bilan dans le secteur technologique. Les principales concernaient des annulations d'actifs incorporels correspondant à des acquisitions, même si d'importantes passations en charges étaient également liées aux crédits fournisseurs et aux stocks. Par exemple, la perte annoncée par Nortel Networks provenait en grande partie de l'effondrement de la valeur d'entreprises rachetées au Canada, et, en juillet, JDS Uniphase, fabricant nord-américain de composants à fibres optiques, a sorti de son bilan près de \$45 milliards au titre de ses acquisitions.

Les indicateurs macroéconomiques également ont déprimé les marchés aux États-Unis et en Europe. Cependant, même dans ce domaine, les intervenants ont semblé les voir essentiellement sous l'angle de leurs conséquences pour les résultats des entreprises, plutôt que pour la politique monétaire comme cela était le cas en début d'année. Cette attention portée aux résultats montre que les investisseurs boursiers considéraient que la phase de détente monétaire était en grande partie achevée aux États-Unis et que le cycle économique de l'Europe continentale était à la traîne. Les intervenants ont accordé beaucoup de signification à la comparaison entre

... mais des pertes importantes pèsent sur les marchés en juin

Les marchés sont attentifs aux implications des indicateurs macroéconomiques pour les résultats ...



l'indice américain NAPM relatif à l'activité manufacturière et l'enquête allemande ifo sur le climat des affaires, comparaison qui donnait à penser que la zone euro comptait six à sept mois de retard (graphique 1.2). Le rapport sur l'emploi aux États-Unis, le 6 juillet, faisait état d'une baisse exceptionnellement élevée du nombre des emplois non agricoles. Six à neuf mois auparavant, un tel chiffre, présageant un assouplissement de la politique monétaire, aurait pu stimuler le marché. Or, en cette occasion, le Nasdaq Composite a cédé 3,7%, car la Réserve fédérale venait d'indiquer que la réduction de 25 points de base de son taux directeur, le 27 juin, serait probablement la dernière pour quelque temps.

... et, au Japon, aux mesures prises par les autorités

Au Japon, plus qu'aux États-Unis et en Europe, le marché a continué de suivre les indicateurs macroéconomiques sous l'angle de leurs conséquences pour l'efficacité de la politique budgétaire et monétaire. L'enquête *Tankan*, publiée le 2 juillet et signalant un nouveau tassement de l'économie, a entraîné une chute de 1,1% du TOPIX sur la séance. Le 14 août, l'indice a gagné 2,7%, à l'annonce que la Banque du Japon allait accroître la masse monétaire en autorisant les banques à augmenter leurs réserves et en achetant davantage d'obligations d'État. Faisant suite à la volonté affichée du nouveau gouvernement de contenir le déficit budgétaire, cette décision montrait que la banque centrale avait l'intention de relancer l'économie par un soutien monétaire renforcé. Les actions japonaises n'en ont pas moins amorcé rapidement une nouvelle baisse générale, tandis que le marché prenait conscience de l'ampleur des compressions de bénéfices qui résulteraient de la dégradation des perspectives mondiales, même pour les entreprises relativement solides tournées vers l'exportation.

## Les marchés émergents momentanément affectés par des effets de contagion

Les crises en Turquie et en Argentine début 2001 ...

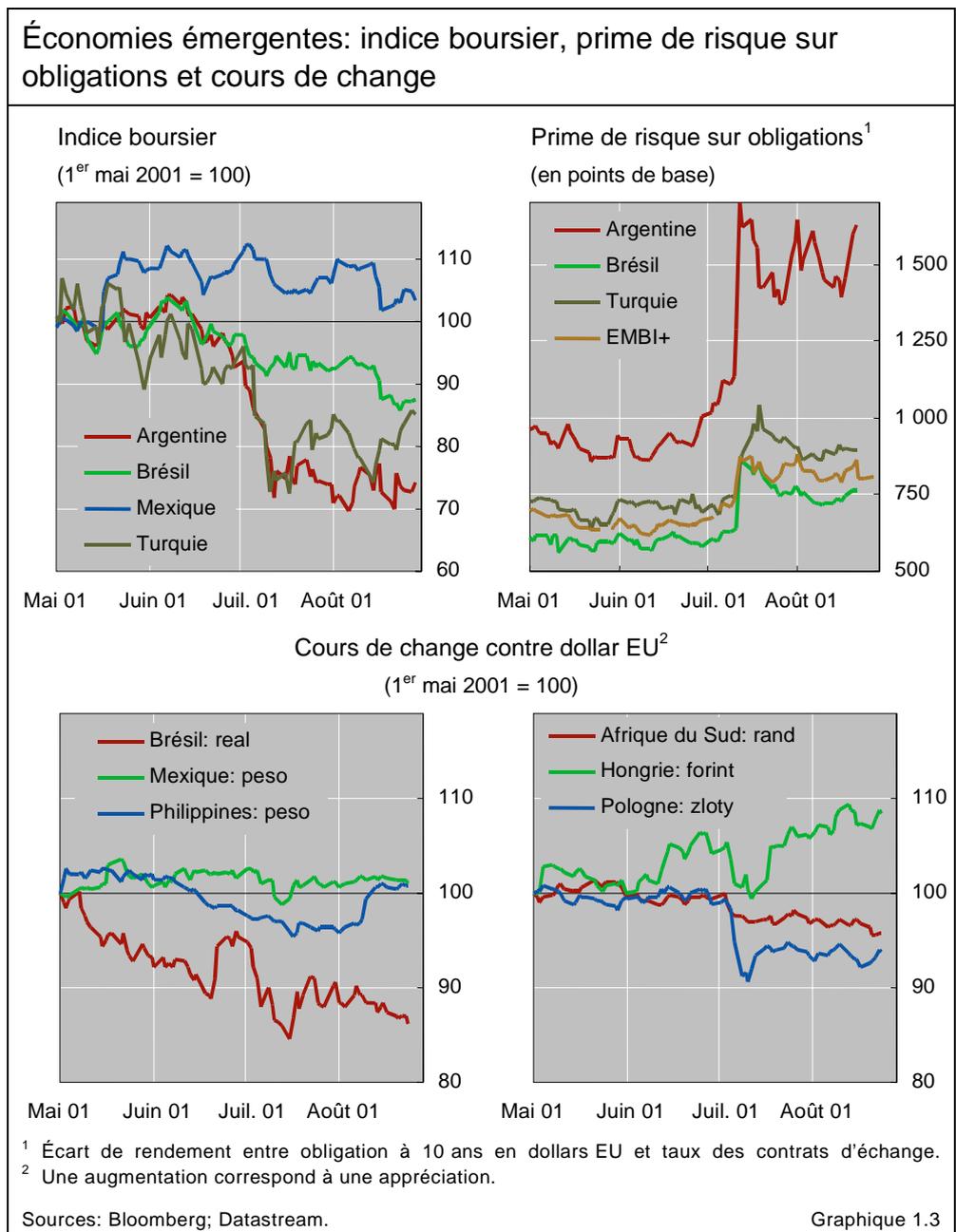
Les évolutions défavorables en Argentine et en Turquie retiennent l'attention des marchés depuis fin 2000. En février, les autorités turques ont été contraintes de dévaluer la livre, après que les difficultés de financement rencontrées par une banque locale et des signes de désordres politiques eurent suscité des préoccupations sur la stabilité du système bancaire, précipitant ainsi la fuite des capitaux. Quelques semaines plus tard, la prime de risque sur la dette souveraine de l'Argentine s'est accrue, atteignant le double du niveau de février, lorsque la baisse des recettes fiscales et la démission de deux ministres des Finances en deux semaines ont fait naître des doutes sur la capacité du gouvernement de mener à bien les réformes budgétaires. Chaque fois, les investisseurs, sans réduire automatiquement leur exposition sur l'ensemble des économies émergentes, se sont montrés attentifs à différencier les pays en fonction du risque souverain. En Turquie, la crise a paru s'estomper lorsqu'un plan d'aide du FMI a procuré un délai supplémentaire pour réaliser la restructuration. En juin, les perspectives de l'Argentine sont apparues, elles aussi, encourageantes, une fois que les autorités eurent réussi

... ne se propagent pas aux autres économies émergentes

à échanger près de \$30 milliards de dette arrivant à échéance contre des titres à plus long terme.

En juillet, cependant, les tensions réapparues en Turquie et en Argentine ont été aggravées par l'émergence de problèmes en Pologne. Le 2 juillet, un désaccord sur la composition du nouveau conseil d'administration de l'entreprise publique Turk Telekom a conduit le FMI à retarder la mise à disposition de fonds. Quatre jours plus tard, les intervenants ont été pris au dépourvu par le quasi-effondrement du gouvernement polonais lié à l'ampleur inattendue du déficit budgétaire. Le 10 juillet, le climat a encore été alourdi par l'adjudication de l'emprunt d'État argentin, si mal accueillie que le gouvernement a été obligé d'en raccourcir l'échéance et de consentir des intérêts aussi élevés que pendant la crise russe de 1998.

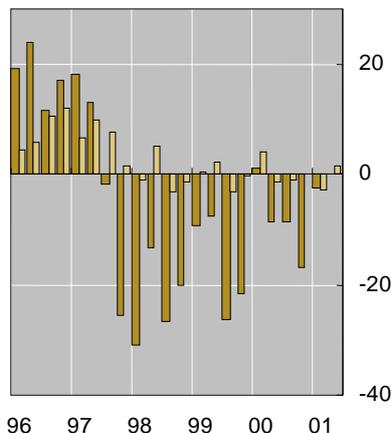
Les tensions réapparaissent en juillet ...



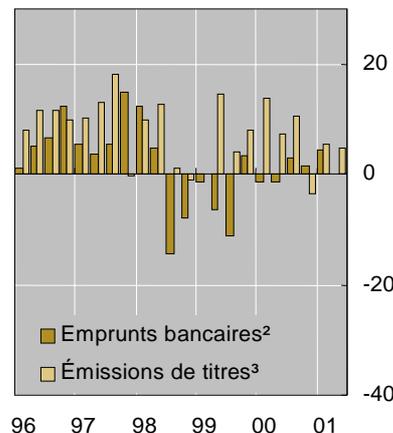
## Économies émergentes<sup>1</sup>: financements internationaux

En milliards de dollars EU

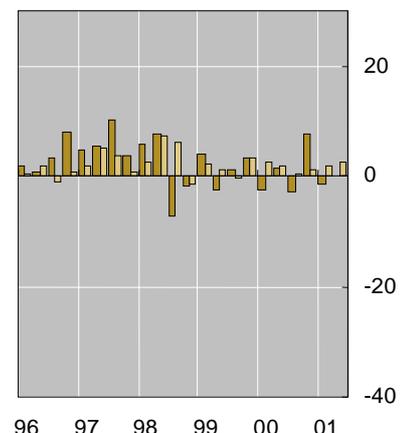
Asie et Pacifique



Amérique latine et Caraïbes



Europe



<sup>1</sup> Voir liste au tableau 7A de l'annexe. <sup>2</sup> Variation, hors effets de change, des prêts transfrontières des banques déclarantes BRI. 2001 T2: données non encore disponibles. <sup>3</sup> Instruments du marché monétaire, obligations et effets, en termes nets.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; données nationales; BRI, statistiques bancaires territoriales. Graphique 1.4

... et les retombées  
sont plus visibles ...

Dans un nombre surprenant d'économies émergentes, les pressions à la vente ont eu des retombées un peu plus visibles en juillet qu'en début d'année. Les monnaies déjà fragilisées, comme la livre turque et le real brésilien, se sont fortement dépréciées. Le zloty polonais, qui avait enregistré l'une des meilleures performances de l'année, a cédé 4% face au dollar, apparemment parce que des opérateurs se sont mis à dénouer leurs opérations spéculatives financées par des emprunts en euros et francs suisses. Cependant, des monnaies qui n'avaient pas été touchées jusque-là, telles que le peso mexicain, le forint hongrois et le rand sud-africain, ont commencé, elles aussi, à fléchir (graphique 1.3). L'une des raisons de cette contagion semble avoir été l'aversion accrue pour le risque représenté par les économies émergentes, notamment celles souffrant de problèmes d'endettement intérieur. Dans le cas du rand, l'impact de ces inquiétudes a été aggravé par le fait que cette monnaie est utilisée comme substitut d'autres devises africaines. Néanmoins, les principales économies émergentes d'Asie ont été, dans l'ensemble, épargnées.

... bien qu'encore  
limitées

La contagion a été limitée non seulement dans l'espace, mais aussi dans le temps. En quelques jours, les investisseurs internationaux se sont de nouveau montrés attentifs à opérer une différenciation entre emprunteurs souverains. Le règlement du désaccord entre la Turquie et le FMI ainsi que l'adoption d'un budget réduit en Pologne ont permis une certaine remontée des prix des actifs sur les marchés émergents.

L'épisode de contagion est survenu alors que les signatures des économies émergentes commençaient à revenir en force sur les marchés des capitaux, après s'être généralement abstenues d'emprunter pour de gros

montants depuis le moratoire sur la dette russe de 1998 (graphique 1.4). Au deuxième trimestre 2001, les pays en développement ont émis pour \$10 milliards de titres. Les turbulences du mois de juillet ont d'abord semblé compromettre cette tendance. Dès août, toutefois, le Mexique et le Brésil ont lancé avec succès d'importantes émissions. L'accueil réservé par les investisseurs internationaux à l'emprunt mexicain à 30 ans (\$1 milliard) et à l'obligation samourã brésilienne à 2 ans (¥200 milliards), juste après les troubles en Argentine et en Turquie, a prouvé que le marché possédait une certaine capacité de résistance.

Le Mexique et le Brésil reviennent sur le marché

## Le dollar EU commence à faiblir

Le dollar EU a commencé à faiblir durant les crises argentine et turque, cédant 2,7% face à l'euro entre le 6 et le 11 juillet. Certains intervenants ont attribué ce mouvement au dénouement d'opérations spéculatives sur zloty, financées par emprunts en euros, même avec des taux à court terme supérieurs à ceux du dollar, en raison de la forte corrélation entre les deux monnaies. Le dénouement de ces positions a consisté à vendre des actifs polonais et à acheter des euros, ce qui a fait baisser le dollar.

Le dénouement d'opérations spéculatives peut expliquer l'affaiblissement du dollar ...

Peu après, le dollar s'est mis à fléchir face aux autres grandes monnaies. Entre les points hauts de début juillet et le 20 août, il a perdu au total 9,1% contre euro et 4,6% vis-à-vis du yen, ce mouvement n'inversant qu'en partie la tendance antérieure; depuis le début de 1999, la monnaie américaine a progressé respectivement de 22,7% et 7,1% contre euro et yen. Néanmoins, il apparaissait que nombre des facteurs ayant contribué à sa solidité au cours des deux années précédentes commençaient à exercer moins d'influence sur l'opinion des opérateurs. Ainsi, la médiocrité persistante des indicateurs macroéconomiques a amené les intervenants à douter d'un rapide retour de la croissance aux États-Unis. Une révision en baisse des gains de productivité estimés les a également conduits à remettre en question l'opinion jusqu'alors dominante selon laquelle, une fois le ralentissement conjoncturel terminé, la croissance du PIB redeviendrait nettement plus élevée aux États-Unis que dans les autres pays développés. Alors que les marchés des actions continuaient de se replier, les petits investisseurs et dirigeants d'entreprises attentifs aux possibilités d'acquisitions sont devenus plus pondérés à l'égard des actions américaines. L'attention s'est portée sur la durabilité des mouvements de capitaux transfrontières destinés à acheter des obligations d'entreprises américaines, qui étaient censés avoir contribué à la vigueur du dollar au premier semestre 2001. Les incertitudes du marché concernant l'attitude des autorités à l'égard du cours de change peuvent aussi avoir joué un rôle dans le recul du dollar en juillet.

... mais, par la suite, sa dépréciation semble surtout liée aux perspectives de croissance

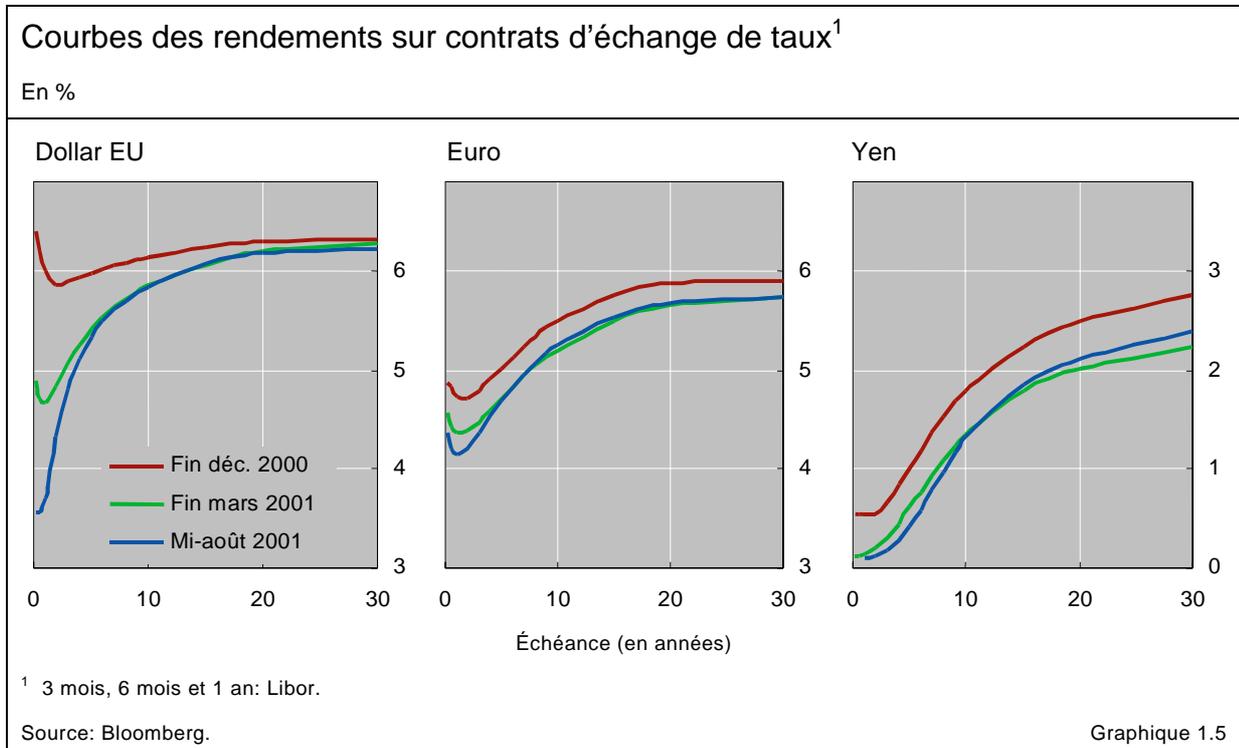
## Les marchés obligataires inspirent plus de confiance

La politique monétaire rend confiance aux marchés obligataires ...

La morosité des marchés des actions et des économies émergentes tranche avec l'optimisme relatif sur l'obligataire. Au premier semestre, la Réserve fédérale des États-Unis a réduit son taux directeur de 275 points de base, processus qui a culminé le 27 juin avec une diminution de 25 points. La BCE et la Banque d'Angleterre ont abaissé, elles aussi, leur taux. Après avoir annoncé, en mars, le passage à une politique d'«assouplissement quantitatif» plus affirmée, la Banque du Japon est allée plus loin en août, en déclarant qu'elle achèterait davantage de titres d'État et autoriserait une nouvelle augmentation des réserves bancaires. À la fin de l'été, les acteurs de l'obligataire étaient arrivés à la conclusion que cette détente monétaire générale suffirait à empêcher une aggravation du ralentissement dans les principales économies. Le moment exact du redémarrage restait cependant entouré d'incertitude.

... où la pente accentuée des courbes indique un optimisme prudent

Cet optimisme relatif s'est traduit par une accentuation de la pente des courbes des rendements des contrats d'échange en dollars EU, euros et yens (graphique 1.5). Aux États-Unis et dans la zone euro, cette évolution illustrait l'espoir d'une reprise économique relativement rapide, même si l'on entendait moins souvent parler d'un profil en V. Au premier semestre 2001, tandis que le compartiment court des courbes du dollar et de l'euro s'inscrivait nettement en baisse, le segment long n'a reculé que légèrement, voire pas du tout. La persistance de rendements élevés sur le long terme reflétait en partie des facteurs temporaires particuliers, notamment l'anticipation d'une réduction moins rapide que prévu de la dette aux États-Unis, et peut-être aussi des



préoccupations concernant un éventuel réveil de l'inflation. Il est néanmoins étonnant que la réduction-surprise des taux directeurs de la Réserve fédérale, le 18 avril, comme la diminution des taux de la BCE, le 10 mai, n'aient agi que sur le compartiment court, amplifiant ainsi la pente des courbes. Au Japon, en revanche, l'accentuation de la courbe a résulté de la hausse du segment long, qui indiquait probablement l'anticipation d'une poursuite des émissions massives.

Il convient de souligner le rôle majeur de la politique monétaire et de son effet attendu à moyen terme sur l'économie dans l'évolution récente des courbes des rendements de référence dans les principaux pays. Les pentes des courbes sont restées pratiquement inchangées au cours de l'été, même lorsque les conditions macroéconomiques se sont aggravées, ce qui donne à penser que les intervenants conservaient leur confiance dans le même scénario.

### Les obligations d'entreprises restent bien orientées

La détente monétaire aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon a eu des effets notables sur les valorisations des obligations d'entreprises. Pendant la première moitié de 2001, tandis que l'envolée des marchés boursiers s'essouffait, les écarts de rendement sur les titres de qualité par rapport aux contrats d'échange se sont resserrés de façon régulière (graphique 1.6). Entre le début de l'année et fin juillet, ils sont revenus, pour les obligations notées A, de 71 à 24 points de base (en dollars) et de 35 à 23 points de base (en euros). Contrairement à ce qui s'est passé en 2000, les télécoms en ont aussi bénéficié pendant la majeure partie du premier semestre, mais pas toutes, les investisseurs continuant de fuir certaines, en particulier les notations BBB ou inférieures. Le faible niveau de rémunération des instruments à court terme et la persistance de bas rendements sur les marchés des actions semblent avoir suffi à inciter les investisseurs à réexaminer favorablement le risque de crédit des entreprises, tout en restant sceptiques sur les perspectives de résultats.

Pour le papier commercial, les écarts de rendement, qui s'étaient fortement accrus fin 2000 et durant les trois premiers mois de 2001, se sont également resserrés progressivement au deuxième trimestre et avaient quasiment disparu début juin. Les turbulences du changement d'année, qui reflétaient les déclassements et défaillances d'entreprises technologiques, de compagnies d'électricité et de sociétés exposées à des procès liés à l'amiante, ont fini par s'atténuer.

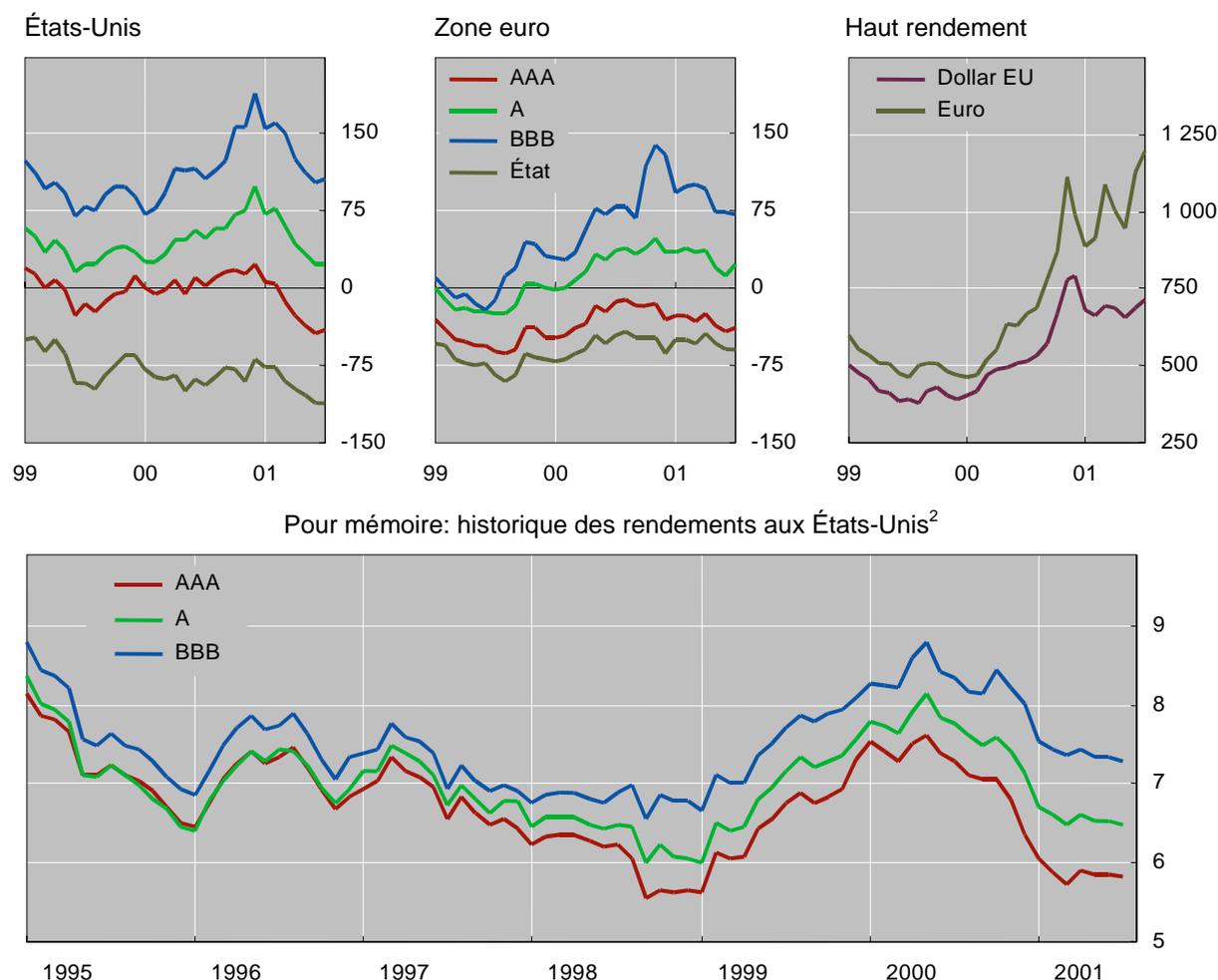
La différence de sentiment entre marchés des obligations et des actions était perceptible dans la mesure du risque de défaillance à partir d'informations sur les cours des diverses entreprises. Cette mesure indique tout au plus un léger recul du risque de défaillance ces derniers mois (graphique 1.7), malgré un resserrement des écarts de rendement. Cette différence peut exprimer les déboires des investisseurs en actions, l'année passée, ainsi que de profondes

Les marges appliquées aux entreprises se resserrent de façon régulière ...

... malgré un risque de défaillance élevé lié à la chute de leurs actions

## Obligations d'État et d'entreprises: écart de rendement<sup>1</sup>

Chiffres de fin de mois



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

Sources: Bloomberg; Merrill Lynch; données nationales.

Graphique 1.6

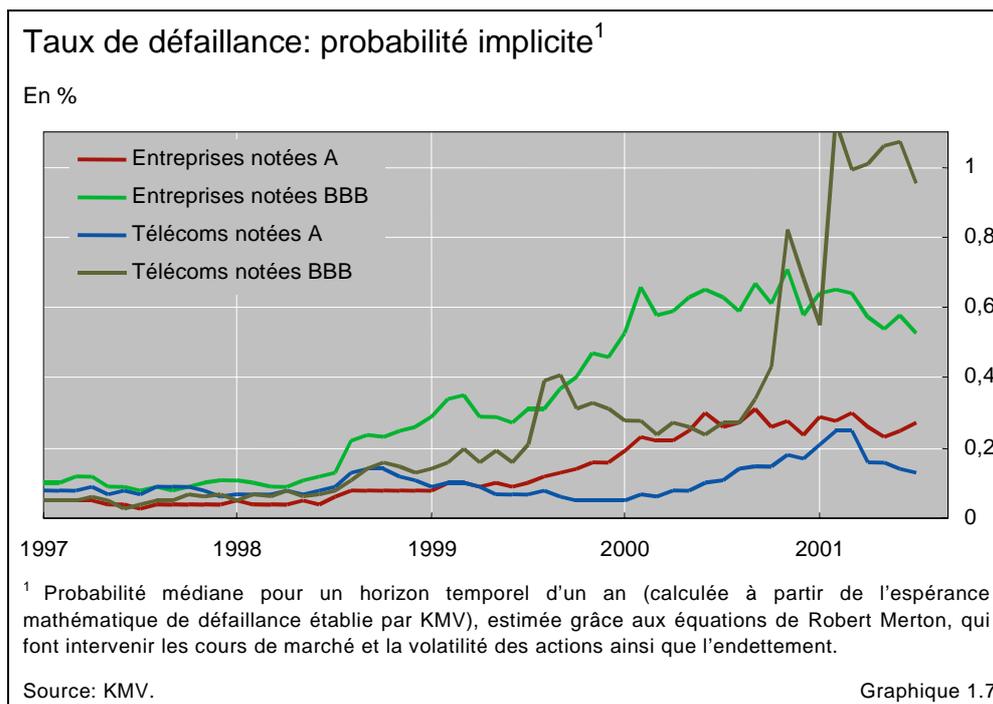
incertitudes sur les perspectives de bénéfices de nombreuses grandes entreprises technologiques. Certaines télécoms auraient des difficultés à mener à bien leurs plans de réduction de dette par cessions d'actifs.

En acceptant un resserrement des marges de crédit à long et court terme, les investisseurs semblent également ne pas avoir tenu compte de la hausse des taux de défaillance mesurés. Selon Moody's, 7,7% des émetteurs de qualité inférieure (9,4% en termes pondérés en fonction du volume en dollars) ont fait défaut pendant la période de douze mois se terminant fin juin 2001, soit le double de la moyenne annuelle 1995-2000. Moody's prévoit en outre une augmentation à près de 10% sur 2001. Dans le même temps, le nombre d'entreprises déclassées, dans cette catégorie inférieure, a progressé lentement mais régulièrement, et les déclassés ont dépassé de plus de 2% les rehaussements.

Comme les investisseurs en obligations, les banques sont restées disposées à prêter aux entreprises. Les crédits consortiaux, qui avaient baissé au premier trimestre, ont progressé au suivant (encadré page 23). Cette reprise est intervenue après que les prêts transfrontières au secteur non bancaire se furent accrus, fortement aux États-Unis et un peu moins en Europe. Cette augmentation est surprenante, étant donné que les annonces de prêts consortiaux avaient été peu nombreuses. Certaines entreprises ont vraisemblablement tiré sur leurs lignes de crédit au premier trimestre, pour se refinancer ensuite par des obligations à long terme et de nouveaux montages consortiaux. Il semble que l'essor des prêts interbancaires ait permis aux courtiers d'alimenter leurs stocks d'obligations d'entreprises pour faire face à la demande croissante des investisseurs (section 2).

Les banques restent disposées à octroyer des prêts ...

Les emprunteurs du secteur privé ont tiré parti des conditions favorables sur le marché des obligations d'entreprises et des prêts consortiaux. Voyant les investisseurs se ruier sur leurs obligations pour étoffer leur portefeuille, les entreprises ont émis un volume record de titres internationaux à long terme au premier semestre. Les émissions brutes d'obligations et d'effets par les entreprises non financières ont légèrement augmenté au deuxième trimestre et atteint un record, à \$156 milliards. Les émissions en yens ont considérablement progressé jusqu'en juillet, en raison de la persistance de faibles coûts de financement dans cette monnaie. Certains emprunteurs qui, au changement d'année, avaient été écartés du marché du papier commercial non garanti ont réussi à trouver un financement grâce à des structures adossées à des actifs. Même dans le segment des titres à haut rendement, où les marges de crédit sont élevées et volatiles, les émissions des entreprises ont été nombreuses: sur le marché interne des États-Unis, elles ont représenté environ



\$50 milliards au premier semestre, contre \$48 milliards pour l'ensemble de l'année 2000.

Si la vigueur des émissions *brutes* témoigne de la réceptivité du marché, la baisse des émissions *nettes* montre également que le ralentissement de l'économie mondiale a commencé à freiner la demande de financements. Les émissions nettes des emprunteurs non financiers ont légèrement reculé, en raison d'une intensification des remboursements, les entreprises utilisant souvent les ressources collectées pour rembourser leur dette à long terme arrivant à échéance ainsi que leur papier commercial (section 3). Malgré l'augmentation des prêts consortiaux au deuxième trimestre, les émissions nettes des établissements financiers ont considérablement baissé, ce qui indique que, même si les banques n'ont pas refusé de prêter aux entreprises, elles n'ont pas trouvé suffisamment de débouchés attrayants.

... mais ne trouvent pas de débouchés attrayants

## 2. Marché bancaire

Le marché bancaire a connu un niveau d'activité record au premier trimestre 2001. Selon les statistiques territoriales de la BRI, les créances transfrontières des banques déclarantes ont augmenté de \$704,3 milliards, dépassant nettement leur maximum du premier trimestre 2000<sup>1</sup>. Ces flux ont été gonflés par des transactions interbancaires liées à un processus de recyclage ayant contribué à une reprise des prêts transfrontières au secteur non bancaire, qui ont atteint un volume sans précédent de \$183,3 milliards. Ces financements ont été essentiellement dirigés vers les États-Unis. Ils ont été stimulés, en Europe<sup>2</sup>, par des achats de titres d'État et, sur les places franches bancaires, par les opérations des fonds spéculatifs.

Le groupe des économies émergentes n'a pas participé à cette expansion. Les nouveaux prêts au Mexique, à la Corée, au Brésil et à l'Europe orientale, au premier trimestre, ont été largement contrebalancés par une diminution des créances sur l'Argentine, la Turquie ainsi que sur les économies de l'Est asiatique et du Moyen-Orient. Associée à la poursuite des dépôts en provenance d'Asie et des pays exportateurs de pétrole, cette contraction s'est traduite, pour le huitième trimestre consécutif, par des sorties nettes des économies émergentes vers les banques déclarantes.

### L'activité interbancaire atteint un niveau sans précédent

Le marché interbancaire n'a jamais été aussi animé qu'au premier trimestre 2001. Les créances transfrontières sur les banques des pays développés ont totalisé \$387,6 milliards, en hausse de 70% par rapport au quatrième trimestre

Les prêts en dollars et en euros dynamisent l'interbancaire

---

<sup>1</sup> L'analyse des flux bancaires internationaux s'appuie principalement sur les statistiques territoriales BRI, fondées sur le lieu de résidence des banques déclarantes, corrigées des variations de change trimestrielles. Elles diffèrent quelque peu des statistiques consolidées (voir «*Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics*» dans l'annexe statistique), dont les plus récentes (premier trimestre 2001) ont fait l'objet d'un communiqué de presse de la BRI le 30 juillet 2001 et sont reproduites au tableau 9 de l'annexe statistique.

<sup>2</sup> Les statistiques passées de la zone euro ont été révisées pour inclure la Grèce, qui n'est pas un pays déclarant mais a rejoint l'Union monétaire européenne le 1<sup>er</sup> janvier 2001.

## Créances transfrontières des banques déclarantes

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

	1999	2000				2001	Encours à fin mars 2001	
	Année	Année	T1	T2	T3	T4		T1
<b>Total</b>	276,1	1 175,6	445,0	118,5	217,0	395,0	704,3	11 177,4
Prêts interbancaires <sup>1</sup>	-222,6	648,8	285,2	- 23,0	96,8	289,8	405,5	6 379,2
Prêts au secteur non bancaire	103,3	66,0	26,5	- 0,3	21,3	18,4	183,3	2 228,5
Titres <sup>2</sup>	395,5	460,8	133,3	141,8	98,9	86,8	115,5	2 569,7
Envers les pays développés	467,4	1 117,7	486,0	117,6	184,9	329,1	640,1	8 743,3
<i>dont: intra-euro<sup>3</sup></i>	266,6	152,9	110,8	- 11,8	27,5	26,5	130,5	1 668,9
Prêts interbancaires <sup>1</sup>	24,8	662,0	337,6	8,7	88,7	227,1	387,6	5 086,2
Prêts au secteur non bancaire	113,5	78,7	41,5	- 12,8	26,9	23,1	159,5	1 520,1
Titres <sup>2</sup>	329,0	376,9	107,0	121,7	69,3	78,9	93,0	2 137,0
Envers les places franches	-102,3	49,6	- 49,9	6,1	26,9	66,6	48,8	1 272,6
Prêts interbancaires <sup>1</sup>	-139,2	- 18,9	- 63,3	- 17,3	13,1	48,7	21,9	843,7
Prêts au secteur non bancaire	9,4	18,8	- 0,9	13,0	- 2,0	8,7	17,4	259,4
Titres <sup>2</sup>	27,5	49,7	14,3	10,4	15,8	9,2	9,4	169,5
Envers les économies émergentes	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4
Prêts interbancaires <sup>1</sup>	- 58,5	- 10,0	5,6	- 10,1	- 8,9	3,5	- 8,5	324,5
Prêts au secteur non bancaire	- 16,6	- 27,8	- 16,2	0,2	- 1,3	- 10,6	4,5	398,9
Titres <sup>2</sup>	6,1	24,9	11,4	6,3	6,1	1,2	2,1	154,1
Créances non attribuées	- 20,1	21,2	8,1	- 1,5	9,4	5,3	17,3	284,1
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Crédits consortiaux<sup>4</sup></i>	1 025,9	1 464,9	261,8	373,9	424,3	404,9	271,8	

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

Sources: Dealogic Capital Data; BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau 2.1

2000, déjà exceptionnel (tableau 2.1). Le compartiment du dollar est resté très actif, moins toutefois que celui de l'euro, qui représente 51% de l'augmentation des créances en devises des banques déclarantes, contre 20% au trimestre précédent (tableau 2.2).

Prêts interbancaires des États-Unis vers l'Europe

Les banques aux États-Unis ont constitué la première source de financements transfrontières en dollars. Leurs prêts ont singulièrement augmenté (+\$70,3 milliards), afin de répondre à une forte demande étrangère de dollars destinés à l'achat de titres américains. Elles ont accordé ces crédits, pour les deux tiers, à des banques européennes, plus particulièrement britanniques, suisses et allemandes, le reste ayant essentiellement bénéficié à leurs établissements des Caraïbes.

## Créances internationales des banques déclarantes<sup>1</sup>: ventilation par monnaie

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

	1999	2000				2001	Encours à fin mars 2001	
	Année	Année	T1	T2	T3	T4		T1
Total des créances	333,4	1 372,1	573,5	148,0	230,6	420,0	834,8	12 698,8
<i>dont: locales<sup>2</sup></i>	57,3	196,5	128,4	29,5	13,6	25,0	130,5	1 521,4
Dollar EU	32,6	522,1	151,7	74,3	105,7	190,4	298,1	5 360,8
Euro	464,6	516,7	301,4	55,1	74,6	85,6	427,0	3 482,6
<i>dont: intra-euro<sup>3</sup></i>	295,4	140,5	106,6	- 8,4	20,4	21,8	112,3	1 357,3
Yen	-207,0	105,3	29,6	30,4	- 10,0	55,3	- 1,4	884,5
Livre sterling	13,5	88,6	60,6	6,1	17,2	4,7	66,3	566,9
Franç suisse	37,7	8,8	34,4	-29,2	8,9	- 5,2	14,3	321,2
Autres et non attribué	- 8,0	130,5	- 4,2	11,2	34,3	89,2	30,5	2 082,7

<sup>1</sup> Créances transfrontières en toutes monnaies et créances locales en devises. <sup>2</sup> Le tableau 5D de l'annexe statistique présente une ventilation par monnaie de ces créances. <sup>3</sup> Créances internationales des banques dans la zone euro sur les résidents de la zone euro.

Source: BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau 2.2

Le compartiment en euros a surtout été actif au Royaume-Uni. Face à la demande de financement intérieur des emprunteurs de la zone euro, les prêts transfrontières en euros ont atteint \$246 milliards: un cinquième seulement a émané de la zone elle-même, alors que le Royaume-Uni en a fourni un peu plus de la moitié.

L'abondance des flux entre Londres et la zone euro témoigne du rôle de la capitale britannique dans ce compartiment de l'interbancaire, où elle occupe le premier rang, avec une part qui s'est accrue depuis l'avènement de l'union monétaire, passant de 21% à 25% entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2001. La Suisse est également un pôle majeur, seuls trois pays de la zone euro présentant un volume d'activité plus étoffé. Les banques aux États-Unis et au Japon y sont peu présentes, effectuant vraisemblablement leurs transactions par leurs établissements de Londres et d'autres centres bancaires. Les places franches jouent à cet égard un rôle négligeable, alors qu'elles tiennent une place importante dans les flux interbancaires en dollars. Les engagements des banques internationales vis-à-vis de ces places franches (de leurs propres agences principalement) se chiffrent à plus de \$800 milliards en dollars et à quelque \$100 milliards seulement en euros (tableau 2.3).

Prêts en euros dominés par les établissements londoniens

### Forte expansion des crédits à la clientèle non bancaire aux États-Unis

Les ressources en dollars disponibles sur l'interbancaire ont alimenté une hausse exceptionnelle des créances transfrontières sur la clientèle non bancaire aux États-Unis: \$124,1 milliards, soit davantage que le total de 2000 et plus de deux fois le précédent record du troisième trimestre 1997. D'après

Acheminement de prêts vers les emprunteurs américains ...

Créances transfrontières interbancaires en euros			
Encours, en milliards de dollars EU			
Pays déclarant	1999 T1	2000 T1	2001 T1
Total des banques déclarantes BRI <sup>1</sup>	1 708,0	1 807,7	2 017,3
Zone euro <sup>2</sup>	1 152,6	1 175,8	1 267,0
Allemagne	336,3	334,9	394,0
France	245,3	219,4	236,3
Luxembourg	154,5	173,8	174,5
Pays-Bas	96,7	93,6	108,8
Italie	99,4	88,9	95,3
Royaume-Uni	364,4	394,3	497,3
Suisse	133,4	162,2	142,0
Places franches <sup>3</sup>	72,3	77,0	112,6
Japon	22,0	30,9	52,2
<i>Pour mémoire: États-Unis<sup>4</sup></i>	<i>80,6</i>	<i>63,6</i>	<i>71,1</i>

<sup>1</sup> Uniquement pays dont la déclaration comporte une ventilation par monnaie. <sup>2</sup> À l'exception de la Grèce, qui n'est pas un pays déclarant. <sup>3</sup> Engagements des banques déclarantes envers les places franches, tenus pour équivalents aux créances de celles-ci sur les banques dont la déclaration comporte une ventilation par monnaie. <sup>4</sup> Prêts transfrontières en devises des banques aux États-Unis. Ce pays ne fournit pas de ventilation par monnaie pour ses créances en devises et déclare uniquement les prêts, pas les avoirs sous forme de titres.

Source: BRI, statistiques bancaires territoriales. Tableau 2.3

les statistiques consolidées, la quasi-totalité des flux a été dirigée vers le secteur privé.

... compensant le recul du crédit local

Curieusement, ces apports ont pris la forme de crédits (pour près de 90%) et non d'achats de titres. Le *Rapport trimestriel BRI* de juin 2001 attribuait en partie au remboursement d'emprunts bancaires l'essor des émissions d'obligations d'entreprises au premier trimestre. Cela est confirmé par les tendances du crédit sur le marché intérieur, les données en flux pour les États-Unis montrant que les banques ont moins prêté localement sur ces trois mois. En revanche, les statistiques territoriales indiquent une accélération des prêts *transfrontières* au secteur non bancaire américain.

La forte progression des prêts transfrontières suggère que les entreprises, revenues sur l'obligataire au premier trimestre, ont en outre effectué des tirages sur leurs lignes de crédit encore plus massifs qu'au précédent, surtout lorsqu'elles avaient des difficultés à accéder au marché du papier commercial. Des crédits consortiaux pour un total de \$6,5 milliards ont ainsi été mobilisés pour Lucent Technologies. Les montages de ce type sont souvent financés par des consortiums de banques internationales, de sorte que les tirages ont une incidence plus marquée sur le marché international que sur les marchés locaux.

Les filiales des banques achètent-elles des titres américains?

Les achats indirects de titres américains par des banques internationales via leurs filiales aux États-Unis expliquent aussi la progression des prêts transfrontières au secteur non bancaire parallèlement au ralentissement des prêts intérieurs. Curieusement, les achats transfrontières directs par les banques de titres émis par des résidents américains (banques et clientèle non

bancaire) n'ont totalisé que \$22,8 milliards au premier trimestre, nettement moins qu'en 2000, alors que les émissions d'entreprises ont massivement augmenté et que le Trésor a annoncé un niveau record d'achats étrangers de valeurs américaines (ceux-ci ressortent habituellement des statistiques territoriales, mais cela n'a pas été le cas au premier trimestre)<sup>3</sup>. En réalité, les banques déclarantes ont prêté le financement de ces achats à leurs filiales titres aux États-Unis.

Les banques au Royaume-Uni ont fourni les plus gros prêts (\$70,8 milliards) au secteur non bancaire américain. Les statistiques consolidées indiquent néanmoins qu'il s'agissait, en fait, de banques ayant leur siège en Allemagne, au Japon et en Suisse. Les données territoriales sembleraient montrer que les fonds provenaient de la maison mère et des filiales londoniennes.

### En Europe, les banques privilégient les achats de titres

En Europe aussi, les créances transfrontières des banques déclarantes sur le secteur non bancaire ont augmenté au premier trimestre, de \$53,5 milliards pour la clientèle de la zone euro et de \$38,7 milliards pour celle du Royaume-Uni, s'inscrivant ainsi à des niveaux quasi records. À l'inverse des États-Unis, les premiers bénéficiaires ont été les emprunteurs du secteur public; en outre, les fonds ont émané principalement de la zone euro, les flux d'autre origine ayant peu varié (\$16,4 milliards).

Les apports à la clientèle non bancaire du Royaume-Uni ont pris presque exclusivement la forme de prêts, souvent libellés en euros, ce qui s'explique en grande partie par la reprise des émissions internationales dans cette monnaie. Les banques de la zone euro semblent avoir acheminé des fonds vers leurs filiales titres de Londres, qui ont étoffé leurs portefeuilles d'obligations<sup>4</sup>.

Les banques déclarantes ont utilisé les ressources interbancaires en euros pour intensifier leurs achats de titres - essentiellement titres d'État - émis par les résidents de la zone euro. L'Allemagne et l'Italie ont lancé de gros volumes au premier trimestre, souscrits en partie par des banques, principalement de la zone euro. Les chiffres de la BCE sur l'activité nationale et transfrontière des banques de la zone euro montrent que celles-ci ont également absorbé de grandes quantités de titres d'entreprises et d'autres agents non financiers.

Flux importants vers le secteur public de la zone euro ...

... essentiellement pour l'acquisition de titres d'État

---

<sup>3</sup> Le système de déclaration International Capital du Trésor des États-Unis montre que les achats étrangers nets de titres américains à long terme ont atteint \$156,7 milliards au premier trimestre, contre \$456,3 milliards en 2000.

<sup>4</sup> Dans les statistiques territoriales, ces structures sont comprises dans le secteur non bancaire. Dans les statistiques consolidées, leurs créances sont comptabilisées avec celles de la banque mère. Cette différence de méthode peut se traduire par des écarts significatifs entre statistiques territoriales et statistiques consolidées.

## Les prêts aux fonds spéculatifs grossissent les créances sur le secteur non bancaire des places franches

Flux de prêts vers les îles Caïmans

Au premier trimestre, la forte demande de crédit du secteur non bancaire des places franches a engendré une hausse des créances transfrontières (\$24,1 milliards), sous forme de prêts essentiellement. Pour les trois quarts, ces flux étaient destinés aux îles Caïmans, notamment à des fonds spéculatifs. Un peu moins de la moitié des ressources a émané du Royaume-Uni et le reste des États-Unis, de la zone euro et du Japon.

Des opérations de pension avec des fonds spéculatifs et des fonds communs de placement, dont un grand nombre sont domiciliés dans les îles Caïmans et d'autres places franches, ont contribué à l'augmentation des créances sur le secteur non bancaire. L'endettement des fonds communs de placement est généralement limité, mais les fonds spéculatifs recourent souvent aux pensions pour obtenir l'effet de levier désiré; or, ces derniers auraient enregistré de très substantiels apports de capital au premier trimestre 2001<sup>5</sup>, ce qui a pu les inciter à accroître leur endettement auprès des banques déclarantes<sup>6</sup>.

Les crédits en yens au secteur non bancaire des places franches, qui ont augmenté de \$6,3 milliards, ont renforcé cette tendance. Les banques au Japon ont prêté à des structures ad hoc des îles Caïmans, qui ont acheté et titrisé des emprunts en yens.

## Les banques établissent une différenciation entre économies émergentes

Réduction globale des créances sur les économies émergentes, mais différenciation selon la qualité de crédit

Alors qu'elles ont accordé d'importants concours au secteur non bancaire des pays développés et des places franches, les banques déclarantes ont continué à réduire leurs créances sur les économies émergentes. Toutefois, en dépit de la dégradation des conditions dans certaines d'entre elles, la contraction est restée relativement modeste (-\$1,9 milliard). Les banques ont octroyé peu de concours, mais aucun signe de désengagement généralisé n'a été observé (graphique 2.1 et tableau 2.4). Au premier trimestre tout au moins, elles ont établi une différenciation selon la qualité de crédit, se retirant des économies confrontées à des difficultés particulières tout en continuant à prêter à celles qui offraient des perspectives favorables.

Les banques se désengagent vis-à-vis de la Turquie ...

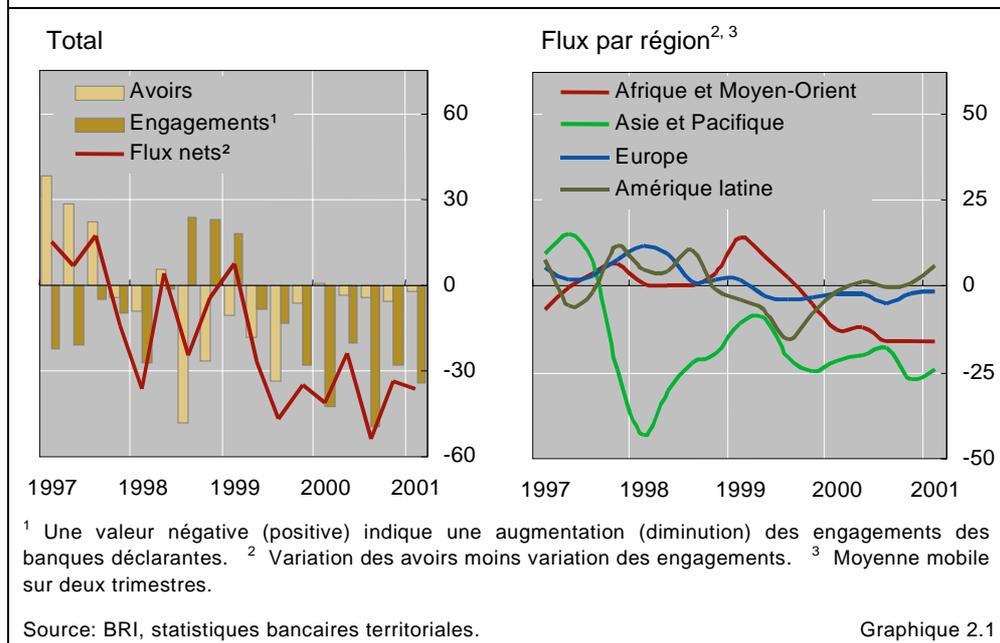
En Turquie, les flux se sont brutalement inversés au premier trimestre 2001, après l'apparition de tensions dans le système bancaire et la mise en flottement de la livre. Principal bénéficiaire de l'augmentation des créances sur

<sup>5</sup> D'après TASS Research, les fonds spéculatifs ont collecté \$6,9 milliards au premier trimestre 2001, contre \$8 milliards en 2000.

<sup>6</sup> Pour une analyse des fonds spéculatifs dans les places franches, voir Liz Dixon, «Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system», *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre, juin 2001.

## Positions extérieures des banques envers les économies émergentes

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



les économies émergentes en 2000, le pays a connu le recul le plus marqué (\$2,3 milliards). Les banques ont été les plus affectées: seules les plus grandes ont pu continuer à obtenir des prêts consortiaux. Les créances transfrontières sur la Turquie ont probablement enregistré un nouveau tassement au deuxième trimestre, en raison du remboursement, en juin, d'un emprunt de \$1 milliard de l'administration centrale, mis sur pied à la hâte en décembre 2000.

Face aux incertitudes entourant les perspectives à court terme de l'Argentine, les banques ont diminué leur exposition de \$2,2 milliards, soit 5% de l'encours. Leur réticence vis-à-vis de l'Argentine remonte à 1998, les créances sur ce pays culminant alors à \$50 milliards. Aujourd'hui, les conditions d'accès du pays au marché bancaire international semblent s'être encore dégradées, puisque \$200 millions seulement de crédits consortiaux ont pu être collectés par les emprunteurs locaux au deuxième trimestre 2001, plus faible montant depuis 1995. Autre fait notable, les banques argentines ont effectué des prélèvements records sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes (\$6,1 milliards, consistant pour partie en réserves de change de la banque centrale).

Tandis qu'elles se désengageaient vis-à-vis de la Turquie et de l'Argentine, les banques déclarantes ont consenti de nouveaux financements au Mexique, au Brésil et aux pays candidats à l'entrée dans l'Union européenne. Les créances sur le Mexique ont progressé de \$4 milliards. Les emprunteurs du Brésil, actifs sur le marché samouraï au premier trimestre, ont

... et de l'Argentine ...

... mais apportent leur soutien au Mexique et au Brésil

## Positions extérieures des banques envers les économies émergentes

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

	1999	2000						2001	Encours à fin mars 2001
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1		
<b>Créances</b>	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4	
Afrique et Moyen-Orient	0,2	- 7,9	- 6,3	- 1,0	- 1,6	1,0	- 5,4	142,9	
Arabie Saoudite	2,0	0,0	- 1,2	- 0,1	0,0	1,3	- 1,9	23,9	
Amérique latine	- 16,2	13,6	4,6	2,1	3,9	3,0	4,5	291,5	
Argentine	0,6	1,2	- 1,2	- 0,1	2,3	0,2	- 2,2	44,5	
Brésil	- 8,9	9,5	1,5	0,2	3,2	4,6	2,8	97,4	
Asie et Pacifique	- 61,8	- 29,3	3,0	- 7,3	- 6,7	- 18,3	- 1,2	275,2	
Chine continentale	- 17,1	- 5,4	0,1	- 3,4	- 1,7	- 0,5	- 1,7	56,5	
Taiwan, Chine	- 3,3	- 4,2	1,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	14,5	
Europe	8,9	10,8	- 0,4	2,6	0,2	8,4	0,2	167,8	
Russie	- 6,5	- 6,6	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	- 1,2	33,9	
Turquie	5,8	11,2	2,7	2,7	2,5	3,4	- 2,3	46,0	
<b>Engagements<sup>1</sup></b>	32,1	140,5	42,3	20,5	49,8	27,9	34,4	1 065,6	
Afrique et Moyen-Orient	- 7,1	46,7	7,6	8,4	20,8	9,9	17,1	327,4	
Arabie Saoudite	- 17,9	10,8	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	4,5	64,0	
Amérique latine	13,8	9,6	6,3	- 2,1	9,3	- 3,8	- 0,2	247,5	
Argentine	0,1	3,2	0,4	0,1	3,7	- 1,0	- 5,9	34,3	
Brésil	2,2	- 4,6	1,2	- 8,9	2,3	0,7	- 2,3	44,9	
Asie et Pacifique	4,9	64,9	26,6	9,5	12,0	16,7	11,4	364,5	
Chine continentale	- 3,9	35,7	12,0	10,4	5,1	8,1	0,4	101,3	
Taiwan, Chine	7,5	19,2	0,0	0,6	6,1	12,5	3,3	66,7	
Europe	20,5	19,4	1,9	4,7	7,7	5,1	6,1	126,3	
Russie	3,8	7,2	2,4	3,4	3,1	- 1,8	3,7	26,9	
Turquie	3,3	2,2	0,0	- 0,6	0,2	2,6	- 1,3	19,0	
<b>Flux nets<sup>2</sup></b>	- 101,0	- 153,4	- 41,4	- 24,1	- 54,0	- 33,9	- 36,3	- 188,2	
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Dépôts membres OPEP</i>	- 19,7	37,4	2,6	10,5	16,8	7,4	12,5	243,1	

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

<sup>2</sup> Créances moins engagements.

Source: BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau 2.4

également obtenu des concours en yens, le secteur bancaire expliquant, pour un tiers environ, la hausse (\$2,8 milliards) des créances sur ce pays. Parmi les candidats à l'UE, la Pologne s'est procuré \$1 milliard, essentiellement en vendant des titres d'État en zlotys. Les banques ont également prêté \$0,9 milliard à Chypre et \$0,8 milliard à la République tchèque.

Malgré l'incidence négative du ralentissement de l'activité américaine sur les économies émergentes de l'Est asiatique, en particulier celles qui exportent des équipements électroniques, les perspectives de tassement de la croissance ont peu affecté jusqu'à maintenant les relations bancaires avec l'Asie. Les remboursements ont encore dépassé les emprunts, d'où une réduction de \$1,2 milliard des créances. Les baisses les plus notables ont concerné la Chine et la Thaïlande (respectivement \$1,7 milliard et \$1 milliard).

Les créances sur la Corée ont augmenté de \$3,2 milliards, principalement grâce à des opérations de pension entre banques américaines et entreprises d'investissement locales. Les concours à la Malaysia ont également progressé (+\$0,4 milliard), pour le deuxième trimestre consécutif; plusieurs emprunteurs, y compris l'État, ont émis des obligations fin 2000 et début 2001, dont une partie semble avoir été souscrite par les banques déclarantes.

Tout en remboursant leur dette extérieure, les résidents d'Asie et Pacifique ont continué à placer leurs excédents de devises à l'étranger. Leurs dépôts auprès des banques internationales ont augmenté de \$11,4 milliards au premier trimestre, ce qui correspond à la moyenne trimestrielle de 2000. Les banques coréennes ont placé \$4,4 milliards et les banques indonésiennes \$1,5 milliard. En revanche, les flux en provenance de Taiwan, Chine (ci-après Taiwan), qui s'étaient vigoureusement accrus au dernier semestre 2000, sont revenus à \$3,3 milliards (étude pages 50-57). Les sorties de Chine continentale se sont nettement ralenties, elles aussi. Au lieu de déposer leurs excédents de devises auprès des banques déclarantes, les résidents de Taiwan et de Chine continentale ont apparemment préféré investir directement dans des titres de dette en dollars. D'après le système de déclaration International Capital du Trésor des États-Unis, leurs portefeuilles d'obligations du Trésor et d'agences paragouvernementales, ainsi que d'autres titres de dette américains, ont sensiblement augmenté dans les premiers mois de l'année.

Le niveau élevé des cours du pétrole a permis aux pays exportateurs de renforcer leurs dépôts. Au premier trimestre, les engagements des banques internationales vis-à-vis des membres de l'OPEP se sont de nouveau fortement accrus (+\$12,5 milliards). Le premier déposant est toujours l'Arabie Saoudite (\$4,5 milliards), suivie des Émirats arabes unis (\$4,1 milliards). Ces deux pays ont également accéléré leurs remboursements. Depuis la hausse des cours amorcée fin 1998, les créances transfrontières sur les membres de l'OPEP ont diminué de 18%, à \$126,9 milliards, tandis que les engagements à leur égard ont augmenté de 14%, à \$243,1 milliards.

Les dépôts des résidents d'Asie et Pacifique restent substantiels ...

... comme ceux des pays exportateurs de pétrole

## Crédits consortiaux: retour des emprunteurs américains au deuxième trimestre

*Blaise Gadanecz*

Au deuxième trimestre 2001, les prêts consortiaux ont redémarré et se sont inscrits à un record de \$431 milliards. Les facilités conclues (cvs) ont augmenté de 13%, inversant la baisse des deux trimestres précédents. Les emprunteurs des États-Unis ont été les plus actifs, avec \$294 milliards. Les résidents de l'Union européenne ont également été présents (\$85 milliards). En revanche, les montages à destination des économies émergentes sont restés quasiment identiques, à \$14 milliards.

Certaines des principales opérations ont été conclues en faveur d'agents s'adressant normalement au marché monétaire pour leurs financements à court terme: les banques commerciales des États-Unis ont collecté le montant sans précédent de \$24,3 milliards. Parmi les gros émetteurs habituels de papier commercial, General Motors Acceptance Corporation a obtenu \$14,7 milliards, IBM Credit \$12 milliards et American Express \$9 milliards.

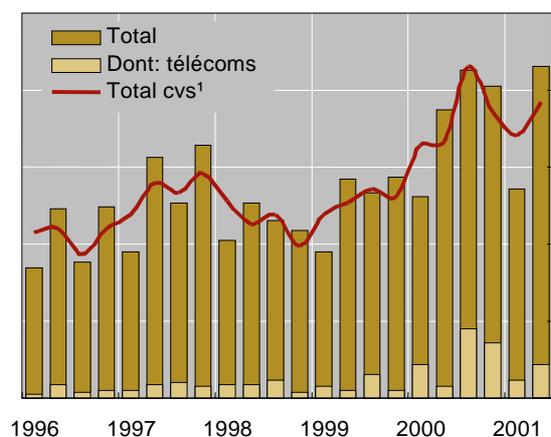
Les sociétés de télécommunications ont ralenti leurs émissions d'obligations au deuxième trimestre, trouvant les prêts plus attrayants (page 26): leurs crédits consortiaux ont pratiquement doublé (\$43 milliards), tout en restant bien inférieurs au niveau du second semestre 2000. Ils ont eu essentiellement pour but de renouveler des facilités contractées en 1999 et 2000. Vodafone AirTouch, par exemple, a refinancé à hauteur de \$13,3 milliards la ligne de crédit renouvelable accordée en septembre 2000.

Les prêts aux économies émergentes sont restés faibles, les emprunteurs les plus actifs étant les Coréens, les Mexicains et les Sud-Africains. Old Mutual, assureur sud-africain, a collecté \$1,3 milliard en livres sterling pour financer une offre d'achat. Malgré leurs difficultés, l'Argentine et la Turquie ont obtenu des ressources, certes modestes (respectivement \$200 millions et \$600 millions). En Argentine, les crédits ont servi à une entreprise gazière pour rembourser des obligations échues; le montage comprenait une assurance contre les risques politiques (introduction d'un contrôle des changes, par exemple). Dans le cas de la Turquie, l'administration centrale a levé des fonds pour un programme de travaux publics. Le seul emprunteur privé ayant conclu une facilité est une entreprise appuyée par la Société financière internationale, organe de financement privé de la Banque mondiale. Les banques turques, qui avaient collecté des montants limités au premier trimestre, ont été absentes au deuxième.

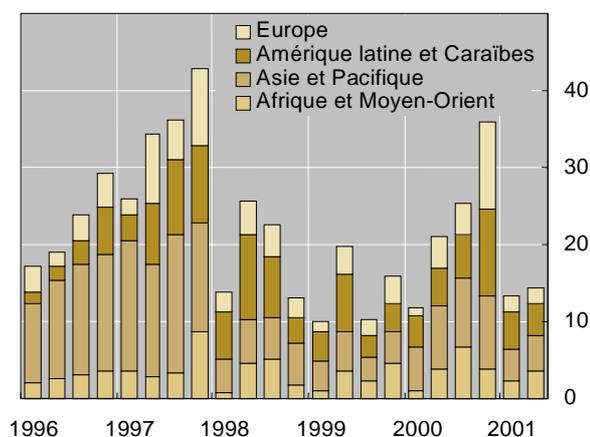
### Prêts consortiaux internationaux

En milliards de dollars EU

Facilités conclues



Facilités en faveur des économies émergentes



<sup>1</sup> Procédé d'ajustement saisonnier X12 Arima, US Census Board.

Sources: Dealogic Capital Data Loanware; BRI.

### 3. Marché des titres de dette

Le ralentissement mondial de l'activité semble avoir freiné la demande de financements internationaux, sur un marché pourtant réceptif. Au deuxième trimestre 2001, les émissions nettes de titres de dette ont régressé à \$260 milliards, en baisse de 15% par rapport aux \$305 milliards du trimestre précédent (tableau 3.1). Le compartiment long (obligations et effets) s'est inscrit en recul et les instruments du marché monétaire ont continué de se replier. Les établissements financiers ont fortement réduit leurs emprunts. Le groupe des marchés émergents a fait exception à cette tendance, avec une poursuite du redressement depuis un quatrième trimestre 2000 particulièrement morose.

En revanche, les annonces d'émissions brutes d'obligations et effets (\$543 milliards) sont restées élevées (tableau 3.2), touchant même un maximum historique pour le premier semestre. Une bonne part des émissions brutes de ces six mois s'explique apparemment par une demande de refinancement, le total des remboursements ayant atteint un chiffre record. Cette demande peut refléter la volonté des emprunteurs de s'assurer des fonds relativement bon marché à un moment où les signatures de second rang avaient difficilement accès au marché du papier commercial.

#### Recul des émissions nettes dû au tassement de la croissance

Les émissions nettes de titres à long terme (obligations et effets) sont revenues à \$249 milliards au deuxième trimestre 2001, contre \$290 milliards au premier. Les notes à taux variable ont fortement régressé (-27%, à \$57 milliards, leur plus bas depuis le dernier trimestre 1998), de même que les obligations classiques à taux fixe (de \$208 milliards à \$184 milliards). Le volume des émissions brutes d'obligations et effets s'est aussi contracté, non loin cependant de son record absolu (graphique 3.1, partie gauche).

La baisse des émissions nettes d'obligations et effets s'est accompagnée d'un resserrement des marges de crédit sur le long terme (Vue d'ensemble), ce qui porte à croire que cette contraction résulte d'un tassement de la demande de fonds. L'évolution des émissions brutes conforte cette interprétation, puisque les annonces ont diminué pour toutes les catégories de notation

Les émissions nettes de titres à long terme diminuent ...

... en raison d'un tassement de la demande de fonds ...

## Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	1999	2000				2001		Encours à fin juin 2001
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
<b>Total</b>	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Instruments du marché monétaire <sup>1</sup>	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Papier commercial</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Obligations et effets <sup>1</sup>	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>Notes à taux variable</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Titres liés aux actions</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Pays développés	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>États-Unis</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
<i>Japon</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>Zone euro</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
Places franches	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Économies émergentes	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Institutions internationales	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Secteur privé	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Établissements financiers<sup>2</sup></i>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Entreprises</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Secteur public <sup>3</sup>	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Administrations centrales</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Agences et organismes</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9 <sup>4</sup>	1 916,6 <sup>4</sup>
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

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

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorités nationales; BRI. Tableau 3.1

(graphique 3.1, partie droite) et que la proportion de chacune n'a pratiquement pas varié par rapport au trimestre précédent. Le repli des émissions nettes ne semble donc pas dû à un accès plus restreint au marché, même pour les emprunteurs moins bien notés. Les annonces d'émissions de qualité inférieure sont demeurées à 1% du total, contre près de 20% pour les titres AAA.

... qui entraîne également un recul des financements sur le marché monétaire

Contrairement à ce qui s'est passé pour le long terme, les émissions du marché monétaire reflètent l'influence à la fois de la demande et de l'offre. En termes nets, elles ont encore diminué au deuxième trimestre 2001, pour s'établir à \$10 milliards, contre \$16 milliards au trimestre précédent. Le papier commercial (PC) - principal instrument du marché monétaire - s'est contracté de 57%, à \$7 milliards. Les marchés nationaux du PC ont également continué leur repli, celui des États-Unis ayant subi, entre le premier et le deuxième trimestre 2001, la plus forte baisse de son histoire (-\$68 milliards). Comme indiqué dans le *Rapport trimestriel BRI* de juin 2001, un certain nombre de

déclasserements de crédit avaient contribué au recul des émissions nettes de PC en empêchant plusieurs sociétés d'accéder au marché. La poursuite de cette contraction donne à penser que les abaissements de notation continuent de jouer un rôle, outre la baisse générale de la demande de financement liée au ralentissement économique mondial.

### Forte baisse des emprunts des établissements financiers

Les émissions nettes du secteur privé sont revenues de \$248 milliards à \$201 milliards entre le premier et le deuxième trimestre 2001, ce qui explique en grande partie la diminution du total des émissions nettes. La contraction dans le secteur privé est presque entièrement imputable aux établissements financiers, avec \$111 milliards au deuxième trimestre 2001, soit un repli de 28% (40% par rapport aux trois derniers mois de 2000). En revanche, le secteur privé non financier n'a enregistré qu'un faible tassement, de \$95 milliards à \$90 milliards. Cette résistance peut surprendre, compte tenu de la réduction des besoins de financement des sociétés de télécommunications, dont les émissions brutes ont été ramenées de \$49 milliards à \$32 milliards.

La baisse des émissions nettes des établissements financiers explique la diminution globale

Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000			2001		
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
Notes à taux variable	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Obligations classiques à taux fixe	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Titres liés aux actions <sup>1</sup>	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
Dollar EU	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Autres monnaies	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Secteur privé	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
<i>Établissements financiers</i> <sup>2</sup>	900,0	1 021,3	251,8	249,6	243,9	274,1	253,0
<i>Entreprises</i>	474,6	479,2	145,5	130,5	103,9	153,5	155,5
<i>dont: télécoms</i>	84,3	115,7	46,7	25,0	19,3	49,2	32,4
Secteur public	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
<i>Administrations centrales</i>	94,0	93,0	18,7	23,7	4,7	28,5	20,8
<i>Agences et organismes</i>	220,2	269,0	48,0	84,0	70,5	97,2	90,8
Institutions internationales	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Émissions effectives	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Remboursements	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

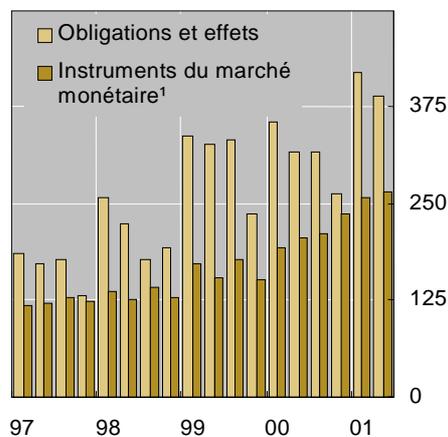
<sup>1</sup> Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. <sup>2</sup> Banques commerciales et autres établissements financiers.

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

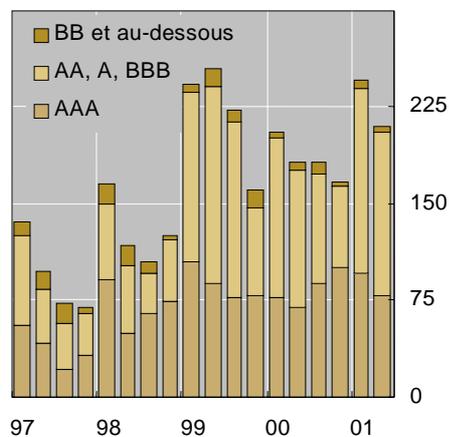
## Émissions internationales: annonces, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie



Par notation²



<sup>1</sup> À l'exclusion des titres amortis en cours de trimestre. <sup>2</sup> Y compris obligations émises dans le cadre de programmes EMTN.

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

La contraction des émissions nettes des établissements financiers s'est limitée aux pays développés, notamment aux États-Unis (de \$55 milliards à \$35 milliards) et à l'Allemagne (de \$32 milliards à \$11 milliards). Dans les deux cas, elle est imputable à une diminution des annonces de nouvelles émissions plutôt qu'à une augmentation des remboursements.

### Les marchés émergents à contre-courant

Les émissions des marchés émergents augmentent ...

Au deuxième trimestre 2001, les marchés émergents dans leur ensemble ont renforcé leur présence à l'échelle mondiale, portant leurs émissions nettes à \$10 milliards, contre \$6 milliards au précédent. Toutefois, compte tenu des bouleversements qu'ont connus ces économies en juillet (Vue d'ensemble), il est peu probable qu'elles puissent revenir à des niveaux d'emprunts plus normaux. En outre, la hausse a été presque entièrement imputable aux débiteurs d'Asie, dont les émissions nettes sont passées à \$1,2 milliard, après s'être contractées de \$3,3 milliards. À elle seule, la part de la Chine s'élève à \$2 milliards (\$2,3 milliards d'annonces). La Turquie, en revanche, a été totalement absente du marché.

... malgré, dans certains cas, des conditions défavorables

Certains pays émergents ont pu lancer de nouvelles émissions, malgré des conditions défavorables. L'Argentine, par exemple, a échangé \$29 milliards de dettes arrivant à échéance contre des titres à plus long terme. En juillet, la République fédérative du Brésil a collecté ¥200 milliards dans le cadre d'une opération samourai à 2 ans, les obligations étant assorties d'un coupon semestriel de 3,75%.

## Le dollar boudé par les émetteurs européens

Le ralentissement économique en Amérique du Nord et en Europe a contribué au recul des émissions nettes en dollars EU ainsi qu'en euros (-20% dans chaque cas). Les agents nord-américains et européens ont réduit leurs emprunts en dollars (jusqu'à un minimum de \$11 milliards pour les seconds), tandis que ceux d'autres régions les ont accrus. Les émissions nettes en euros ont généralement baissé.

Les émissions nettes en dollars et en euros diminuent ...

Le recul brutal des émissions en dollars EU des emprunteurs européens est dû en partie à une diminution des besoins de financement dans les télécommunications. Au deuxième trimestre 2001, les sociétés européennes du secteur, dont les titres sont souvent en dollars, ont particulièrement réduit leurs emprunts, elles aussi.

En revanche, les émissions nettes en yens, après deux trimestres de baisse, se sont fortement redressées dans toutes les régions, à \$11 milliards, avec près de 75% pour l'Europe et le Japon. L'intensification (de -\$3 milliards à \$3 milliards) des emprunts en yens des résidents nippons a coïncidé avec une augmentation générale des émissions nettes au Japon, dont le total est cependant demeuré négatif.

... tandis que la part du yen progresse fortement

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

En milliards de dollars EU

		1999	2000				2001	
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Amérique du Nord	Dollar EU	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	- 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Autres monnaies	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Europe	Dollar EU	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	- 3,5	- 7,7	1,5
	Autres monnaies	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Autres régions	Dollar EU	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,5	4,1
	Autres monnaies	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Total	Dollar EU	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	- 7,0	33,1	32,1	7,9	- 6,0	- 9,4	11,0
	Autres monnaies	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

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

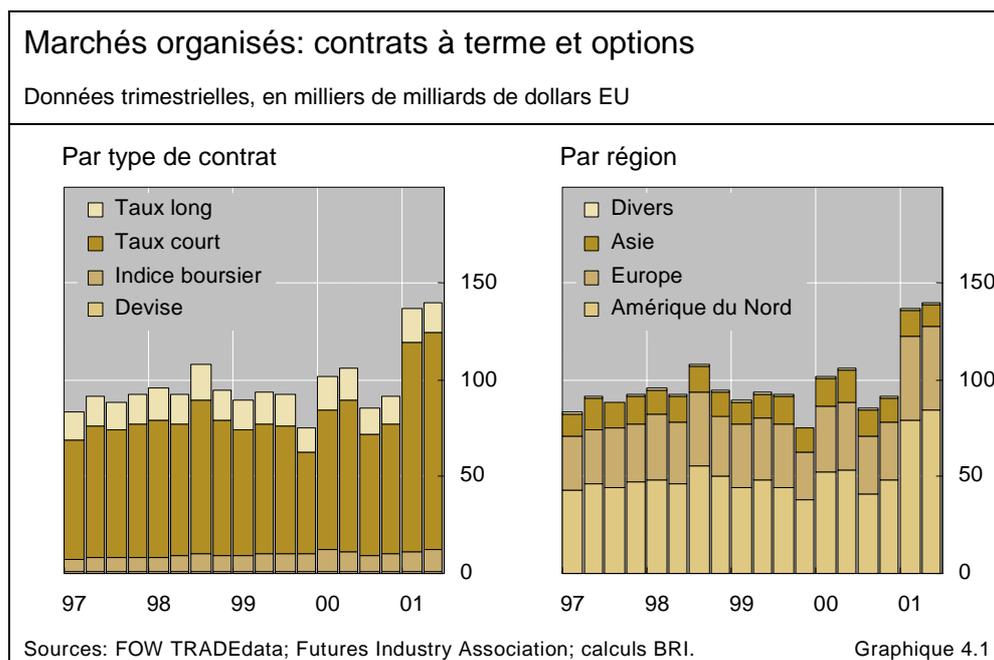
Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau 3.3

## 4. Marchés dérivés

Les marchés organisés ont enregistré un nouveau record au deuxième trimestre 2001, la valeur notionnelle (en dollars) des contrats recensés par la BRI ayant augmenté de 3%, à \$139 700 milliards. Même si le rythme d'expansion s'est fortement ralenti après la hausse exceptionnelle du trimestre précédent, l'activité sur instruments à revenu fixe, notamment sur taux du marché monétaire américain, est restée extrêmement soutenue. Ce dynamisme des produits de taux s'explique dans une certaine mesure par la détente monétaire mais peut-être aussi par des changements dans les méthodes de gestion des risques. Au Japon, en revanche, le secteur à revenu fixe a généralement encore perdu du terrain.

### Les réductions des taux directeurs américains continuent de soutenir le compartiment monétaire

L'expansion des produits de taux s'est nettement ralentie au deuxième trimestre 2001, l'encours augmentant de 2% seulement (à \$127 400 milliards),



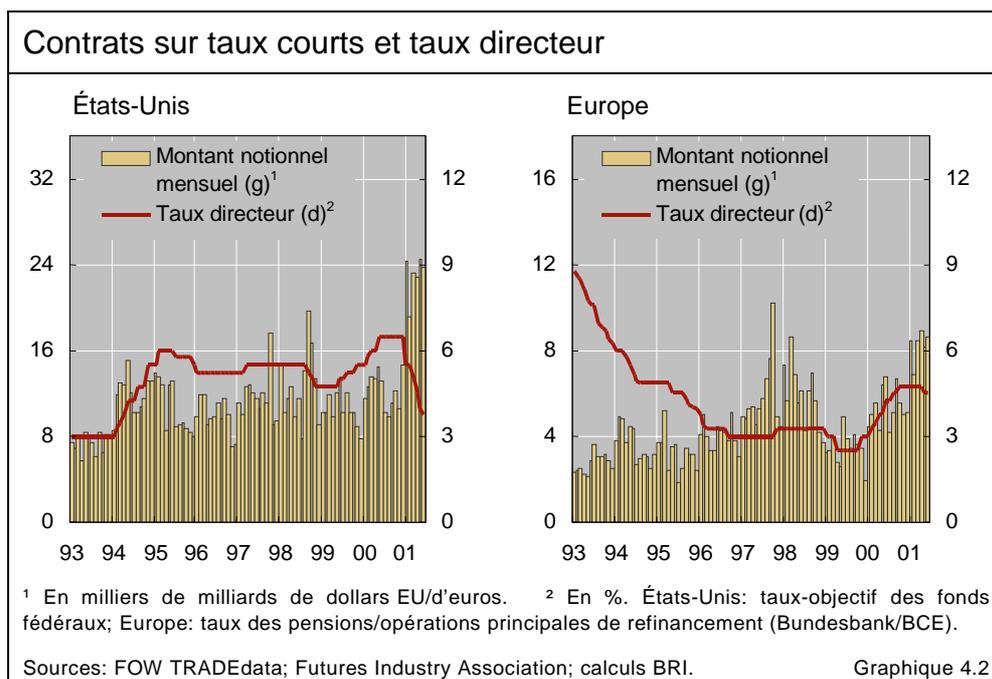
contre 55% les trois mois précédents. Les contrats du marché monétaire ont progressé de 4%, à \$111 300 milliards, tandis que ceux sur obligations d'État ont diminué de 8%, à \$16 000 milliards.

Le deuxième trimestre, comme le premier, a été essentiellement caractérisé par le dynamisme exceptionnel des contrats du marché monétaire américain. Cette vigueur persistante a été vraisemblablement liée à des opérations de couverture ou à des prises de positions avant un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Ainsi, la réduction de 50 points de base du taux-objectif des fonds fédéraux, mi-avril, intervenant (pour la seconde fois depuis janvier 2001) entre deux séances du Comité fédéral de l'open market, semble avoir de nouveau surpris le marché, laissant les participants dans l'incertitude au sujet de la date des étapes ultérieures de détente monétaire. Dans la zone euro, les anticipations concernant l'orientation des taux courts ont été un peu plus stables qu'aux États-Unis, mais la décision de la BCE d'abaisser son taux directeur de 25 points de base, en mai, paraît ne pas avoir été anticipée. Au Japon, en revanche, l'activité sur taux courts a continué de diminuer en raison du retour de facto à une politique de taux zéro depuis mars et du sentiment généralisé que la politique monétaire resterait accommodante. En outre, ce ralentissement s'est inscrit dans le cadre du tassement du marché sous-jacent.

La forte progression des contrats du marché monétaire américain depuis le début de l'année peut également traduire d'autres facteurs fondamentaux. Premièrement, les émissions brutes en dollars des entreprises et agences gouvernementales, qui ont atteint des niveaux élevés (sections 1 et 3), ont stimulé les contrats d'échange de taux et donc leurs instruments de couverture les plus utilisés, les contrats à terme eurodollar. Deuxièmement, l'activité peut

Le dynamisme de l'activité sur taux courts américains semble lié à la détente monétaire aux États-Unis ...

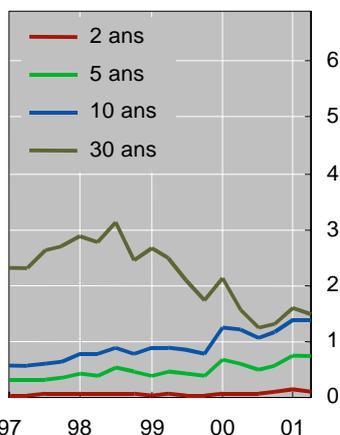
... et, plus généralement, au choix du Libor pour les opérations de couverture



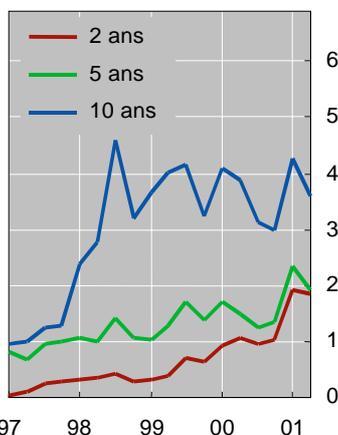
## Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

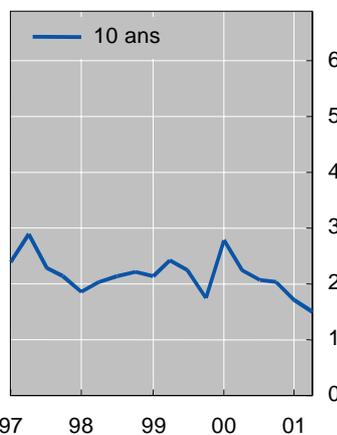
### États-Unis



### Allemagne



### Japon



Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; calculs BRI.

Graphique 4.3

aussi avoir bénéficié du fait que, plus généralement, les opérateurs et spéculateurs ont délaissé la courbe des rendements du Trésor EU pour se reporter sur celle des contrats d'échange, fondée sur le Libor. En effet, l'augmentation du volume des contrats à terme et options eurodollar s'est accompagnée, au premier semestre, d'une expansion encore plus rapide dans le compartiment très court (Libor 1 mois et fonds fédéraux 1 mois). Si ce dernier représente toujours une faible proportion des instruments du marché monétaire américain (environ 10% au deuxième trimestre), il pourrait se développer à l'avenir puisque le Trésor s'apprête à lancer des titres dans ce compartiment<sup>1</sup>.

Contraction du volume des contrats sur obligations

Les instruments de plus long terme, en revanche, se sont contractés, ce qui s'explique essentiellement par une diminution de 13% du volume des contrats Eurex, notamment sur titres d'État à 5 et 10 ans. En fait, ce repli constitue un retour à une situation plus normale, après la hausse de 50% du trimestre précédent. Sur Matif (Euronext Paris), le principal contrat obligataire a enregistré une baisse encore plus prononcée (-28%), attribuée par les analystes au dénouement d'une opération de soutien à l'Euronotionnel engagée par les banques françaises fin 1999. Aux États-Unis, les contrats obligataires ont été stables, les taux moyens et longs évoluant à l'intérieur d'une fourchette assez étroite. Le contraste entre cette modération et la forte

<sup>1</sup> En mai, le Trésor EU a annoncé le lancement de bons à 4 semaines pour accroître la flexibilité et l'efficacité de sa gestion des liquidités.

<sup>2</sup> Le Matif a chuté malgré la réintroduction, mi-mai, d'un contrat Euronotionnel 5 ans visant à profiter d'un créneau ouvert par le tarissement qui a frappé dernièrement le contrat sur obligation d'État allemande 5 ans (*Rapport trimestriel BRI*, juin 2001, pp. 34-35).

expansion du marché au comptant des titres du Trésor EU<sup>3</sup>, depuis le début de l'année, pourrait confirmer des signes de désaffection à l'égard de la courbe des rendements du Trésor pour la gestion des risques. Au Japon, l'activité a continué de ralentir, les contrats sur obligations d'État se repliant de 9%. Malgré leur léger redressement en début de trimestre, les participants ont sans doute estimé, au vu de la médiocrité des conditions économiques globales, que les taux longs n'allaient guère varier.

Modération de l'activité confirmant le choix du Libor

## Le marché accepte de plus en plus les nouveaux contrats à terme sur taux de contrats d'échange et actions individuelles

L'un des traits marquants du deuxième trimestre 2001 a été l'accueil favorable réservé aux contrats à terme Swapnote. Créés fin mars par LIFFE, ils sont indexés sur les taux des contrats d'échange en euros à 2, 5 et 10 ans. S'ils n'ont représenté qu'une infime part du marché des produits à revenu fixe de LIFFE au deuxième trimestre (\$99 milliards, soit 0,4%), leur négoce a progressivement augmenté, soutenu par une suppression temporaire des commissions.

Le marché semble bien accepter les contrats Swapnote de LIFFE

Une niche semble s'être créée pour ce type de contrats. L'instauration de l'Union monétaire européenne en janvier 1999 a réduit le rôle des obligations d'État européennes comme références tarifaires. En dépit de leur bonne qualité de crédit, elles restent hétérogènes, et les déséquilibres entre l'offre et la demande résultant de la contraction des émissions de certains pays n'ont fait qu'aggraver cette situation. La courbe des contrats d'échange s'est ainsi posée comme référence homogène sur les marchés européens des titres à revenu fixe, ce qui pourrait contribuer au succès des instruments sur contrats d'échange<sup>4</sup>.

Une niche s'est créée pour les produits sur contrats d'échange

En outre, les contrats Swapnote pourraient profiter des épisodes récents de tarissement du marché, qui ont affecté les contrats sur obligations d'État Eurex (*Rapport trimestriel BRI*, juin 2001). Ils devraient être moins exposés à de tels incidents, car leur règlement s'effectue en liquidités et leur marché sous-jacent (contrats d'échange en euros) est beaucoup plus étoffé que celui des contrats à terme sur titres d'État (\$16 600 milliards en termes notionnels, contre environ \$3 300 milliards fin 2000). Enfin, ils pourraient également bénéficier de la décision, prise par certains organismes européens de gestion de la dette publique, de recourir aux contrats d'échange de taux<sup>5</sup>.

Les épisodes de tarissement du marché sur Eurex pourraient favoriser les Swapnotes

---

<sup>3</sup> L'accroissement du volume des titres du Trésor EU s'explique par la détente monétaire opérée par la Réserve fédérale, la pente de la courbe des rendements et un volume record d'émissions de titres à revenu fixe en dollars EU.

<sup>4</sup> Les répercussions de l'avènement de l'euro sur les marchés obligataires européens sont examinées par Kostas Tsatsaronis et Gabriele Galati dans «The impact of the euro on Europe's financial markets», *BIS Working Papers*, n° 100, juillet 2001.

<sup>5</sup> L'Allemagne et la France ont annoncé récemment leur décision de suivre l'exemple italien dans ce domaine.

La création de produits sur contrats d'échange s'inscrit dans un processus plus large de déplacement des références

Le rôle croissant joué par les contrats d'échange de taux pour le négoce et la tarification sur les marchés financiers américains - notamment dans le contexte du remboursement de la dette à long terme du Trésor EU - pourrait également favoriser l'apparition d'instruments semblables aux États-Unis. Ainsi, le Chicago Board of Trade a récemment annoncé le lancement, à l'automne 2001, de contrats à terme et options sur taux des contrats d'échange en dollars à 5 et 10 ans. Il convient de noter que cette décision s'inscrit probablement dans un processus plus large de déplacement des références, les participants trouvant plus avantageux d'abandonner les titres d'État aux fins de couverture et de constitution de positions au profit d'instruments privés<sup>6</sup>.

Les produits sur taux de contrats d'échange pourraient attirer de nouveaux participants

L'une des difficultés rencontrées par les places financières pour offrir de tels instruments réside dans le fait que le marché des contrats d'échange est traditionnellement dominé par un petit groupe de banques de premier ordre (généralement notées AA/Aa). Ces établissements sont parvenus à conserver un rôle déterminant dans l'intermédiation des taux d'intérêt et du crédit, en assurant la liquidité de contrats standards tout en offrant une large gamme de produits sur mesure. Le lancement de produits liquides sur taux de contrats d'échange, grâce aux forts volumes de négoce obtenus par la standardisation, la transparence des prix et l'interposition d'une chambre de compensation comme contrepartie centrale, pourrait ouvrir le marché à des intermédiaires financiers de moindre envergure ou moins bien notés. C'est ce qui semble s'être passé avec les contrats Swapnote, dont la demande proviendrait en grande partie de banques régionales européennes. Si l'entrée en scène de contreparties plus modestes risque d'avoir des répercussions sur les marges bénéficiaires des participants déjà établis, elle pourrait aussi accroître la liquidité du marché des contrats d'échange en général et témoigner de la complémentarité croissante entre gré à gré et places organisées.

Poursuite de l'expansion des contrats à terme LIFFE sur actions individuelles

Le deuxième trimestre 2001 a également été marqué par la poursuite de l'expansion des contrats à terme sur actions individuelles offerts par LIFFE depuis janvier (encadré suivant sur les dérivés). Le nombre des sociétés dont les titres servent de support est passé de 25 à 65 et celui des contrats à 611 000, soit 30% du volume des options correspondantes. Fortes du précédent créé par LIFFE, les trois plus grandes places américaines ont annoncé, en mai, l'instauration d'une coentreprise pour la négociation électronique de contrats à terme sur actions individuelles, dès que ces instruments auront reçu l'agrément définitif des instances de réglementation.

---

<sup>6</sup> Sujet développé dans une étude de Robert N. McCauley, «Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 39-46.

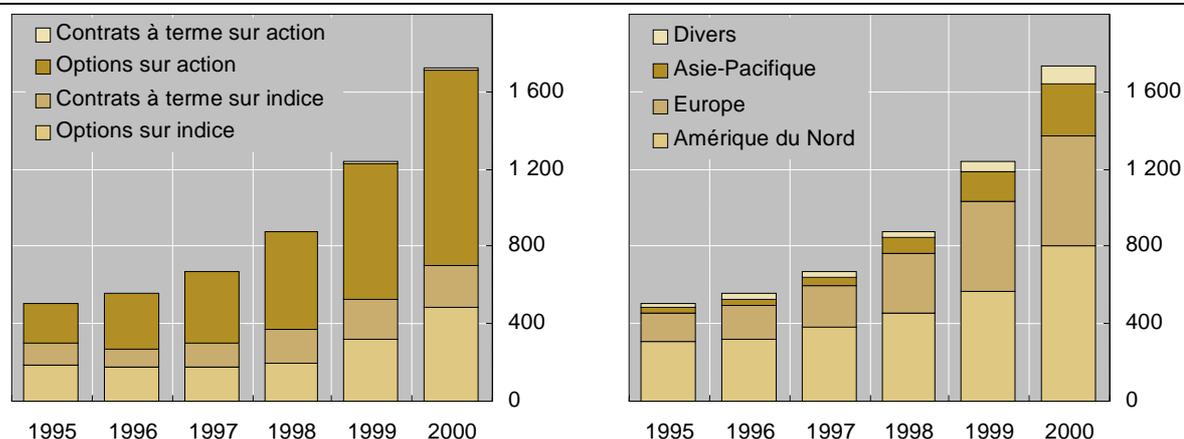
## Dérivés négociés sur les marchés organisés: évolution récente des contrats sur actions

Durant la deuxième moitié des années 90, la tendance haussière des cours des actions s'est accompagnée d'une expansion rapide des dérivés correspondants sur les marchés organisés<sup>①</sup>. Concentrée sur un petit groupe de contrats, cette croissance a également bénéficié de la création de nouveaux types de produits. Le présent encadré examine l'évolution récente des différents groupes d'instruments liés aux actions et décrit les principales innovations.

Le graphique ci-dessous montre que la progression des dérivés sur actions sur les marchés organisés est principalement attribuable aux options sur actions individuelles, surtout sur les places d'Amérique du Nord (où elles font l'objet d'un négoce actif depuis près de trente ans<sup>②</sup>) et d'Europe (où leur développement est récent). Les contrats sur indices boursiers, en revanche, ont progressé moins rapidement, et essentiellement sur les marchés d'Asie et d'Europe. Sur les places d'Amérique du Nord, leur volume a peu augmenté, malgré l'abondance de nouveautés et le gonflement du nombre de contrats résultant d'une diminution de leur taille.

### Contrats sur actions, marchés organisés

En milliers de contrats



Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

Les places organisées ont consacré d'importantes ressources à l'élaboration de nouveaux types de contrats sur actions, ce qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs: signes indiquant que les instruments sur indices existants avaient atteint un stade de maturité; désir de mettre à profit l'élargissement de la base d'investisseurs (étant donné, notamment, le développement des régimes de pension privés et la multiplication des petits actionnaires); demande d'instruments mieux adaptés aux besoins. La vive concurrence du gré à gré, qui limite les possibilités d'introduction de nouveaux contrats sur taux et sur devises, a pu également jouer un rôle. Les innovations les plus marquantes sont passées en revue ci-après.

*Long-term equity anticipation securities (LEAPS).* Options américaines à long terme sur actions individuelles et indices boursiers, lancées par CBOE en 1990. Elles ont une échéance pouvant aller jusqu'à 3 ans, au lieu de quelques mois pour les options classiques, et deviennent fongibles avec celles-ci lorsque leur échéance résiduelle coïncide. Leur valeur diminue moins vite, de sorte que les investisseurs disposent de plus de temps pour prendre les décisions concernant leurs positions.

<sup>①</sup> Cette évolution n'apparaît pas dans les statistiques en dollars produites par la BRI, qui ne couvrent que les contrats sur indices boursiers. Les données concernant les options sur actions individuelles ne sont pas encore disponibles; leur production nécessiterait la mise au point d'un système de déclaration très détaillé capable de suivre un grand nombre de transactions.

<sup>②</sup> Leur création, par CBOE, remonte à 1973, bien avant celle des premiers dérivés sur indices boursiers, lancés respectivement en 1982 et 1983 par KCBT et CBOE.

*Low exercise price options (LEPOS).* Options européennes dont le prix d'exercice est fixé à un niveau très proche de zéro. Elles ont été introduites en Suisse au début des années 90 pour contourner les difficultés liées au droit de timbre frappant les transactions sur titres et créer un mécanisme de transfert des risques pour les actions difficilement négociables. Comme elles sont très fortement dans le cours, elles constituent pour les investisseurs une exposition quasiment équivalente à celle sur les titres sous-jacents (ou sur une transaction à terme), à ceci près qu'elles ne donnent droit ni aux dividendes ni au vote.

*Flexible exchange listed options (FLEX options).* Options lancées par CBOE en 1993, en réponse à une demande croissante de caractéristiques plus variées de la part des investisseurs institutionnels et à la vive concurrence du gré à gré. Généralement destinées à de grosses transactions, elles permettent aux investisseurs de personnaliser plusieurs éléments des options sur actions individuelles ou indices boursiers, par exemple prix d'exercice, date d'expiration et mode d'exercice. Toute innovation entraîne la création d'une nouvelle série d'options, inscrite alors à la cotation.

*Contrats à terme et options sur indices sectoriels et régionaux.* En augmentation rapide depuis quelques années, ces produits permettent de prendre des positions sur des segments de marché étroits et de conduire des stratégies d'arbitrage entre ces segments. Le dynamisme des valeurs technologiques, dans la seconde moitié des années 90, a entraîné le lancement d'une large gamme d'instruments sur indices. L'arrivée de l'euro a également suscité la création de plusieurs contrats sur indices paneuropéens, dont le but est de profiter du report d'activité des valeurs domestiques sur les références européennes<sup>③</sup>. Leur principal avantage est de permettre aux opérateurs de prendre des positions transfrontières faisant intervenir un appel de marge unique et une seule chambre de compensation.

*Contrats à terme et options en ligne destinés à la clientèle de détail.* Ces instruments, introduits en 1997 par CME (E-mini S&P 500), se caractérisent par leur taille inférieure à celle des principaux contrats sur indices - ce qui les rend plus accessibles aux petits investisseurs (appels de marge moins élevés) - et par leur négociation en ligne. Ils ont généralement remporté un immense succès et représentaient près de 25%, en valeur, de l'ensemble des contrats sur indices boursiers de la place au dernier trimestre 2000.

*Contrats à terme sur actions individuelles.* Récemment, les marchés se sont plus particulièrement intéressés aux contrats à terme sur action. Ainsi, en novembre 2000, Euronext en a lancé huit sur des valeurs-vedettes néerlandaises et LIFFE vingt-cinq, en janvier 2001, sur des valeurs phares américaines et européennes (contrats Universal Stock Futures). Les grandes places des États-Unis ont également annoncé des projets dans ce domaine. Ces instruments devraient augmenter la liquidité des marchés au comptant et dérivés, notamment en fournissant un nouveau moyen de couverture des options correspondantes. Il est intéressant de noter, toutefois, qu'ils ne se sont imposés nulle part. Aux États-Unis, leur négoce a été interdit au début des années 80, par crainte qu'ils n'accroissent indûment la volatilité des actions sous-jacentes<sup>④</sup>. Même là où ils ont été introduits dans les années 90 (en Australie, Espagne et Suède), ils ne se sont guère développés. Ce manque d'intérêt pourrait être dû à l'efficacité des marchés à terme (avec les contrats sur variation de cours, par exemple) ou à la capacité des opérateurs de reproduire synthétiquement de tels contrats au moyen d'options négociées sur marchés organisés<sup>⑤</sup>. La levée récente de l'interdiction qui les frappait aux États-Unis pourrait favoriser leur succès.

<sup>③</sup> Kostas Tsatsaronis: «Tarification des actions de la zone euro: les pratiques de place devancent les structures institutionnelles», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 14-15.

<sup>④</sup> La SEC et la CFTC ont exprimé la crainte que les contrats à terme sur actions ou titres de dette d'un émetteur unique n'exercent un effet indésirable sur le marché au comptant sous-jacent. En décembre 1981, les deux agences ont conclu un accord selon lequel la CFTC n'agrèerait aucun contrat à terme sur titre d'une collectivité locale, ni sur titre enregistré en application du Securities Act de 1933. L'accord Shad-Johnson de 1982 contenait une interdiction temporaire des contrats à terme sur action, qui a été levée en décembre 2000 par le vote du Commodity Futures Modernization Act.

<sup>⑤</sup> Un investisseur peut synthétiser un contrat à terme en acquérant une option d'achat et en cédant une option de vente ayant même prix d'exercice (et même delta). Si elle est plus coûteuse et complexe qu'une transaction sur contrat à terme, une telle stratégie offre une plus grande souplesse à l'investisseur, puisqu'elle lui permet de réagir à tout moment à une variation de la volatilité d'une des options en intervenant sur l'une ou l'autre.

## Le provisionnement en question

Depuis quelques années, les méthodes de provisionnement pratiquées par les banques suscitent une attention accrue de la part des autorités comptables et fiscales ainsi que des responsables du contrôle financier. Cette évolution reflète en partie le rôle essentiel, pour les banques, du provisionnement pour pertes sur prêts dans l'amélioration de la transparence des bilans et son incidence sur la volatilité et l'évolution cyclique des bénéfices. De plus, les propositions en vue d'un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ont mis en évidence les fonctions respectives des provisions et des fonds propres en matière de protection contre les pertes de crédit.

Le provisionnement suscite de plus en plus d'attention ...

Cet intérêt croissant se manifeste à travers un certain nombre de propositions et d'initiatives récentes: norme comptable internationale traitant de l'évaluation des prêts et du provisionnement (IAS 39), recommandations du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en vue de pratiques saines pour la comptabilisation des prêts, mise en place d'un provisionnement statistique dans certains pays et propositions du Groupe de travail conjoint des instances de normalisation (Joint Working Group of standard setters) en faveur d'une comptabilisation à la juste valeur pour tous les instruments financiers.

Malgré leurs points communs, ces diverses initiatives comportent des différences significatives. Surtout, les opinions divergent en ce qui concerne, premièrement, l'ampleur de la dégradation objective de la qualité de crédit donnant lieu à provision et, deuxièmement, l'impact de la tarification sur les décisions de provisionnement. Elles se distinguent aussi quant à la base de calcul des pertes anticipées et au taux d'intérêt retenu pour actualiser les flux de trésorerie futurs.

... mais les points de vue différent ...

Ces divergences reflètent, en partie, des optiques différentes: les instances de contrôle financier ont tendance à souligner que les provisions peuvent assurer aux banques un volant de sécurité contre de futures détériorations de la qualité de crédit, tandis que les autorités comptables insistent sur leur contribution importante à l'évaluation équitable et objective des prêts.

... entre instances de contrôle bancaire et autorités comptables

La présente étude passe en revue les principales caractéristiques de plusieurs des initiatives et propositions récentes, en s'attachant tout particulièrement aux aspects qui les distinguent. Elle définit également un

cadre simple permettant de formuler diverses propositions et examine un certain nombre de stratégies pour modifier les dispositifs actuels.

## Provisions: questions et initiatives

Les provisions pour créances dépréciées sont passées en charges par les banques. Elles entraînent aussi une diminution de la valeur de l'actif net, le plus souvent par une réduction de la valeur mesurée des prêts. En principe, le provisionnement donne une image plus fidèle du résultat et des actifs bancaires qu'une évaluation des prêts en encours (principal et intérêts encore dus).

Le mode de provisionnement diffère notablement d'un pays à l'autre, même si les pratiques comptables s'accordent habituellement pour distinguer provisions spécifiques et générales. Les premières servent normalement à se protéger contre les pertes sur prêts évalués individuellement, alors que les secondes sont constituées en regard de prêts regroupés en portefeuilles.

Un principe comptable de base s'applique dans la plupart des pays: les états financiers doivent refléter les événements survenus avant la date d'établissement du bilan, et non ceux qui ne se sont pas encore produits. Ainsi, une banque peut difficilement constituer une provision spécifique pour un prêt particulier, à moins d'une indication vérifiable annonçant une perte «probable». Les provisions spécifiques sont donc de nature rétrospective.

Les provisions générales peuvent revêtir un caractère plus prospectif, mais elles présentent des différences significatives entre pays. Dans certains, les banques ont la possibilité de s'appuyer sur leurs modèles statistiques des pertes moyennes attendues sur prêts. En principe, ces modèles peuvent prendre en compte des événements probables, notamment les effets conjoncturels. Dans d'autres, les règles sont plus restrictives et peuvent s'apparenter à celles qui régissent les provisions spécifiques, à cette différence que le crédit est évalué sur la base d'un portefeuille et non prêt par prêt. Les instances de contrôle bancaire sont normalement plus favorables que les autorités comptables et boursières à des provisions générales abondantes; dans plusieurs pays, elles permettent aux banques de les étoffer pendant les périodes de dégradation de la qualité de crédit.

La nature généralement rétrospective des provisions s'explique notamment par le souci de restreindre les possibilités, pour les banques, de manipuler leurs comptes afin de réduire la pression fiscale ou de masquer les fluctuations de leur résultat sous-jacent. Elle a cependant pour effet de renforcer les provisions en période de ralentissement économique et seulement après une dégradation significative de la qualité de crédit (graphique 1), ce qui accentue le caractère fortement cyclique des bénéfices comptables. De surcroît, cette caractéristique contribue au cycle financier et, au-delà, macroéconomique<sup>1</sup>.

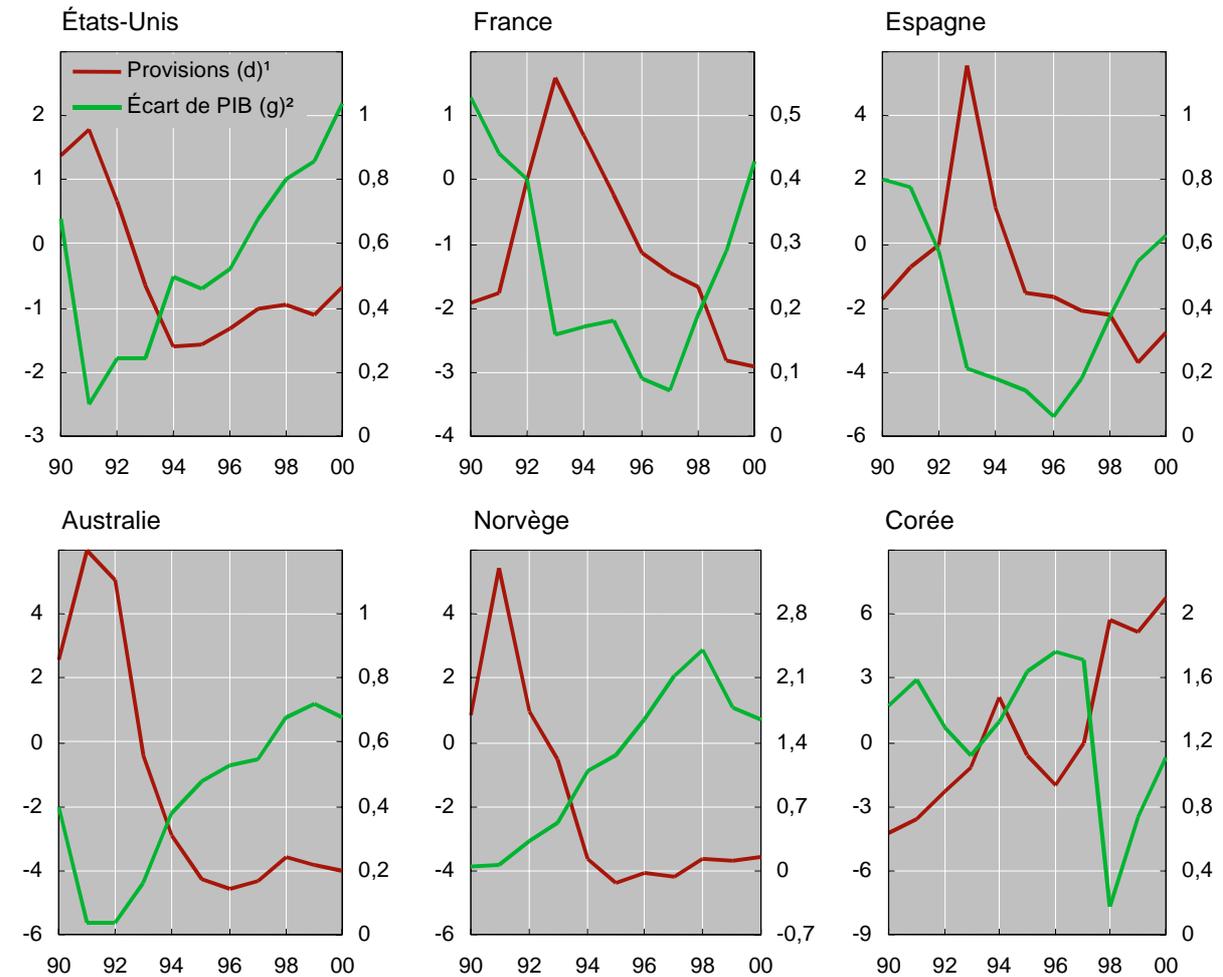
<sup>1</sup> Pour une analyse plus détaillée de cette question, voir Banque des Règlements Internationaux (2001), *71<sup>e</sup> Rapport annuel*, ainsi que C. Borio, C. Furfine et P. Lowe (2001),

Les provisions spécifiques sont généralement de nature rétrospective ...

... tandis que les règles de provisionnement général varient beaucoup d'un pays à l'autre

Le provisionnement rétrospectif réduit les risques de manipulation des comptes, mais peut amplifier les cycles financiers

## Provisions constituées par les banques et écart de PIB



<sup>1</sup> En % du total des actifs bancaires. <sup>2</sup> En % du PIB potentiel.

Sources: Fitch; OCDE; données nationales; calculs BRI.

Graphique 1

Depuis quelques années, ces diverses optiques se reflètent dans les modifications, effectuées ou proposées, des normes comptables nationales et internationales. Le tableau 1 résume schématiquement les principaux points de divergence entre ces approches, examinées ci-après.

### IAS 39

Sur le plan international, des initiatives visent depuis un certain temps à rapprocher les méthodes nationales de traitement des provisions. L'action comptable, sous l'égide de l'International Accounting Standards Board, a donné lieu à l'élaboration de la norme comptable internationale IAS 39<sup>2</sup>.

Les normes comptables exigent une indication objective de dépréciation ...

«Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», *BIS Papers n° 1*, pp. 1-57.

<sup>2</sup> IAS 39 est entrée en vigueur début 2001. Elle impose de mesurer à la juste valeur les prêts détenus à des fins de transaction ou disponibles à la vente.

Celle-ci dispose qu'un prêt est normalement comptabilisé en encours, sauf s'il existe une «indication objective» de dépréciation, auquel cas il doit être inscrit à la valeur des flux de trésorerie anticipés, actualisée au taux d'intérêt effectif initial<sup>3</sup>. L'écart entre le montant en encours et cette valeur actualisée est ensuite passé en charges dans le compte de résultat. Dans la pratique, il est appelé «provision» (générale ou spécifique).

... ce qui limite les possibilités de préprovisionnement

La norme donne des exemples d'«indication objective», dont la plupart sont rétrospectifs, avec une exception possible si «un historique ... [fait apparaître] que le montant nominal d'un portefeuille de créances ne sera pas recouvré intégralement». Une banque ne pouvant guère s'attendre à ce que tous ses prêts lui soient remboursés en totalité, cette condition peut autoriser la constitution de provisions selon une procédure analogue à celle utilisée dans certains pays pour les provisions générales.

#### *Comptabilisation à la juste valeur*

Une autre solution consiste à comptabiliser les prêts à la juste valeur intégrale, dans le cadre d'une application plus générale de cette méthode à tous les instruments financiers<sup>4</sup>. C'est l'approche récemment préconisée par le Groupe

Méthodes de provisionnement et de mesure des pertes attendues				
	IAS 39 <sup>1</sup>	Comptabilisation à la juste valeur	Provisionnement statistique	Proposition: normes de fonds propres (pertes anticipées)
Fait générateur	Indication objective	-	-	-
Base de calcul	Échéance résiduelle (créances dépréciées)	Échéance résiduelle	Pertes moyennes sur défaillances	Horizon d'un an
Actualisation des flux de trésorerie	Flux anticipés, taux d'intérêt effectif initial	Flux contractuels, taux d'intérêt du marché <sup>2</sup>	-	-
Prise en compte de la tarification	Oui	Oui	Non	Non <sup>3</sup>
Provision dès le montage	Non	Possible	Oui	-

<sup>1</sup> IAS 39 autorise les provisions sur la base d'un portefeuille à condition qu'aucun de ses prêts ne soit ni de montant élevé ni déprécié. <sup>2</sup> Il est également possible d'actualiser les flux anticipés sur la base du taux de rendement anticipé requis par le marché. <sup>3</sup> Le Comité de Bâle envisage de permettre aux banques de tenir compte de la tarification dans le calcul des pertes anticipées sur le portefeuille des prêts de détail.

Tableau 1

<sup>3</sup> Pour un prêt à taux variable, le taux effectif est calculé sur la base du taux contractuel courant. Le taux effectif est défini comme celui qui actualise de manière exacte les flux de trésorerie anticipés correspondant au montant en encours. Dans de nombreux cas cependant, pour les prêts octroyés par l'établissement, le calcul prend en compte les flux de trésorerie contractuels, ce qui aboutit à surestimer les pertes résultant de la dégradation de la qualité de crédit (encadré p. 44).

<sup>4</sup> La juste valeur est définie comme le prix qui serait obtenu si le prêt était négocié sur un marché régi par des conditions de concurrence normales.

de travail conjoint<sup>5</sup>. Si elle était adoptée, elle ferait très probablement disparaître la notion de provisions pour créances dépréciées, puisque les prêts seraient enregistrés directement à la juste valeur, dont les variations apparaîtraient dans le compte de résultat. Si les provisions subsistaient, elles seraient alors égales à l'écart entre le montant en encours et la juste valeur.

Ce mode d'évaluation des prêts est manifestement prospectif. Souvent, il est aussi jugé objectif, en particulier parce qu'il s'appuie sur les prix du marché. En leur absence, une certaine subjectivité est toutefois inévitable, car il devient nécessaire de recourir à une méthode d'appréciation pour deux éléments: la probabilité de défaillance calculée par la banque et le taux du marché choisi pour l'actualisation des flux.

Les propositions du Groupe de travail conjoint suscitent d'abondants commentaires, en particulier dans le secteur bancaire. Nombre de spécialistes redoutent que la comptabilisation à la juste valeur n'accroisse nettement la volatilité des bénéfices déclarés des banques. En outre, cette pratique pourrait en renforcer le caractère cyclique, car la vague d'optimisme et de sous-estimation du risque qui accompagne souvent les phases d'expansion économique se traduirait par une hausse de la juste valeur des prêts. À l'inverse, la tendance des marchés à surestimer le risque lors d'un ralentissement économique pourrait peser artificiellement sur la juste valeur des prêts. Il pourrait en résulter finalement une amplification des cycles financiers de nature à favoriser l'instabilité<sup>6</sup>.

#### *Provisionnement statistique/dynamique*

Une autre approche est possible: constituer les provisions générales en estimant les pertes moyennes sur défaillances subies sur longue durée. Cette méthode fait augmenter le niveau de provisionnement pour les prêts présentant un taux de défaillance moyen relativement élevé, même si la marge d'intérêt sur ces prêts doit normalement couvrir ce taux de défaillance supérieur (voir ci-après).

Dans certains pays, les établissements bancaires peuvent s'appuyer sur leurs estimations internes des pertes sur défaillances et ont même la possibilité d'ajuster ces calculs en fonction de la conjoncture. Dans d'autres, les responsables de la surveillance financière fixent les conditions de provisionnement des différentes catégories de prêts.

La comptabilisation à la juste valeur est de nature prospective ...

... mais pourrait accentuer la volatilité et le caractère cyclique des bénéfices

---

<sup>5</sup> Financial Instruments Joint Working Group of standard setters (2000), *Draft Standard and Basis for Conclusions*, International Accounting Standards Committee.

<sup>6</sup> Borio *et al.* (op.cit.). Les propositions du Groupe de travail conjoint suscitent un certain nombre d'autres préoccupations, et notamment des réserves en ce qui concerne les points suivants: évaluation aux prix du marché des instruments détenus jusqu'à leur échéance; exclusion des actifs incorporels dans les calculs de la juste valeur; difficulté et coût d'application de la juste valeur à tous les instruments financiers; capacité des utilisateurs des états financiers à interpréter les comptes établis sur cette base.

Le provisionnement statistique peut contribuer à réduire la volatilité ...

C'est peut-être l'Espagne qui est allée le plus loin dans cette direction<sup>7</sup>. Une réglementation entrée en vigueur l'an dernier exige que les banques passent en charges une provision dite «statistique», dont le montant varie suivant le type de prêt<sup>8</sup>. Lorsque cette provision statistique est suffisante, c'est elle, et non le bénéfice de l'exercice, qui sert à alimenter les provisions spécifiques en cas de dépréciation effective d'une créance (selon les critères usuels). Étant donné que le provisionnement est fonction des pertes moyennes sur longue durée, il a pour effet de lisser le bénéfice annuel des banques.

... mais pourrait amoindrir la transparence

Certaines instances de contrôle jugent cette approche intéressante, particulièrement du fait qu'elle réduit la volatilité des bénéfices comptables, mais aussi parce qu'elle aide le système bancaire à mettre en place, en période faste, une protection financière contre la dégradation de la conjoncture. En revanche, les comptables et nombre d'autorités boursières sont d'un avis différent. Ils considèrent que, avec cette forme de provisionnement, les prêts risquent d'être sous-évalués et les comptes de ne pas refléter la volatilité réelle des bénéfices. Il peut en résulter une moindre transparence des états financiers et, par voie de conséquence, une plus grande difficulté, pour les investisseurs, à évaluer correctement la solidité d'un établissement. Un argument semblable est parfois avancé à l'encontre des provisions générales lorsque celles-ci ne servent pas à couvrir une dépréciation vérifiable d'un portefeuille donné.

#### *Provisions et fonds propres*

Le traitement des provisions au regard des fonds propres des banques fait, lui aussi, l'objet d'une vive attention depuis quelque temps.

Les provisions générales sont des éléments de fonds propres réglementaires

La réglementation actuelle autorise l'incorporation des provisions générales dans les fonds propres de catégorie 2 (dans la limite de 1,25% des actifs pondérés en fonction du risque). Par ailleurs, dans le projet de révision de l'accord de Bâle, les provisions constituées sur la base des notations internes sont calibrées pour couvrir à la fois les pertes attendues et imprévues (les premières correspondant à la probabilité de défaillance au cours de l'année suivante, multipliée par les pertes en cas de défaillance).

Instances de contrôle et comptables n'ont pas la même conception des pertes

Le secteur bancaire critique généralement cette approche en faisant notamment valoir que les fonds propres sont destinés à protéger contre les pertes imprévues, plutôt que contre une dépréciation avérée résultant de la dégradation de la solvabilité de l'emprunteur. Il fait en outre observer que le concept de «perte anticipée» utilisé aux fins des exigences de fonds propres diffère notablement de l'acceptation donnée, pour le provisionnement, dans la

<sup>7</sup> Pour une analyse plus complète de la méthodologie espagnole, voir R. Poveda (2000), *Reform of the system of insolvency provisions*, Banque d'Espagne. Se reporter également à S. Fernández de Lis, J. Martínez Pagés et J. Saurina (2001), «Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain», *BIS Papers n° 1*, pp. 331-53. Sur les avantages du provisionnement statistique, voir Commission bancaire (2001), *Rapport annuel 2000*.

<sup>8</sup> Dans un premier temps, le coefficient de provisionnement est fixé par les autorités de contrôle, mais il est envisagé de le lier ensuite à la notation interne. Ces provisions ne sont pas fiscalement déductibles.

norme IAS 39. Ainsi, d'après la définition retenue par les instances de contrôle bancaire, tous les prêts commerciaux comportent une perte anticipée (quelle que soit leur tarification), alors qu'IAS 39 ne reconnaît de perte qu'en cas de dépréciation avérée. Plusieurs banques affirment que ces conceptions divergentes pourraient fausser leurs décisions relatives aux fonds propres et aux provisions.

## Un cadre simple

Les différentes techniques d'évaluation des prêts et de provisionnement examinées se comprennent mieux si on les ramène à des cas particuliers d'une approche plus générale.

À titre d'illustration, commençons par supposer que la valeur d'un prêt, à un moment donné, peut être représentée par la valeur actualisée des flux de trésorerie qu'il va générer. Deux modes de calcul sont possibles: on actualise les flux *contractuels* en appliquant le taux d'intérêt *contractuel* ou les flux *anticipés* avec un taux de rendement *anticipé*. S'il existe une réelle probabilité de défaillance de l'emprunteur (cas usuel), le taux anticipé est inférieur au taux contractuel.

Les prêts peuvent être évalués sur la base des flux de trésorerie actualisés ...

La première méthode est la plus courante, encore que, bien évidemment, la seconde s'impose dès que le contrat de prêt omet de spécifier le montant exact et la date précise de tous les versements. Correctement appliqués, les deux modes de calcul devraient produire la même valeur (encadré suivant).

... en utilisant diverses méthodes d'actualisation

Dans chaque méthode, le taux d'actualisation peut être soit déterminé par le marché, soit propre à la banque. Il peut également être fixé lors du montage ou refléter le profil de risque courant du prêt.

Pour simplifier, nous actualiserons ci-après les flux de trésorerie anticipés en utilisant le taux de rendement anticipé. La valeur d'un prêt peut alors être obtenue par l'équation suivante:

L'actualisation peut être effectuée au taux de rendement anticipé

$$V_t = \sum_j \frac{E(C_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad j = t, \dots, T \quad (1)$$

où  $E(C_j)$  désigne les flux de trésorerie anticipés sur la période  $j$ , et  $y$  le taux de rendement anticipé servant à leur actualisation. Sur chaque période, ces flux (hors coûts d'exploitation) correspondent aux paiements d'intérêts et de principal prévus au contrat, *moins* les pertes anticipées résultant du non-remboursement de ces sommes. Si  $E(I_j)$  représente ces pertes anticipées sur la période  $j$  et  $i$  le taux d'intérêt contractuel, et si le montant restant dû est fixé par convention à 1, l'équation (1) devient alors:

$$V_t = 1 + \sum_j \frac{E(i_j - y_j)}{(1+y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(I_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad (2)$$

Le niveau adéquat des provisions (P) peut alors être considéré comme l'écart entre le montant en encours et la valeur actualisée des flux de trésorerie, c'est-à-dire:

$$P_t = 1 - V_t = \sum_j \frac{E(l_j)}{(1+y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(j_j - y_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad (3)$$

En théorie du moins, une provision est nécessaire si ...

Le premier terme du membre de droite correspond à la valeur actualisée des pertes anticipées découlant du non-paiement des montants contractuels. Le deuxième exprime la valeur actualisée du différentiel entre le taux contractuel du prêt et le rendement anticipé utilisé pour actualiser les flux de trésorerie. Ce différentiel est parfois appelé marge d'intérêt. Les provisions peuvent donc être considérées, en principe, comme la différence entre la valeur actualisée des pertes anticipées et celle du revenu sur la marge. Il convient de souligner que cette différence peut être positive ou négative.

Dans la suite de l'étude, cette différence est appelée gain ou perte *incorporé(e)* dans le portefeuille bancaire. Il importe de distinguer ce concept de celui des pertes *anticipées*, qui renvoie ici à la valeur actualisée de la perte prévue découlant du non-paiement des montants en encours. Sur la base de cette terminologie, un prêt peut se caractériser par un gain incorporé élevé, tout en ayant une importante perte anticipée. C'est le cas lorsque la marge d'intérêt d'un prêt à haut risque couvre largement les pertes anticipées au titre d'une défaillance.

Selon cette approche générale, la constitution d'une provision se justifie, en principe, dans trois cas.

... un prêt n'a pas été correctement tarifé au montage ...

Le premier concerne les prêts mal tarifés lors du montage, au sens où la valeur actualisée des pertes anticipées ne correspond pas à celle des revenus sur la marge. Une telle situation se rencontre, par exemple, si une banque applique un tarif trop bas dans le but de conserver sa part de marché ou de consolider sa relation avec un emprunteur. Inversement, si un établissement bancaire en position de force fixe un taux d'intérêt supérieur à celui du marché, la valeur du prêt dépassera le montant en encours (à condition que l'actualisation ait été effectuée au taux du marché). Dans ce cas de figure, une provision négative serait légitime, du moins en théorie.

... la qualité de crédit de l'emprunteur change ...

Dans le deuxième cas, la qualité de crédit de l'emprunteur change après le montage (ce qui fait varier la valeur actualisée des pertes prévues), tandis que la tarification du prêt reste fixe. La qualité de crédit étant susceptible d'évoluer dans les deux sens, on peut ainsi observer des gains ou des pertes incorporés. Là encore, les provisions pourraient donc être positives ou négatives.

... les taux du marché varient

Dans le troisième cas, l'écart entre taux du prêt et taux d'actualisation varie, tandis que la qualité de crédit de l'emprunteur reste constante. Cette situation se présente lorsque le taux d'actualisation peut évoluer au fil du temps, par exemple en fonction des fluctuations des taux du marché. Ces mouvements produisent des gains ou des pertes (à condition que le taux du prêt soit lui-même constant), ce qui donne lieu à provisionnement.

## Évaluation et provisionnement des prêts: quelques exemples

Ces quelques exemples simples illustrent les différentes méthodes d'évaluation des prêts ainsi que leurs conséquences pour le niveau des provisions.

Prenons le cas d'un prêt de \$100 à un an, dont tous les paiements sont échus *in fine*. La banque estime qu'il y a 98% de chances que ce prêt soit intégralement remboursé, et une probabilité de 2% que l'emprunteur fasse défaut et ne verse rien. Soit un taux sans risque de 7% et une prime de risque pour ce type de prêt de 0,8%. La banque table donc sur un taux de rendement de 7,8%. Pour cela, elle doit appliquer un taux d'intérêt de 10%.

Il existe deux manières de déterminer la valeur du prêt: actualiser les flux de trésorerie contractuels au taux d'intérêt contractuel (10%), et actualiser les flux de trésorerie anticipés au taux de rendement anticipé (7,8%). Ces deux approches aboutissent au même résultat.

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie contractuels}}{\text{taux contractuel}} = \frac{110}{1,1} = 100$$

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie anticipés}}{\text{taux de rendement anticipé}} = \frac{110 * 0,98}{1,078} = 100$$

Déterminons maintenant la valeur du prêt en supposant que, immédiatement après le montage, la probabilité de défaillance passe à 5%, et, qu'en outre, le taux sans risque augmente de 0,7%, portant à 8,5% le taux de rendement requis. S'il est possible de renégocier le taux d'intérêt sur le prêt, le nouveau taux contractuel doit s'établir à 14,21% pour dégager le rendement nécessaire. En principe, la banque peut définir son propre taux de rendement, ou appliquer celui du marché.

Là encore, deux méthodes permettent de calculer la valeur du prêt.

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie contractuels}}{\text{taux contractuel (en cas de renégociation)}} = \frac{110}{1,1421} = 96,31$$

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie anticipés}}{\text{taux de rendement anticipé (en cas de renégociation)}} = \frac{110 * 0,95}{1,085} = 96,31$$

Il convient alors de constituer une provision égale à  $100 - 96,31 = 3,69$ . Si le taux requis utilisé pour l'actualisation est celui du marché, on peut considérer que cette provision est celle qui est nécessaire pour établir la juste valeur du prêt.

L'actualisation peut également se faire à l'aide du taux de rendement interne anticipé au montage (IAS 39). Comme le précise l'étude, cette méthode élimine la variation de valeur résultant de l'évolution des taux du marché. On obtient:

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie anticipés}}{\text{taux de rendement interne anticipé (au montage)}} = \frac{110 * 0,95}{1,078} = 96,94$$

Ici, la provision est égale à  $100 - 96,94 = 3,06$ ; elle est inférieure à celle qui est nécessaire pour reproduire la comptabilisation à la juste valeur. Si, au lieu d'augmenter, le taux sans risque avait diminué, l'inverse aurait été vrai.

Il est également possible d'actualiser les flux de trésorerie anticipés sur la base du taux contractuel. Un certain nombre de banques préfèrent procéder ainsi, car le taux contractuel est directement disponible. On obtient alors:

$$V_0 = \frac{\text{flux de trésorerie anticipés}}{\text{taux contractuel (au montage)}} = \frac{110 * 0,95}{1,1} = 95,00$$

Ce calcul sous-évalue le prêt et donne lieu à une provision (5) nettement supérieure à celle qui découle de la comptabilisation à la juste valeur.

Pour la *comptabilisation à la juste valeur*, le taux d'actualisation est celui qui est requis par le marché pour un prêt possédant les mêmes caractéristiques de risque. Si ce taux est employé (et si les provisions servent à convertir à la juste valeur des inscriptions comptables fondées sur le coût d'origine), des provisions seront constituées dans chacun des trois cas exposés ci-dessus, en particulier pour couvrir les variations de la qualité de crédit de l'emprunteur et des taux d'intérêt du marché.

En application d'IAS 39, en revanche, le taux d'actualisation reste constant (du moins pour les prêts à taux fixe), et ne varie donc pas en fonction de la qualité de crédit de l'emprunteur, ni des fluctuations des taux du marché. IAS 39 diffère ainsi de la comptabilisation à la juste valeur sur trois aspects importants. Premièrement, indépendamment de la tarification du prêt, une provision ne sera pas constituée dès le montage. Si l'on actualise les flux de trésorerie anticipés à l'aide du taux de rendement interne anticipé au montage, la valeur initiale du prêt correspond, par construction, à sa valeur nominale. Deuxièmement, les provisions ne peuvent jamais être négatives, puisqu'elles concernent uniquement les créances dépréciées, et non les améliorations de la qualité de crédit. Troisièmement, les variations des taux du marché sont sans effet sur le niveau de provision, étant donné que le taux d'actualisation est fixe, à moins qu'elles n'amènent à réviser le taux du prêt.

## Principales remarques et stratégies possibles

L'analyse qui précède amène à formuler quelques remarques et stratégies possibles, examinées ci-après.

### *La tarification influe sur la détermination du niveau des provisions*

Une provision n'est pas nécessaire pour un prêt correctement tarifié

Si le taux de rendement anticipé sur un portefeuille de prêts est égal au taux requis, la valeur courante du portefeuille devrait alors correspondre à sa valeur nominale; il n'existe ni gain ni perte incorporé(e) (la tarification est «correcte»). Hors prime de risque, cela signifie que la valeur courante et la valeur nominale d'un prêt sont identiques si la marge d'intérêt couvre les pertes anticipées en cas de défaillance. Lorsque cette condition est remplie, la constitution d'une provision donnerait une valeur comptable du portefeuille inférieure à sa valeur nominale.

La situation se complique lorsqu'une banque prévoit une évolution des pertes anticipées pour des prêts sur plusieurs années et leur applique un taux fixe calculé en conséquence. Le cas peut se présenter si les ratios de défaillance sont assujettis à un décalage ou si la banque table sur une détérioration des conditions économiques à terme. Dans ces deux hypothèses, l'intérêt reçu initialement doit couvrir non seulement les pertes initiales sur défaillances, mais aussi la hausse anticipée des ratios de pertes. Ainsi, même pour un prêt correctement tarifié au montage (et en l'absence de tout imprévu), il convient de constituer une provision conformément à l'équation (3) pour veiller à ce que les bénéfices de la banque, et la valeur de ses actifs, ne soient

pas surévalués pendant la période où le ratio de défaillance reste faible<sup>9</sup>. Dans les faits, cette approche revient à comptabiliser l'intérêt au taux de rendement effectif plutôt qu'au taux contractuel, avec toutefois une présentation des comptes évidemment différente.

*Un provisionnement systématique au montage est problématique*

Une provision ne s'avère nécessaire dès le montage que si le taux de rendement anticipé initial est inférieur au taux requis. Hors prime de risque, cette situation n'apparaît que si la marge d'intérêt initiale ne couvre pas les pertes anticipées sur défaillances. Comme il est improbable qu'une banque octroie systématiquement des prêts assortis d'un taux de rendement inférieur au taux qu'elle requiert (même s'il est parfois moins élevé que le taux de marché), les provisions *systématiques* au montage sont problématiques<sup>10</sup>.

*Une provision doit être calculée en fonction de la durée du prêt*

Pour calculer le niveau de provisions approprié, il convient de se fonder sur l'échéance résiduelle du prêt, et non uniquement sur l'année suivante. Cet horizon diffère selon les catégories de prêts, et peut aussi varier au fil du temps. Pour de nombreux prêts, il sera supérieur à la période d'un an souvent retenue dans l'optique du ratio de fonds propres.

*Les provisions couvrent-elles les pertes anticipées aux fins des fonds propres?*

Si les provisions sont créées pour couvrir les gains ou pertes incorporés, le niveau de fonds propres d'une banque doit être déterminé uniquement en fonction de l'éventualité de pertes imprévues. Cependant, dans la mesure où les provisions effectives s'écartent des pertes incorporées selon l'équation (3), une correction des fonds propres - qui peut être positive ou négative - est nécessaire pour couvrir cet écart. En outre, étant donné les définitions différentes des pertes aux fins du contrôle et de la comptabilité, il est peu probable, sauf circonstances exceptionnelles, que l'ampleur de la correction requise soit égale à la modification proposée des fonds propres réglementaires pour pertes anticipées.

Pour l'avenir, il serait opportun de clarifier la relation entre provisions et fonds propres réglementaires. En théorie, la méthode la plus évidente consisterait à exclure les provisions générales des fonds propres et à déterminer les provisions de manière à couvrir le montant estimé des pertes nettes incorporées dans le portefeuille de prêts. Les fonds propres peuvent

Les provisions devraient couvrir les pertes incorporées et le capital les pertes imprévues

---

<sup>9</sup> S'il n'existe aucun profil temporel particulier pour les pertes attendues, et en l'absence de tout élément imprévu, le revenu sur la marge correspond exactement aux pertes de crédit pour chaque période. Les pertes de crédit devraient être comptabilisées au compte de résultat, mais il ne serait pas nécessaire de réduire la valeur de l'actif net en constituant une provision.

<sup>10</sup> Certains préconisent de constituer une provision dès le montage, même pour un prêt correctement tarifé, car une défaillance peut survenir avant que la marge d'intérêt n'ait été perçue. Cependant, le provisionnement est une réponse à des événements attendus, et on ne peut pas tabler systématiquement sur une défaillance avant le paiement de l'intérêt. C'est le capital qui doit couvrir l'éventualité d'une haute fréquence de défaillances à brève échéance.

alors être calibrés par rapport à la variabilité de ces pertes (leur composante «imprévue»). Les modalités de mise en œuvre dépendront dans une large mesure de la méthodologie précise retenue pour estimer les pertes incorporées.

*Le préprovisionnement peut-il se substituer valablement à la comptabilisation des prêts à la juste valeur?*

Comme indiqué précédemment, la comptabilisation des prêts à la juste valeur pourrait renforcer la volatilité et le caractère cyclique des bénéfices. Pour cette raison, il est envisageable, particulièrement pour les prêts non négociés, que les banques comptabilisent par un préprovisionnement les variations de la qualité de crédit de leurs portefeuilles, sans toutefois prendre en compte les changements de valeur résultant des variations des taux du marché.

Il serait ainsi possible d'évaluer tous les prêts à la valeur actualisée des flux de trésorerie anticipés, sur la base du taux fixé au montage. Cette méthode reviendrait à élargir à la totalité du portefeuille les dispositions d'IAS 39 applicables aux «créances dépréciées». Tous les prêts seraient donc inscrits au pair au moment du montage, et leur valeur serait ultérieurement révisée en fonction de l'évolution de la solvabilité de l'emprunteur (dans la mesure où les modalités de prêt ne varient pas aussi parallèlement). En conséquence, si la notation interne d'un emprunteur à taux fixe baisse après le montage, une provision serait constituée, même si le prêt n'est pas techniquement déprécié. À l'inverse, on pourrait envisager des provisions négatives dans le cas où la notation interne d'un emprunteur augmenterait.

Cette approche comporte une part de subjectivité à la fois dans la notation des emprunteurs et dans la définition du taux d'actualisation approprié au montage, mais certes pas plus que dans le calcul de la juste valeur d'un portefeuille de prêts pour lequel il n'existe pas de prix du marché. D'ailleurs, aux termes du Nouvel accord de Bâle, le système de notation interne des banques devra être validé par les autorités de contrôle. En outre, cette approche pourrait constituer un premier pas prudent sur la voie d'une comptabilisation intégrale à la juste valeur, permettant de régler certaines questions théoriques et pratiques plus complexes avant de décider de son adoption.

Cette méthode ne prévoit pas, toutefois, la comptabilisation - si elle est jugée nécessaire - des changements de valeur découlant des variations des taux du marché. En principe, il serait possible de corriger le taux d'actualisation fixé au montage en fonction de l'évolution du taux sans risque, ce qui donnerait lieu à des provisions à la fois pour pertes de crédit incorporées et pour pertes sur taux incorporées.

*Comment atténuer le caractère cyclique du provisionnement?*

Autre question importante: les modifications des pratiques de provisionnement pourraient-elles atténuer le caractère cyclique des bénéfices des banques et de l'activité financière dans son ensemble?

Tous les prêts pourraient être évalués sur la base de la valeur actualisée ...

... malgré un risque de subjectivité ...

... la question du risque de taux restant ouverte

Certains estiment que le préprovisionnement sur l'intégralité du portefeuille de prêts, comme exposé ci-dessus, aboutirait à comptabiliser les pertes de crédit plus tôt dans le cycle économique, ce qui limiterait la forte baisse du bénéfice souvent enregistrée par les banques en période de ralentissement. Cette comptabilisation précoce des pertes pourrait également amener les fonds propres à être moins sujets à d'amples et soudaines contractions en phase de fléchissement conjoncturel. De la sorte, le préprovisionnement pourrait largement contribuer à atténuer l'évolution cyclique des bénéfices bancaires et des conditions d'octroi du crédit.

Le préprovisionnement pourrait atténuer les cycles financiers ...

D'autres pensent que, si le préprovisionnement peut œuvrer dans ce sens, son impact devrait néanmoins être relativement modeste. Cette opinion tient à l'idée que les banques (et les marchés) ont tendance à sous-estimer les pertes et risque de crédit en période faste, et peut-être à les surestimer dans le cas contraire. Dans une conjoncture favorable, une sous-estimation se traduirait par une tarification (involontairement) incorrecte des prêts, et donc par une insuffisance des provisions, même avec préprovisionnement; en outre, la méconnaissance du risque pourrait donner lieu à un niveau inadéquat de fonds propres.

... mais une mauvaise évaluation du risque serait préoccupante

Pour dissiper en partie ces craintes, les autorités de contrôle pourraient imposer aux banques de constituer une provision dès le montage. Cependant, outre que, dans la plupart des pays, les instances de contrôle ne fixent pas les règles comptables, cette approche est problématique pour les raisons évoquées ci-avant. Elle implique en particulier que les prêts sont systématiquement sous-tarifés et ne tient pas compte du fait que tout écart de tarification est susceptible de changer sur la durée du crédit ou du cycle économique. Cette approche se justifierait toutefois s'il était convenu que les états financiers devaient refléter une gestion encore plus prudente que selon les critères de l'investisseur.

Autres options: constituer les provisions dès le montage ...

Une autre approche, assez radicale, consisterait à *dissocier* les provisions à caractère comptable de celles imposées par les responsables du contrôle bancaire. Ceux-ci pourraient notamment ajouter aux normes de fonds propres une exigence de provision prudentielle analogue au système récemment introduit en Espagne. Au lieu de figurer au passif du compte de résultat, cependant, le provisionnement annuel sur base statistique serait inscrit à l'actif des fonds propres en regard des pertes imprévues<sup>11</sup>. Ce mécanisme aurait notamment l'avantage de contraindre les banques à se doter d'une protection plus substantielle en période faste, tout en présentant les états financiers sur une base agréée par les comptables.

... et instituer une exigence de fonds propres additionnelle pour couvrir toute insuffisance des provisions

La mise en œuvre d'un tel changement du dispositif de fonds propres n'irait pas sans difficultés. Elle serait également contraire à l'idée que les fonds propres ne doivent couvrir que les pertes imprévues. Cependant, cette méthode pourrait notamment se justifier par le fait qu'elle représente une

---

<sup>11</sup> Comme dans l'actuel dispositif espagnol, il serait nécessaire de plafonner le supplément de fonds propres requis, et cette exigence additionnelle devrait être réduite parallèlement à la constitution des provisions spécifiques.

protection contre les cycles financiers coûteux induits par une sous-estimation du risque en période d'expansion. Or, c'est précisément le moyen d'atténuer ce caractère cyclique qui constituera probablement, à terme, une préoccupation majeure pour les responsables du contrôle bancaire et les autorités en général.

## Expansion des dépôts en devises à Taiwan: facteurs explicatifs

La demande de comptes bancaires en devises apparaît souvent liée à une expérience de très forte inflation. En Argentine, Russie et Turquie, par exemple, les billets et dépôts en dollars et en marks représentent une part importante de la masse monétaire, en raison d'un passé caractérisé par une inflation galopante. En corollaire, la part des dépôts en devises est normalement limitée dans l'Est asiatique, où l'inflation s'est maintenue à un niveau relativement faible ces dernières décennies, et ne dépasse pas, en moyenne, celle des économies industrielles (tableau 1). En dehors des centres financiers de Hong-Kong et Singapour, c'est en Indonésie et aux Philippines, où l'inflation est souvent très élevée selon les critères de la région, qu'ils sont les plus étoffés.

Néanmoins, des tendances récentes dans l'Est asiatique contredisent cette relation généralement positive entre inflation et importance des dépôts en devises. C'est notamment le cas à Taiwan, Chine (ci-après «Taiwan»), où les dépôts en devises se sont multipliés très rapidement ces dernières années, malgré une faible inflation<sup>1</sup>. La présente étude analyse l'expansion des dépôts en devises à Taiwan et envisage plusieurs facteurs explicatifs, comme risque-pays, risque de crédit, écarts de taux d'intérêt et anticipations de change.

---

<sup>1</sup> C'est également le cas en Chine continentale, où le maintien d'un cours de change pratiquement fixe tout au long de la crise asiatique est à l'origine d'une déflation et de taux d'intérêt bas. Voir Robert N. McCauley et Y. K. Mo, «Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine», *Rapport trimestriel BRI*, août 2000, pp. 34-38. Dans les limites du contrôle des changes, la demande de dépôts en devises, mieux rémunérés, a augmenté nettement plus vite que celle des dépôts en monnaie locale. En 2000, les premiers auraient progressé de 24,3%, pour s'établir à \$128,3 milliards, soit près du double de M2. La libéralisation des achats d'actions B, auparavant réservées en principe aux résidents étrangers, pourrait freiner l'expansion ultérieure des dépôts en devises auprès des banques en Chine.

## Expansion des dépôts en devises à Taiwan

À Taiwan, les dépôts en devises ont commencé à augmenter en 1995 ...

L'expansion des dépôts bancaires en devises, ces dernières années, se décompose en plusieurs phases. Après une période d'assez grande stabilité à quelque 1% de M2, soit TWD 150 milliards (environ \$5 milliards), jusqu'à mi-1995, l'encours a commencé à augmenter. La tendance s'est accélérée pendant la crise asiatique, de sorte que sa part dans M2 avait quadruplé en septembre 1998 (graphique 1). Après quatre mois de repli, il est resté

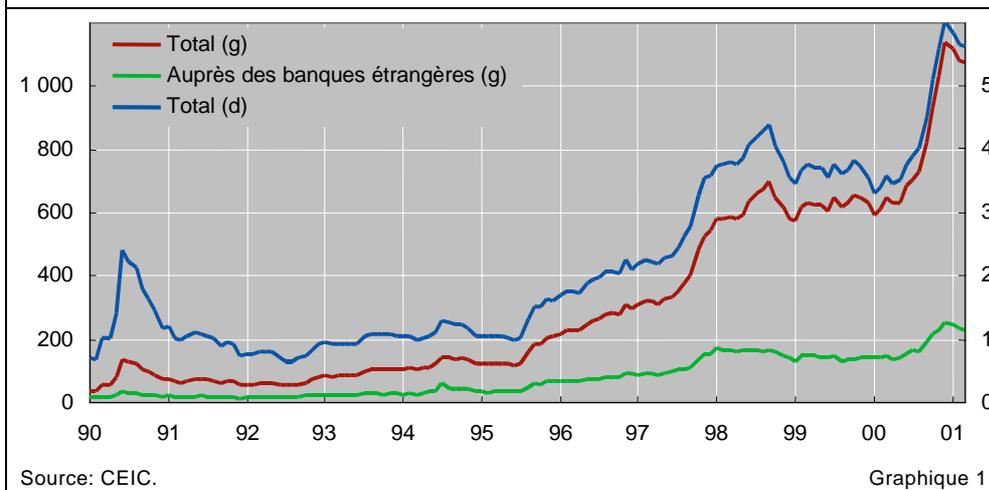
Dépôts en devises et agrégat monétaire large dans certaines économies					
En milliards de dollars EU, chiffres de fin décembre 2000					
Comptes de résidents	Dépôts en devises des résidents non bancaires			Pour mémoire	
	Auprès des banques locales	Auprès des banques étrangères	Total	Agrégat monétaire large <sup>1</sup>	Dépôts en devises, en % de l'agrégat monétaire large
Zone euro	112,1	400,9	513,0	4 725,6	10,9
Allemagne	14,0	91,1	105,1	1 447,5	7,3
Belgique	8,4	34,9	43,3	237,3	18,3
France	18,3	38,0	56,3	983,9	5,7
Italie	5,6	22,8	28,5	556,8	5,1
Pays-Bas	16,5	119,1	135,6	319,9	42,4
Australie	3,8	8,5 <sup>2</sup>	12,3	744,0	1,7
Canada	28,1	15,1 <sup>2</sup>	43,3	472,4	9,2
États-Unis	... <sup>3</sup>	139,4	139,4	7 143,5	2,0
Japon	93,4 <sup>4</sup>	14,6	107,9	5 581,5	1,9
Nouvelle-Zélande	1,4	2,8 <sup>2</sup>	4,2	238,7	1,8
Royaume-Uni	175,5	147,0	322,6	1 309,9	24,6
Suède	6,1	5,5 <sup>2</sup>	11,5	99,7	11,5
Suisse	73,3	54,2	127,4	289,2	44,1
<b>Total zone euro et autres pays industriels</b>	<b>493,7</b>	<b>787,9</b>	<b>1 281,6</b>	<b>20 604,5</b>	<b>6,2</b>
Chine	128,3	10,4 <sup>2</sup>	138,7	1 642,6	8,4
Corée	16,8	2,0 <sup>2</sup>	18,8	326,7	5,7
Hong-Kong <sup>5</sup>	209,5	39,2 <sup>2</sup>	248,7	462,5	53,8
Inde	–	5,2 <sup>2</sup>	5,2	243,6	2,1
Indonésie	14,9	3,2 <sup>2</sup>	18,1	77,3	23,4
Macao <sup>6</sup>	7,8	1,1 <sup>2</sup>	8,9	10,7	83,4
Malaysia	2,5	2,7 <sup>2</sup>	5,2	91,6	5,7
Philippines	12,3	3,6 <sup>2</sup>	15,9	41,3	38,5
Singapour	–	18,9 <sup>2</sup>	18,9	98,7	19,1
Taiwan, Chine	34,1	18,6 <sup>2</sup>	52,7	571,2	9,2
Thaïlande	1,5	2,8 <sup>2</sup>	4,3	119,0	3,7

<sup>1</sup> Non corrigé des variations saisonnières. Allemagne, Belgique, France, Italie et Pays-Bas: à fin décembre 1998.  
<sup>2</sup> Estimation a minima sur la base des dépôts dont la monnaie de libellé est connue. <sup>3</sup> Non déclarés séparément; supposés peu importants. <sup>4</sup> Estimation BRI. <sup>5</sup> Dépôts en devises des résidents et non-résidents non bancaires. <sup>6</sup> À fin juin 2000.

Sources: données nationales; BRI. Tableau 1

## Dépôts en devises

En milliards de nouveaux dollars de Taiwan (g) et en % de M2 (d)



relativement constant jusqu'à mi-2000, puis a repris son expansion, au point d'avoir presque doublé vers la fin de l'année, pour s'établir à 6% de M2, soit TWD 1 100 milliards (environ \$34 milliards). Il s'est remis à décroître début 2001.

... et ont presque doublé au second semestre 2000

Les comptes à terme ont davantage augmenté que les comptes à vue, ce qui suggère une stratégie de placement plutôt que de transaction.

### Réaction des autorités

Face au gonflement des avoirs en devises, les autorités de Taiwan ont décidé l'an dernier de ne plus les favoriser, mais au contraire de les pénaliser. Jusqu'à début décembre 2000, les comptes en devises n'étaient assujettis à aucune obligation de réserve - contrairement à ceux en monnaie locale, dont les coefficients ont varié entre 5% et 13,5%. Courant décembre, les autorités ont imposé des réserves obligatoires sur les nouveaux dépôts en devises: au taux de 5% d'abord, puis de 10%. Ainsi, pour les dépôts à terme, les apports en dollars EU se sont trouvés soumis à un coefficient de réserves supérieur à celui des dépôts en monnaie locale (6,25%).

L'imposition de réserves obligatoires ...

Comme il fallait s'y attendre, le coût de ces réserves obligatoires a été répercuté sur les déposants, à un degré ou un autre, sous la forme d'une baisse des rendements. Avec des taux d'intérêt du dollar EU à plus de 5%, une répercussion intégrale se serait traduite par une réduction de l'ordre de 50 points de base (0,5%) de la rémunération des nouveaux dépôts<sup>2</sup>. En l'occurrence, les taux à 1 et 3 mois ont diminué de quelque 60 points de base (compte tenu des variations du Libor).

... a entraîné une baisse de la rémunération des dépôts en devises

<sup>2</sup> Les réserves obligatoires au titre des dépôts en devises ne sont pas rémunérées.

L'introduction de réserves obligatoires a donc eu pour effet d'abaisser la prime dont bénéficiaient les dépôts en devises par rapport à ceux en monnaie locale. Elle a aussi renforcé les incitations à placer les devises sur des centres financiers libres de toute obligation de réserves, notamment les États-Unis et Hong-Kong.

## Facteurs explicatifs

Quatre explications possibles à l'expansion des dépôts en devises

Les éléments disponibles permettent de rejeter deux explications possibles du gonflement récent des dépôts en devises à Taiwan, d'en accepter partiellement une troisième et d'en adopter une quatrième. Si les résidents taiwanais achetaient des dollars pour éviter le risque-pays, ils les auraient normalement placés hors de Taiwan; or, ils n'ont pas privilégié les dépôts à l'extérieur. S'ils voulaient se protéger contre le risque de crédit, ils auraient dû confier leurs fonds à des banques étrangères plutôt qu'à leurs concurrentes locales, ce qu'ils n'ont pas fait. S'ils recherchaient une meilleure rémunération, l'expansion des dépôts devait suivre l'évolution de l'écart de taux au profit du dollar EU<sup>3</sup>; dans l'ensemble, c'est ce qui s'est produit. Enfin, s'ils constituaient des avoirs en dollars EU en anticipant une appréciation par rapport au nouveau dollar de Taiwan, ces dépôts devaient augmenter et diminuer parallèlement au cours du dollar EU (au moins dans l'hypothèse d'anticipations adaptatives): c'est précisément ce qui s'est passé.

### *Risque-pays*

L'explication par le risque-pays ne tient pas parce que la plupart des dépôts sont restés à Taiwan

Il n'aurait pas été surprenant que les déposants aient réagi à l'incertitude politique résultant de l'élection présidentielle de début 2000 en expatriant des fonds. Pourtant, les données disponibles montrent qu'en réalité les résidents ont, dans leur immense majorité, préféré placer leur argent à *Taiwan*: les dépôts en devises auprès des banques locales ont progressé de quelque \$15 milliards en 2000, pendant que ceux des résidents non bancaires auprès des banques déclarantes BRI n'augmentaient que de \$3,7 milliards, passant de \$14,9 milliards, fin 1999, à \$18,6 milliards, fin 2000.

Plus généralement, il n'apparaît pas que les dépôts en devises soient particulièrement sensibles à l'incertitude politique. D'une part, les placements à l'étranger se sont accrus un peu plus rapidement en 1999, période relativement calme. D'autre part, pendant le dernier grand épisode de tensions dans les relations entre l'île et le continent, au moment des élections présidentielles de 1996, les dépôts des résidents (non bancaires) auprès des banques déclarantes BRI n'avaient que modérément progressé.

### *Risque de crédit*

Il n'aurait pas été surprenant non plus que les résidents aient réagi à une perception accrue du risque de crédit au sein du système bancaire en

---

<sup>3</sup> Plus de 90% des dépôts en devises sont libellés en dollars EU.

transférant des fonds sur des comptes en devises auprès d'établissements étrangers. Certes, l'année 2000 a été marquée par un large débat concernant les répercussions de dix années de baisse des prix des actifs et du déclin d'industries traditionnelles (comme le textile ou la chaussure) sur la solidité des banques de Taiwan. Il se pourrait que le changement de monnaie de libellé soit une conséquence du déplacement des dépôts vers les banques étrangères sises à Taiwan, qui bénéficient d'une notation nettement supérieure.

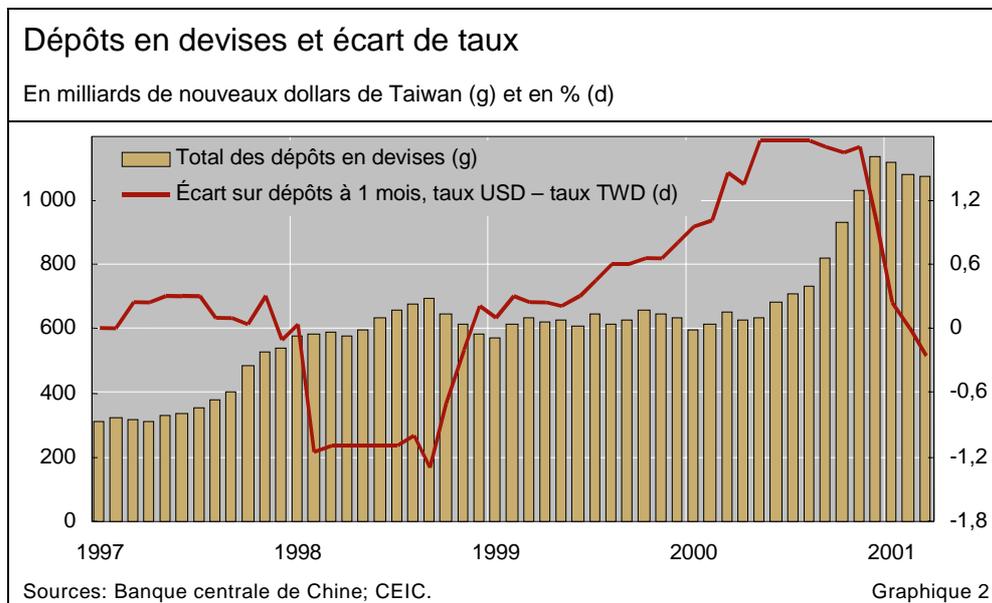
L'explication par le risque de crédit est à rejeter, car les nouveaux dépôts ont été placés surtout auprès des banques locales

Une fois encore, cependant, les faits contredisent cette hypothèse: ménages et entreprises ont placé l'essentiel de leurs nouveaux dépôts bancaires en devises auprès d'établissements domestiques (graphique 1). La part de ces derniers dans les dépôts en devises à Taiwan est passée de deux tiers environ entre 1990 et mi-1998 à plus de trois quarts en 2000. Loin de chercher à réduire leur risque de crédit, les déposants ont été massivement attirés par une prime de rendement d'au moins 50 points de base.

### Écarts de taux d'intérêt

Jusqu'à une date très récente, l'explication par la prime de rendement sur dollar EU ne vaut pas (graphique 2). Au cours de la crise asiatique, les dépôts en devises avaient augmenté alors même que l'écart de rémunération à 1 mois (taux USD – taux TWD) pénalisait le dollar EU<sup>4</sup>. À partir de 1999, il est passé de 0,25% environ à plus de 0,75% au profit de la monnaie américaine; or, les dépôts en devises sont restés à peu près constants. Ce n'est que lorsque cette prime a atteint 175 points de base, en mai 2000, que les dépôts ont commencé à s'accroître fortement. Début 2001, elle a disparu et les dépôts ont diminué.

L'écart de taux ne justifie que la forte augmentation récente



<sup>4</sup> Taux de la First Commercial Bank.

### Anticipations de change

Les anticipations de dépréciation constituent une explication valable ...

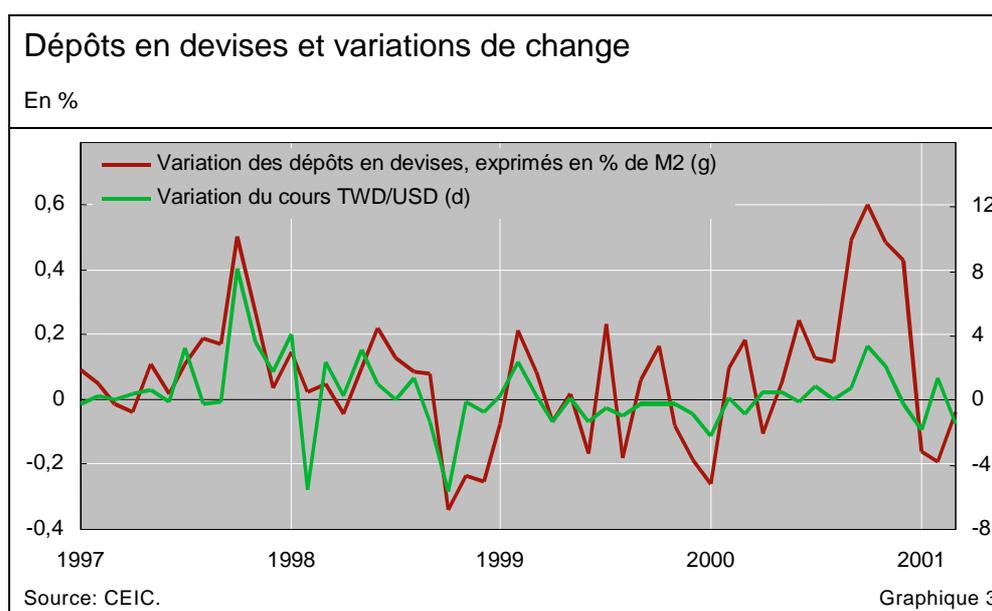
Les fluctuations de change présentent une corrélation étroite avec l'expansion des dépôts en devises depuis 1997 (graphique 3). Ceux-ci ont fortement augmenté quand le nouveau dollar de Taiwan s'est déprécié vis-à-vis du dollar EU, de mi-1997 à l'automne 1998, passant de quelque TWD 300 milliards à près de TWD 700 milliards (de \$12 milliards à \$20 milliards). Ils sont ensuite demeurés assez stables jusqu'au premier semestre 2000, pendant que la monnaie locale se renforçait. Ils ont alors enregistré un gonflement rapide, lorsque son fléchissement a repris, mi-2000, puis se sont de nouveau inscrits en repli lors de son redressement, début 2001.

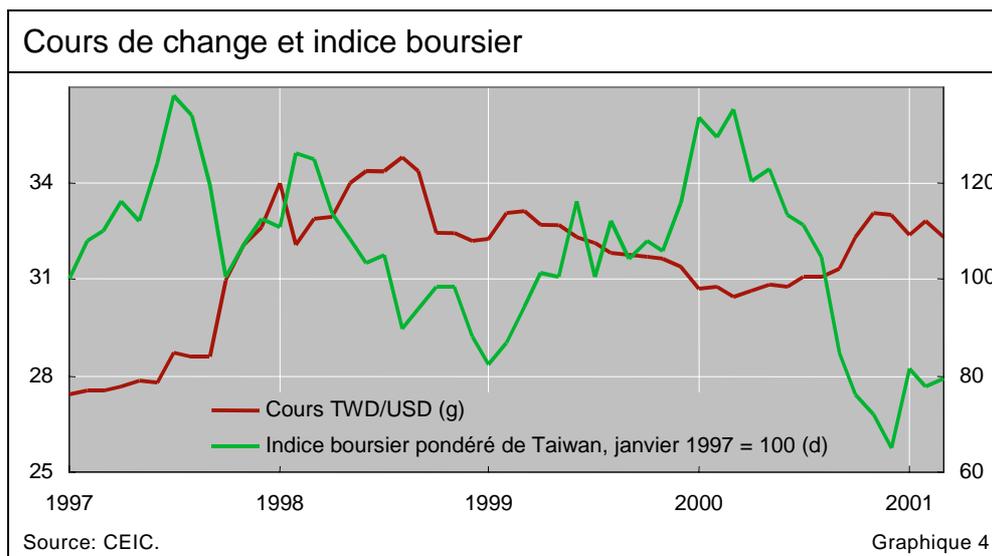
... notamment lorsque les dépôts en devises sont mieux rémunérés

Entre les deux épisodes de dépréciation, celui de la crise asiatique et celui de 2000, la sensibilité des ménages et entreprises de Taiwan au cours de change semble avoir augmenté. Plus précisément, le report sur les devises apparaît bien plus prononcé en 2000, à l'aune de la baisse de la monnaie. Cette évolution peut traduire une interaction entre anticipations de change (fondées sur l'expérience récente) et écarts de taux. Concrètement, lorsque les taux du dollar EU sont plus élevés que ceux de la monnaie locale, les déposants ont tendance à réagir plus vigoureusement à une même anticipation de gains de change. En d'autres termes, il fallait que les déposants en devises, durant la crise asiatique, entretiennent des anticipations extrapolatives bien solides pour renoncer au gain certain résultant de l'écart de taux d'intérêt; plus récemment, les mêmes anticipations ouvraient la perspective de gains de change en plus d'une prime de taux assurée.

La baisse du marché boursier a pu jouer un rôle également

Selon une autre interprétation, l'attrait des dépôts en devises refléterait l'évolution de la Bourse de Taiwan (graphique 4). De ce point de vue, de tels dépôts, qui peuvent générer des plus-values et moins-values en monnaie locale, apparaissent comme des actifs à risque, assimilables en un sens à des





placements en actions, quoique moins volatils. Ainsi, leur succès, pendant la crise asiatique, est intervenu dans un contexte de faiblesse boursière, tandis que leur repli, en 2000, s'est produit alors que les cours des actions chutaient dans le sillage du Nasdaq. De même, le redressement simultané du Nasdaq, du marché boursier local, du nouveau dollar de Taiwan et des entrées de capitaux a coïncidé avec le recul des dépôts en devises, début 2001. Cependant, compte tenu de la tendance de la monnaie à se déprécier lorsque les investisseurs non résidents retirent leurs fonds d'un marché boursier local en baisse - comme cela s'est passé en 1997-98 et en 2000 -, il est difficile de distinguer, en pratique, l'influence de la Bourse et celle du cours de change.

## Conclusion

Les dépôts en devises à Taiwan ont augmenté durant la crise asiatique, puis de nouveau en 2000. Si rien ne permet de penser que le risque-pays ou le risque de crédit ont joué un rôle notable dans le gonflement rapide observé récemment, l'interaction des anticipations de change avec l'écart de taux entre dépôts en devises et en monnaie locale apparaît être la principale explication du phénomène. De ce point de vue, la forte baisse des taux du dollar EU ainsi que la diminution des rendements résultant de l'imposition de réserves obligatoires peuvent rendre moins attrayants les dépôts en devises. Plus précisément, le report sur les devises en anticipation d'une dépréciation du change sera sans doute, prochainement, moins prononcé qu'en 2000. Parallèlement, toutefois, ces anticipations de change refléteront vraisemblablement l'évolution des marchés boursiers mondiaux et des mouvements de capitaux correspondants.

Sans prime de rendement sur le dollar EU, les dépôts pourraient moins réagir au change

## Déterminants de l'expansion des dépôts en devises à Taiwan: confirmation empirique

Nous avons effectué des régressions pour vérifier si les données corroborent notre analyse selon laquelle les dépôts en devises à Taiwan augmentent quand une dépréciation du nouveau dollar de Taiwan est anticipée, lorsque le taux des dépôts en dollars EU est supérieur à celui des dépôts en monnaie locale et en période de baisse de la Bourse. Les coefficients obtenus (ci-dessous), tous de signe correct et significatifs, apportent une confirmation.

Période d'échantillon: janvier 1991-mars 2001

$$F_t = 0,041 + 0,034 e_{t-1} + 0,212RD_t - 0,004S_t$$

(3,7)      (5,6)            (2,4)            (- 3,4)

$$R^2 = 0,29 \quad DW = 1,65$$

où

$F_t$  = variation, hors effets de change, des dépôts en devises, exprimés en % de M2  
 $e_{t-1}$  = variation différée, en %, du cours TWD/USD  
 $RD_t$  = écart de taux d'intérêt à 1 mois (taux USD – taux TWD)  
 $S_t$  = variation, en %, de l'indice boursier pondéré de Taiwan

Entre parenthèses: test de Student

Nous avons également vérifié l'hypothèse selon laquelle l'expansion des dépôts en devises est plus sensible à une dépréciation donnée lorsque l'écart de taux est favorable au dollar EU. Pour cela, nous avons introduit une variable fictive  $d_t$  égale à 1 lorsque le taux USD est supérieur au taux TWD et à 0 dans le cas contraire et avons effectué des régressions successives sur chacun des nouveaux termes suivants:  $d_t$ ,  $d_t(e_{t-1})$  et  $d_t(e_{t-1}RD_t)$ .

$$F_t = 0,036 + 0,026 e_{t-1} + 0,169RD_t - 0,003S_t + 0,49 d_t(e_{t-1}RD_t)$$

(3,3)      (4,0)            (1,9)            (- 3,3)      (2,6)

$$R^2 = 0,33 \quad DW = 1,83$$

Les estimations ponctuelles laissent penser que l'existence d'une prime de rendement en faveur des dépôts en devises accélère le report sur ces dépôts ou les rend plus sensibles aux fluctuations de change récentes. Cependant, ces estimations ne sont significatives que dans le cas de  $d_t(e_{t-1}RD_t)$ .

## La constitution de sûretés sur les marchés de gros

Depuis quelques décennies, des accords bilatéraux de constitution de sûretés sont de plus en plus utilisés pour couvrir les risques de contrepartie dans les transactions de gros. Un rapport du Comité sur le système financier mondial (CSFM), souvent appelé rapport Johnson<sup>1</sup>, a montré que des carences dans les pratiques adoptées à cet égard avaient provoqué des dysfonctionnements sur les marchés à l'automne 1998. Le CSFM a ensuite constitué le Groupe de travail sur les sûretés, chargé d'en étudier l'utilisation et qui a publié son rapport en mars dernier<sup>2</sup>. Ses principales conclusions sont présentées ci-après.

### Utilisation des sûretés: pratiques suivies

L'utilisation des sûretés a progressé rapidement ces dernières années, sous l'effet de la multiplication des transactions sur titres et dérivés, du développement des systèmes de règlement et de paiement garantis et de l'expansion de l'activité financière dans le monde. L'attention accrue accordée à la gestion des risques, renforcée par une série de perturbations de marché dans les années 90, a contribué à l'essor des opérations financières dans lesquelles les sûretés aident à gérer des risques de crédit importants, notamment entre courtiers, ou des risques de contrepartie dans le cadre d'expositions complexes aux risques de marché. Par rapport à d'autres techniques d'atténuation du risque de crédit, la constitution de sûretés présente deux avantages distincts, qui peuvent en expliquer le succès: des coûts de transaction relativement faibles, avec une certaine standardisation de ces dispositifs qui se prête bien aux opérations à court terme comportant un grand nombre de contreparties, et, contrairement à d'autres techniques telles que garanties ou dérivés de crédit, une protection réalisable.

L'utilisation  
des sûretés  
progresses ...

---

<sup>1</sup> Comité sur le système financier mondial (1999): *A review of financial market events in autumn 1998*, Bâle, octobre.

<sup>2</sup> Comité sur le système financier mondial (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, Bâle, mars: <http://www.bis.org/publ/cgfs17.htm>. Le Groupe de travail sur les sûretés était présidé par Christine Cumming, Banque de Réserve fédérale de New York.

... sur les marchés des opérations de pension ...

Les intervenants comme les banques ou les courtiers en valeurs mobilières utilisent principalement les sûretés dans trois de leurs activités de gros, à commencer par les opérations de pension. Les améliorations en termes d'infrastructure financière, de cadre juridique et de techniques de gestion des risques ont facilité l'utilisation des pensions, qui s'est rapidement développée en liaison avec la multiplication généralisée des transactions (tableau 1).

... dans les opérations sur dérivés ...

Le deuxième domaine dans lequel des sûretés sont fréquemment constituées est celui des marchés dérivés. En couvrant ainsi leurs expositions, les établissements financiers gèrent les risques de marché moyennant un risque de contrepartie limité. Cela facilite la gestion et la maîtrise du risque de crédit global dans les opérations de négociation et permet une utilisation plus efficace des fonds propres économiques et réglementaires. Sur le gré à gré, cette pratique est devenue plus courante, bien que les opérations non garanties soient encore les plus fréquentes. Le fait que les opérateurs des marchés de gré à gré ont généralement obtenu des notations élevées explique en partie cette situation.

... et dans les systèmes de paiement et de règlement

Les systèmes de paiement et de règlement sont le troisième domaine où les sûretés sont de plus en plus utilisées. Dans de nombreux pays, des crédits intrajournaliers peuvent être obtenus auprès des banques centrales, dans le cadre des systèmes à règlement brut en temps réel (RBTR), pour les paiements de gros montant, à condition d'être intégralement garantis par des sûretés. Ces systèmes assurent rapidement le caractère définitif du règlement, tandis que la couverture des soldes débiteurs par des sûretés protège la banque centrale contre des pertes éventuelles. L'autre intérêt de cette méthode est que les intervenants sont moins tenus d'évaluer la solvabilité de

Marché des pensions dans certains pays <sup>1</sup>										
	Transactions avec l'ensemble des contreparties								Transactions hors EMF <sup>2</sup>	
	États-Unis <sup>3</sup> USD	France <sup>4</sup> EUR <sup>10</sup>	Royaume-Uni <sup>5</sup> GBP	Japon <sup>6</sup> JPY	Italie <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Allemagne <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Belgique EUR <sup>10</sup>	Suède <sup>8</sup> SEK	Zone euro <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>	Pays-Bas <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>
1990	777,8				11,0					
1995	1 520,4	240,3		11 079,8	77,3					
1996	1 649,8	322,8		11 945,5	85,2					
1997	2 194,5	320,2	74,9	9 979,5	87,4				211,0	
1998	2 372,0	296,4	97,1	11 516,5	93,3				183,9	
1999	2 517,1	159,1	102,5	20 798,6	122,5	81,2	111,7		155,3	
2000	2 636,8	149,1	138,2	22 661,0	163,7	137,8	97,7	400,0	186,2	6,2
en dollars EU										
2000	2 636,8	240,0 <sup>7</sup>	206,0	197,2	137,8	119,6	90,9	42,2	173,3	5,8

<sup>1</sup> Encours en fin d'année, en milliards; 2000: dernières données disponibles; chiffres convertis au cours de change de fin d'année. Les données ne sont pas exactement comparables, les définitions variant d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Établissements monétaires et financiers. <sup>3</sup> Mises et prises en pension par les spécialistes en titres du Trésor EU. <sup>4</sup> Mises en pension par les spécialistes en titres du Trésor français. <sup>5</sup> Pensions sur fonds d'État; période de douze mois se terminant en novembre. <sup>6</sup> Encours total des pensions sur obligations. <sup>7</sup> Pensions des EMF internes avec d'autres secteurs. <sup>8</sup> Pensions sur titres d'État et titres hypothécaires, estimation sommaire. <sup>9</sup> Pensions internes des EMF. <sup>10</sup> Taux de conversion euro appliqué pour chaque année.

Tableau 1

chaque contrepartie. Cela facilite le fonctionnement des systèmes de paiement, dans lesquels les expositions au risque peuvent changer très vite et où les contreparties ne sont pas toujours connues à l'avance.

Les actifs les plus fréquemment utilisés comme sûretés ont toujours été les espèces et les obligations d'État<sup>3</sup>. Or, face à l'accroissement de la demande de sûretés et à la diminution du stock de tels titres, les marchés ont évidemment été contraints de s'adapter, notamment en élargissant la gamme des actifs acceptés comme sûretés. Les actions entrant dans les principaux indices ont aussi été reconnues dans une certaine mesure, en raison de leur liquidité élevée. Une autre façon de s'adapter à l'évolution de l'offre et de la demande consiste à utiliser les sûretés avec plus de parcimonie. Les gros opérateurs s'emploient activement à diminuer leurs positions de règlement et à réduire la liquidité et les sûretés nécessaires dans le cadre des mécanismes de paiement et de règlement. L'intérêt se porte de plus en plus, en particulier, sur la possibilité d'accroître le rôle de contrepartie centrale des chambres de compensation pour les marchés où la compensation s'effectue lentement ou sur une base bilatérale.

Élargissement de la gamme des actifs utilisés comme sûretés

## La gestion des risques permet d'exploiter les avantages des sûretés

Le créancier qui reçoit des sûretés est moins tenu de surveiller la solvabilité d'un grand nombre de contreparties. Il doit, en revanche, faire porter son attention sur les risques relatifs aux sûretés elles-mêmes, et notamment sur la solvabilité de leurs émetteurs et la liquidité des marchés où elles se négocient. L'utilisation de sûretés présentant de faibles risques de crédit et de liquidité allège la gestion des risques liés aux sûretés et, partant, le coût de cette utilisation. Cela explique la préférence des opérateurs pour les obligations d'État et les espèces.

Les sûretés à faible risque allègent la gestion des risques ...

Pourtant, même le recours à des actifs présentant un faible risque ne saurait se substituer à une véritable gestion des risques associés aux sûretés, car leur détenteur peut se voir confronté à des expositions non couvertes alors même que la valeur des sûretés reste stable. Dans les contrats de gré à gré, la valeur des positions garanties par des sûretés est appelée à changer. Les fluctuations de la valeur de marché des opérations sur dérivés, par exemple, sont fondamentalement aléatoires et peuvent être assez importantes. De plus, les expositions non couvertes peuvent être dues au temps nécessaire pour réaliser les phases opérationnelles du processus de constitution des sûretés.

... mais ne sauraient se substituer à la gestion des risques associés aux sûretés

L'élargissement de la gamme des actifs utilisés comme sûretés, en vue d'inclure les obligations d'émetteurs privés ou les actions, rend la gestion des

---

<sup>3</sup> En théorie, les espèces sont les sûretés idéales. Les actifs traditionnellement utilisés comme sûretés, tels que titres et obligations d'État, présentent des caractéristiques qui en font quasiment des substituts d'espèces. Dans la pratique, les sûretés en espèces sont constituées sous forme de dépôts bancaires et sont donc exposées aux risques opérationnels inhérents au transfert de ces dépôts ou au risque de défaillance de l'établissement dépositaire.

Difficultés posées par l'élargissement de la gamme des actifs utilisés comme sûretés ...

risques encore plus indispensable. En général, il devient plus malaisé d'évaluer l'exposition potentielle au risque après avoir accepté des sûretés. La volatilité de leur prix peut être élevée et variable et, en cas de faible liquidité, leur valeur de liquidation difficile à estimer. De plus, évaluer la nature de la corrélation entre la position ainsi couverte et l'actif utilisé à cet effet rend les choses plus complexes. Une corrélation négative augmente l'exposition et le risque de crédit, car la valeur des sûretés diminue à mesure que le risque de contrepartie augmente. Elle peut être négative, par exemple, si des doutes apparaissent sur la solidité du système bancaire et que des effets bancaires servent de sûretés.

... et possibilité d'aménagements dans la gestion des risques

Pour l'essentiel, la gestion des risques liés aux sûretés peut se faire de trois manières. Dans la première, il s'agit de mieux se protéger contre une augmentation des expositions potentielles, en prenant des marges de sécurité plus importantes. La deuxième méthode revient à choisir des sûretés qui évoluent en général de pair avec la valeur de la position couverte; ce type de protection peut toutefois être sensible aux changements des conditions de marché et n'est donc pas parfait. La troisième consiste à réduire la durée de l'exposition en modifiant les conventions et en améliorant l'infrastructure de marché, notamment par des appels de marge plus fréquents. Le recours à des techniques de gestion des sûretés de plus en plus complexes a des répercussions sur les marchés où les positions sont ainsi couvertes et sur ceux des instruments servant de sûretés. À titre d'exemple, l'utilisation de systèmes plus élaborés tend à durcir l'accès aux marchés où les transactions sont garanties, surtout pour les courtiers.

## Impact systémique de l'utilisation des sûretés

Le nantissement renforce l'efficacité ...

L'utilisation des sûretés renforce l'efficacité du système financier. L'indication de solvabilité à travers l'offre de sûretés résout en partie le problème de l'asymétrie de l'information et atténue le rationnement du crédit, élargissant ainsi l'accès aux marchés. Le fonctionnement de ceux-ci s'en trouve donc amélioré, car l'augmentation du nombre d'intervenants tend à aviver la concurrence et à accroître la profondeur et la liquidité des marchés. De plus, la diminution des coûts d'information favorise le déploiement de systèmes de paiement et de règlement solides ainsi que de mécanismes de compensation sur les marchés où les contreparties et les expositions au risque changent souvent rapidement.

... et la stabilité de l'ensemble du système financier

La réduction du risque envers chaque contrepartie peut également renforcer la stabilité de l'ensemble du système financier. De nombreux marchés de gros, comme les marchés interbancaires internationaux et ceux des dérivés de gré à gré, n'introduisent pas de véritable différenciation en matière de tarification entre contreparties à haut risque et à faible risque<sup>4</sup>. Ils

---

<sup>4</sup> Henri Bernard et Joseph Bisignano (2000): «Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure», *BIS Working Papers*, n° 86, mars.

sont sujets à des phénomènes de resserrement du crédit et de désengagement soudain des prêteurs, surtout en période de tensions. La protection qu'offre la possibilité de réalisation des sûretés peut tempérer quelque peu cette tendance qu'ont alors les flux de crédits et de liquidités à se gripper sur les marchés de gros, notamment sur ceux qui ne se trouvent pas à l'épicentre du choc initial. Ainsi, les marchés des pensions et des contrats à terme négociés sur les marchés organisés sont souvent relativement résistants et ne sont guère l'objet d'un resserrement du crédit en cas de turbulences. Concrétiser ces avantages passe toutefois impérativement par une gestion appropriée des risques inhérents aux sûretés.

Si ces effets d'atténuation du risque sont incontestables, l'utilisation généralisée des sûretés sur les marchés de gros peut néanmoins engendrer des externalités négatives. Elle peut, d'une part, avoir un effet négatif sur les créanciers chirographaires et, de l'autre, déstabiliser le système financier si ces sûretés ne sont pas correctement gérées.

Possibilité  
d'externalités  
négatives

Si des sûretés sont fournies pour couvrir des positions existantes, l'opération aura une incidence sur les créanciers chirographaires de leur fournisseur, car les actifs remis ne pourront plus servir à garantir d'autres obligations. De plus, étant donné que, sur les marchés de gros, seuls les actifs d'une qualité relativement élevée sont habituellement acceptés comme sûretés, la qualité moyenne des autres baissera. Par conséquent, les créances des créanciers chirographaires seront couvertes par des actifs moins nombreux, moins liquides et présentant davantage de risques. Si les sûretés sont utilisées pour soutenir l'activité de l'entreprise, les actifs existant précédemment restent disponibles pour leurs créances. Cependant, l'endettement s'alourdira si l'expansion de l'activité n'est pas confortée par une augmentation de capital, ce qui constitue un accroissement des risques pour ces créanciers. En général, le seul moyen d'évaluer le changement réel de la position de risque des créanciers chirographaires est de mener une analyse dynamique tenant compte des effets de la constitution de sûretés sur la composition de l'activité et la capacité bénéficiaire de la contrepartie apportant les sûretés. Si les sûretés permettent de développer les activités de l'entreprise dans des domaines nouveaux et rentables, l'exposition au risque des créanciers chirographaires peut même s'améliorer.

Incidence sur  
les créanciers  
chirographaires

Indépendamment de l'incidence nette qu'elles produisent d'un point de vue dynamique sur les créanciers chirographaires, les sûretés amènent ceux qui les reçoivent à être moins vigilants. Si ces derniers s'en remettent à ces sûretés et relâchent leurs efforts de surveillance, tous les prêteurs, chirographaires ou non, seront touchés s'ils ne parviennent pas alors à déceler une augmentation du risque de défaillance de leur fournisseur.

## Les sûretés en période de tensions

Les études de cas ci-dessous, qui concernent des épisodes tumultueux sur les marchés et la défaillance d'un établissement, montrent comment l'utilisation des sûretés peut modifier la dynamique de marché.

### *Événements de l'automne 1998 sur les marchés des capitaux*

La défaillance de la Russie sur sa dette en roubles s'est traduite, pour certains investisseurs, par de lourdes pertes et a amené les acteurs du marché à reconsidérer le risque de crédit. Il en est résulté une sorte de recherche généralisée de la liquidité, déclenchée par un appel de marge à l'échelle mondiale, la dynamique liée aux sûretés ayant joué un rôle clé dans ce processus. Certaines des positions touchées étaient constituées à partir de fonds empruntés dans le cadre de mécanismes de financement assortis de sûretés, tels que prêts de titres, pensions, comptes de marges sur les marchés à terme, assujettis à une évaluation quotidienne aux prix du marché. Dans un contexte d'incertitude et de prudence accrues, beaucoup d'intervenants ont réduit leur activité et limité leurs expositions. En parallèle, les conditions liées aux sûretés ont été renforcées sur plusieurs segments, signe de la montée des préoccupations au sujet du risque de contrepartie. Par voie de conséquence, la liquidité a fortement diminué sur de nombreux marchés, les écarts cours vendeur-acheteur se sont creusés et les grosses opérations sont devenues plus difficiles à réaliser.

La crise de 1998 a clairement montré qu'un important risque de crédit non garanti peut résulter d'expositions potentielles au titre de positions couvertes par des sûretés qu'il importe de liquider. Elle a révélé, en outre, les liens étroits entre degré d'endettement, risques de marché, mécanismes de financement, utilisation des sûretés et liquidité des marchés des actifs. S'agissant de la constitution de sûretés, trois facteurs ont contribué à la gravité de la crise. Premièrement, le recours aux sûretés a occasionné un niveau d'endettement qui s'est révélé excessif en période de tensions. Deuxièmement, les opérateurs ont trop misé sur la protection qu'offrent les sûretés et le système de dépôts de garantie quotidiens, sous-estimant les conséquences de fortes fluctuations des prix sur les niveaux d'exposition. Troisièmement, la prise de conscience tardive de ces conséquences a entraîné un durcissement des règles relatives aux sûretés, qui a sensiblement aggravé les tensions sur la liquidité.

### *Défaillance du fonds Granite en 1994*

Le fonds Granite menait une stratégie d'arbitrage sur des titres adossés à des hypothèques (TAH), particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt, car leur cours reflète également la valeur de la clause de remboursement anticipé prévue dans les crédits hypothécaires sous-jacents. En 1994, la position de Granite s'est nettement dévalorisée, à la suite d'un durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Alors que sa situation continuait à se dégrader, Granite a dû faire face à une série d'appels de marge. Plusieurs de ses contreparties, qui n'avaient pas surveillé leur exposition au risque de crédit, ont soudain pris conscience qu'elles étaient en situation de sous-nantissement. D'autres, en surnantissement, ont cependant refusé de laisser Granite liquider différentes positions excédentaires. L'effondrement de Granite s'est produit lorsque les courtiers ont commencé à liquider ses positions pour répondre aux appels de marge. Les marchés de TAH se sont révélés particulièrement peu liquides et les courtiers ont découvert qu'il leur était difficile de dénouer des transactions pour récupérer les titres qu'ils avaient eux-mêmes utilisés dans des opérations de pension.

En ce qui concerne la gestion des sûretés, l'affaire Granite souligne trois aspects. Des modifications importantes des évaluations peuvent apparaître lorsque les titres utilisés comme sûretés se négocient sur un marché où la liquidité peut évoluer brutalement. Les clauses de constitution de sûretés n'avaient pas tenu compte des corrélations existant entre solvabilité de la contrepartie et valeur des sûretés; les effets de ces deux facteurs ont été accentués par une gestion des risques défaillante: les évaluations des positions et des sûretés par les contreparties étaient effectuées de manière trop négligente et trop rarement. Confrontées au problème, elles ont alors réagi en durcissant brusquement les conditions, ce qui a amplifié les difficultés.

### *Répercussions du krach boursier de 1987 aux États-Unis*

La chute brutale des cours des actions, le 19 octobre 1987, a entraîné une très forte demande de liquidité de la part des courtiers et investisseurs. L'effondrement du marché des actions a été déclenché par des ventes massives liées à des stratégies «d'assurance de portefeuille». Les cessions sur les marchés au comptant, à terme et d'options ont provoqué des déséquilibres reflétant la dynamique des sûretés. Différentes méthodes de dépôts de garantie étaient utilisées sur ces marchés. Dans des conditions normales, c'est-à-dire dans un contexte de fluctuations modérées des cours, les intervenants ayant des positions opposées sur les marchés au comptant et à terme pouvaient gérer facilement l'asymétrie des flux de trésorerie résultant des appels de marge quotidiens sur le marché à terme et initiaux seulement sur le marché au comptant. Du fait de l'effondrement des cours, les appels de marge dans la journée et en fin de séance sont devenus considérables, d'où des besoins de trésorerie énormes et imprévus. L'incapacité de réaliser des plus-values sur un marché pour répondre aux appels de marge sur un autre a exercé de puissantes tensions sur la liquidité. Même si les sûretés n'ont pas été à l'origine du problème, la vente forcée de positions face aux appels de marge a contribué à des cessions excessives et à une réaction décuplée des cours, tandis que les divergences entre les conventions de dépôts de garantie se sont avérées être l'une des principales sources de ces tensions.

Divers épisodes de turbulences sur les marchés des capitaux donnent à penser que les pratiques suivies en matière de sûretés peuvent avoir un impact négatif sur ces marchés en cas de tensions (encadré); ils ont révélé trois insuffisances susceptibles d'y aggraver les déséquilibres. Premièrement, dans la période précédant la crise, les opérateurs ont trop compté sur l'efficacité des sûretés et appels de marge quotidiens, négligeant le risque lié à un effet de levier excessif de la part des grosses contreparties et les possibilités de variations brutales des expositions en cas de fortes fluctuations des cours. Deuxièmement, en s'empressant de réparer leurs erreurs et de durcir les règles relatives aux sûretés, les opérateurs ont aggravé la situation. Le fait de relever les appels de marge et/ou d'imposer des volants de sécurité plus importants en période de perturbations peut amplifier les tensions sur la liquidité, à la fois pour les établissements financiers qui doivent se procurer des sûretés supplémentaires et sur les marchés où les opérateurs tentent de céder des actifs pour obtenir des liquidités. Troisièmement, le recours à des pratiques différentes sur les divers segments du marché (comptant, terme et options) peut provoquer des contraintes de liquidité, même pour les établissements dont les positions sont couvertes. Le problème est qu'ils peuvent être confrontés à des appels de marge dans un compartiment, sans pouvoir y répondre au moyen de montants reçus dans un autre.

Bien que les appels de marge et le durcissement général des règles relatives aux sûretés puissent accentuer les contraintes de liquidité en période de tensions financières, certains effets déstabilisants des sûretés observés durant les événements analysés ont été étroitement liés à des déficiences dans la gestion des risques associés aux sûretés et aux contreparties. Si les appels de marge semblent être la conséquence inévitable d'une augmentation de la volatilité sur un marché recourant à la constitution de

Impact sur la dynamique des marchés des capitaux ...

... reflétant des insuffisances dans la gestion des risques

sûretés, une gestion appropriée des risques permet, en principe, de faire face à un effet de levier excessif et à une réaction démesurée, conséquence d'insuffisances antérieures dans la gestion des risques.

## Perspectives

Importance croissante de l'atténuation du risque de crédit

L'utilisation des sûretés et l'offre d'actifs pouvant jouer ce rôle devraient continuer à évoluer au cours des prochaines années. Au fil du temps, l'intensification de la concurrence à la fois dans la sphère financière et dans l'économie réelle a eu tendance à éroder les marges bénéficiaires et a contribué à la détérioration de la solvabilité moyenne des contreparties bancaires et non bancaires. Le resserrement de ces marges dans le secteur financier incite à prendre davantage de risques, ce qui devrait développer les opérations garanties par des sûretés. Un autre facteur joue également dans ce sens; il s'agit de la concentration des établissements financiers ainsi que des infrastructures financières, illustrée par le recours croissant à des contreparties centrales. Un troisième facteur d'influence réside dans l'existence et le coût de substituts comme la titrisation ou les dérivés de crédit. En fait, le regain d'attention accordé à l'atténuation du risque de crédit, conjugué à une participation plus large sur les marchés des capitaux, ne peut que renforcer l'utilisation des sûretés.

Accroissement de la demande de sûretés dans les systèmes de paiement et de règlement

La progression sensible de l'utilisation des sûretés est particulièrement manifeste dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement. Comme il est nécessaire d'y utiliser des sûretés de haute qualité pour garantir la liquidité intrajournalière (notamment dans les systèmes où le règlement s'effectue par le biais de comptes auprès d'une banque centrale) ou pour gérer les risques de crédit et de liquidité (comme dans de nombreux systèmes à règlement net), il en résulte des coûts pour les utilisateurs directs et indirects. Or, les opérations réalisées par l'intermédiaire de ces systèmes sont importantes et en constante augmentation.

Le fait de disposer d'un lot variable d'actifs servant de sûretés ...

Plusieurs grands pays ont déjà commencé à répondre à l'accroissement de la demande de sûretés sur les marchés de gros en disposant d'un lot variable de sûretés, d'autres ajustements restant possibles. Les évolutions des prix des différentes catégories de sûretés pourraient inciter à augmenter l'offre de sûretés à faible risque en titrisant des actifs et en créant d'autres titres liquides présentant un risque de crédit minime. Les ajustements concernant la demande de sûretés consistent notamment à accepter un éventail plus large d'actifs ou à utiliser avec plus d'efficacité le stock existant, par exemple en recourant davantage à la compensation et à des contreparties centrales.

... entraînera des ajustements dans les modes d'utilisation des sûretés ...

Compte tenu des effets déstabilisateurs que peut avoir une mauvaise gestion des sûretés, des changements dans les utilisations et les sources des sûretés conduisent à adapter les pratiques suivies. L'élargissement de la gamme des actifs servant de sûretés se traduira, pour le bénéficiaire, par une plus grande volatilité des prix, voire une corrélation plus étroite avec la position couverte ou la solvabilité de la contrepartie, ce qui impose une gestion prudente des risques. À cet effet, il importe de procéder à une solide

évaluation, tant au départ que par la suite, des sûretés et des contreparties. Elle devrait comporter des tests critiques très poussés, portant sur les expositions garanties ou non, les corrélations potentielles entre l'évolution des expositions couvertes par des sûretés et celle de la valeur de ces sûretés elles-mêmes, complétés par une évaluation destinée à montrer l'incidence probable des tensions de marché sur la liquidité et la solvabilité des principales contreparties.

L'externalisation de la gestion des risques liés aux sûretés au profit de contreparties centrales peut permettre de surmonter certaines difficultés: par exemple, en réduisant les expositions grâce à des mécanismes de positions nettes ou en confiant à une structure unique, mieux informée, la gestion et, si nécessaire, la réalisation des sûretés. Toutefois, le recours intense aux contreparties centrales peut également poser d'autres problèmes. La concentration d'un large éventail de risques au sein d'une seule structure proposant un service de marché essentiel soulève immédiatement la question du risque opérationnel. De plus, le risque de contagion aux autres marchés, par suite du regroupement des expositions aux risques de marché lors du règlement, peut s'en trouver fortement accru. Les contreparties centrales ne devraient donc pas être considérées comme un remède systématique au risque de contrepartie sur les marchés de gros. Leurs avantages ne se feront pleinement sentir que si les risques liés à leur utilisation sont parfaitement compris et correctement gérés.

... tels que  
le recours à  
des contreparties  
centrales

## Évolutions structurelles et réglementaires

### Initiatives et rapports concernant les établissements financiers

#### Avril

Le CBCB publie son enquête de 1999 sur la communication financière

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a publié les résultats de son enquête de 1999 sur la communication financière des banques, qui s'inscrit dans le cadre de ses efforts pour promouvoir une discipline de marché efficace dans les activités bancaires et financières en améliorant la communication<sup>1</sup>. Comme les années précédentes, le Comité examine les données quantitatives et qualitatives figurant dans les rapports des banques. Le degré d'information varie selon les domaines: les établissements présentent généralement les éléments de fonds propres, les provisions pour risque de crédit, leur méthode de diversification du risque de crédit et leurs conventions comptables, mais sont plus discrets sur la modélisation du risque de crédit ou le recours aux notations internes et externes. Les dérivés et la titrisation sont deux autres aspects négligés.

Recommandations du Groupe de travail sur la communication financière

Le Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière, parrainé par quatre autorités internationales du secteur financier<sup>2</sup>, a publié un rapport de portée internationale sur ce sujet<sup>3</sup>. S'appuyant sur des données recueillies dans neuf pays auprès de quarante-quatre établissements financiers, le Groupe de travail recommande notamment que la communication reflète les pratiques internes de gestion des risques. Les établissements devraient, par exemple, présenter: a) la valeur en risque pour une période (chiffres maximal, moyen, minimal et de fin de période), concernant les expositions gérées activement ou valorisées aux prix du marché; b) une analyse qualitative approfondie du risque de liquidité et de

---

<sup>1</sup> La communication financière constitue le troisième pilier du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, les deux autres étant les exigences minimales de fonds propres et le processus de surveillance prudentielle.

<sup>2</sup> Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA); Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB); Comité sur le système financier mondial des banques centrales du G 10 (CSFM); Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

<sup>3</sup> *Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, AICA, CBCB, CSFM et OICV, Bâle, avril 2001.

refinancement; c) des informations sur les expositions au risque de crédit, ventilées par type d'exposition ou département opérationnel, qualité de crédit et échéance. Le rapport ajoute que d'importantes lacunes de la communication seraient comblées si les établissements publiaient des données quantitatives sur des questions telles que le risque de liquidité. Il précise néanmoins qu'il faudrait encore développer les concepts et méthodes d'évaluation des risques avant de pouvoir se prononcer sur la nature de ces informations.

La Commission européenne a présenté un projet de directive visant à instaurer un contrôle consolidé des conglomérats financiers. La proposition, qui exigerait une coopération plus étroite entre autorités de contrôle des différents secteurs, assurerait une égalité de traitement en alignant les règles applicables aux conglomérats sur celles qui régissent les groupes financiers homogènes. Elle s'inscrit dans le contexte du processus de concentration des services financiers en Europe.

La Commission européenne propose une directive sur les conglomérats financiers

### *Mai*

Le CBCB a publié un document examinant les principes de gestion des risques pour la banque électronique<sup>4</sup>. Considérant qu'il pourrait être contre-productif d'introduire des exigences détaillées dans ce domaine en rapide évolution, le Comité a préféré formuler des orientations générales, définissant quatorze principes destinés à aider les banques à développer les politiques et méthodes qu'elles appliquent à cet égard.

Le CBCB publie des principes de gestion des risques pour la banque électronique

Un Groupe de travail du CBCB sur les opérations bancaires transfrontières, comprenant certains membres du Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire, a rédigé les éléments essentiels d'une déclaration de coopération régissant les échanges bilatéraux entre autorités de contrôle bancaire de différents pays (et, le cas échéant, avec les autres responsables prudeniels du secteur financier)<sup>5</sup>. Cette déclaration constituera un cadre général accordant aux signataires suffisamment de latitude et de souplesse pour convenir de modalités ou responsabilités supplémentaires.

Un groupe de travail du CBCB propose un cadre pour la coopération entre autorités de contrôle

Le Conseil des ministres de l'Union européenne et le Parlement européen ont adopté une directive visant à moderniser les règles comptables dans l'Union en appliquant certaines méthodes de comptabilisation à la juste valeur. Cette modification a pour but de prendre en compte l'évolution du marché et les nouvelles normes comptables internationales, pour que les entreprises européennes puissent satisfaire plus facilement aux exigences de communication en vigueur sur les marchés financiers internationaux où elles collectent des fonds. Bien que la directive concerne également les banques, la Commission a précisé qu'il ne s'agissait pas d'introduire une comptabilisation «intégrale» à la juste valeur, option dont elle évaluera les avantages le moment venu.

L'Union européenne adopte une directive modernisant les règles comptables

---

<sup>4</sup> *Risk management principles for electronic banking*, CBCB, Bâle, mai 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>5</sup> *Essential elements of a statement of cooperation between banking supervisors*, CBCB, Bâle, mai 2001 ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

## *Juin*

Le CBCB présente un calendrier révisé pour le Nouvel accord de Bâle

Le CBCB a annoncé une révision du calendrier d'achèvement et d'application du Nouvel accord de Bâle. Une proposition complète et détaillée sera soumise à un nouveau cycle de consultation début 2002 et parachevée courant 2002. Le Comité envisage de mettre en œuvre le Nouvel accord en 2005. Les échéances initiales ont été modifiées pour lui permettre d'intégrer les nombreux commentaires qu'il a reçus et de formuler, en coopération avec la profession, les meilleures propositions possibles. Le CBCB a confirmé certaines décisions. Premièrement, il est fermement attaché à la structure reposant sur trois piliers et à l'objectif consistant à mieux différencier les exigences de fonds propres en fonction du risque. Deuxièmement, il réaffirme son intention de maintenir le niveau de fonds propres réglementaires pour la majorité des banques dans l'approche standardisée révisée et précise que les banques devraient être encouragées à délaisser l'approche standardisée pour celle des notations internes et à adopter les méthodes les plus avancées en matière de risque de crédit. Le Comité pense notamment qu'il faudra revoir à la baisse le calibrage des pondérations à utiliser, dans la méthode simple des notations internes, pour les portefeuilles vis-à-vis d'entreprises ou de particuliers. Troisièmement, il ajoute que l'objectif de 20% pour le ratio de fonds propres au regard du risque opérationnel, trop élevé, devrait être réduit. Quatrièmement, il estime nécessaire de poursuivre les efforts pour garantir un traitement adéquat du risque de crédit afférent aux PME, ce qui pourrait se traduire par une diminution des fonds propres correspondants par rapport aux propositions de janvier 2001.

Le Canada réforme son secteur financier

Le gouvernement canadien a présenté un projet de réforme du secteur financier. L'un des changements majeurs est la redéfinition des «banques à actionnariat large», qui permet à un actionnaire, dont la compétence et l'honorabilité sont reconnues, de détenir jusqu'à 20% d'une catégorie d'actions avec droit de vote et 30% d'une catégorie sans droit de vote. Les banques pourront ainsi procéder à d'importants échanges de titres et même conclure des alliances stratégiques ou créer des coentreprises<sup>6</sup>.

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

### *Avril*

L'ISDA annonce une nouvelle documentation pour les contrats d'échange sur défaillance ...

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), par l'intermédiaire de son Credit Derivatives Market Practice Committee, a annoncé être parvenue à un consensus sur la documentation à fournir concernant la restructuration des prêts dans ses contrats d'échange sur défaillance. Lors de son assemblée générale ordinaire, à Washington, elle a présenté un projet comprenant un

---

<sup>6</sup> Toutefois, la Loi sur les banques continuera d'interdire le contrôle d'un grand établissement financier par un actionnaire ou groupe d'actionnaires unique.

supplément à ses *Credit Derivatives Definitions* de 1999. Dorénavant, ces contrats pourront être négociés avec ou sans clause de restructuration. Dans ce dernier cas, et dans certaines circonstances, l'échéance des obligations livrables après restructuration sera réduite afin de limiter l'option des titres les moins chers à livrer, qui a suscité de récents problèmes. En outre, tous les actifs livrables devront être entièrement transférables et assortis d'une clause *pari passu* exigeant de l'acheteur de protection qu'il livre un titre de même rang que celui d'origine. De plus, le nouveau dispositif devrait mieux protéger les vendeurs de protection en cas de restructuration, en préservant la valeur et la transférabilité des actifs livrables en cas de dénouement par livraison physique (procédure habituelle). Il devrait aussi renforcer la liquidité du marché. Le problème des restructurations de dette étant réglé, l'ISDA a déclaré qu'elle allait se consacrer aux autres questions de documentation, notamment à celle de la succession en cas de dissolution d'une entreprise.

... qui limite l'échéance des actifs livrables

### Mai

La Commission européenne a présenté un projet de directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, qui vise à renforcer les normes sur l'intégrité des marchés de titres dans l'Union européenne. Elle a aussi pour objet de réduire les éventuelles incohérences et lacunes par la création d'un cadre élémentaire régissant la répartition des responsabilités, l'application des règles et la coopération au sein de l'Union. Un autre projet de directive introduirait un «passeport unique pour les émetteurs», de sorte qu'un prospectus approuvé par l'autorité du pays d'origine de l'emprunt autoriserait son lancement ou sa négociation sur les marchés réglementés de l'Union tout entière, ce qui simplifierait la soumission des prospectus et la levée de capitaux. Ces deux projets sont les premiers à voir le jour en vertu du processus législatif simplifié préconisé en février 2001 par le Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières (qui distingue les principes-cadres généraux de l'application technique détaillée - voir ci-après)<sup>7</sup>.

La Commission européenne propose deux directives: l'une sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché ...

... l'autre sur le «passeport unique pour les émetteurs»

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis ont annoncé un projet de règles communes pour l'application de nouvelles dispositions législatives concernant les contrats à terme sur titres. Le Commodity Futures Modernization Act de 2000 (CFMA) a levé l'interdiction des contrats à terme sur actions individuelles ou indices boursiers étroits. En outre, les règles communes clarifieront la répartition des compétences réglementaires dans ce domaine: les instruments sur indices larges restent sous la juridiction exclusive de la CFTC, les autres étant réglementés conjointement par la CFTC et la SEC.

Aux États-Unis, la CFTC et la SEC annoncent des règles communes pour les contrats à terme sur titres

### Juin

Le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI) a publié son douzième rapport annuel<sup>8</sup>, qui met à jour sa liste de juin 2000 recensant

<sup>7</sup> Rapport trimestriel BRI, juin 2001, encadré p. 72.

Le GAFI met à jour sa liste de pays non coopératifs

les pays et territoires non coopératifs. Les Bahamas, les îles Caïmans, le Liechtenstein et Panama, qui ont entrepris des réformes importantes, n'y figurent plus<sup>9</sup>. Le rapport recommande également de nouvelles mesures (notamment la possibilité de renforcer la surveillance et la communication financière) à l'encontre de Nauru, des Philippines et de la Russie, à partir du 30 septembre 2001, en l'absence de législation combattant résolument le blanchiment.

La Commission européenne crée deux comités chargés des valeurs mobilières

Suite aux recommandations du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, la Commission européenne a créé le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) et le Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM). Le rôle crucial de ces deux organes consultatifs consistera à aider la Commission européenne à mettre en œuvre le Plan d'action pour les services financiers (PASF) et à accélérer le processus législatif. Le CEVM sera composé de représentants de haut niveau des États membres et conseillera la Commission en matière de politique relative aux valeurs mobilières. Il deviendra instance de réglementation dès qu'une procédure de codécision lui aura conféré les pouvoirs correspondants. Le CERVM, instance indépendante, réunit des représentants des autorités nationales chargées des marchés des titres. Il donnera à la Commission des avis sur les détails techniques de la législation relative aux valeurs mobilières. Il contribuera également à renforcer la coopération entre autorités de surveillance, pour une application plus cohérente au quotidien de la législation communautaire dans les États membres.

FESCO publie des propositions pour les nouveaux systèmes de négociation

Le Forum of European Securities Commissions (FESCO) a publié des projets de normes européennes communes pour les nouveaux systèmes de négociation (*alternative trading systems*, ATS). En effet, les règles actuelles ne couvrent pas parfaitement les risques spécifiques inhérents à la nature particulière des prestations assurées par les systèmes ATS. Les normes proposées visent à garantir une protection adéquate des utilisateurs et l'intégrité des marchés, en se concentrant sur les aspects suivants: agrément/enregistrement, transparence, règles de déclaration et prévention de la manipulation des marchés.

Aux États-Unis, la SIA approuve un code de bonne conduite pour les analystes financiers

Aux États-Unis, la Securities Industry Association (SIA) a approuvé un recueil des meilleures pratiques à l'intention des sociétés de courtage, pour assurer l'intégrité de leurs études et analyses boursières. Ces orientations, formulées par un comité de professionnels confirmés issus des quatorze principaux membres de la SIA, apportent une réponse aux préoccupations de l'opinion quant à l'impartialité des analystes, dont le travail pourrait être assujéti à la nécessité de remporter des mandats de prise ferme ou des contrats pour le financement d'entreprises. Le document traite tous les aspects du rôle des services d'analyse financière, afin de garantir l'objectivité,

---

<sup>8</sup> Le GAFI est un organisme international indépendant dont le secrétariat est assuré par l'OCDE.

<sup>9</sup> Pour un traitement plus approfondi, voir le *Rapport trimestriel BRI*, août 2000.

l'indépendance et une haute intégrité. Les principales recommandations sont les suivantes: les services d'étude ne devraient pas relever du département banque d'affaires, ni d'aucune autre unité susceptible de remettre en cause leur indépendance; les analystes devraient être encouragés à se prononcer sur le moment adéquat pour vendre aussi bien que pour acheter; ils ne devraient pas effectuer pour leur compte d'opérations contraires à leurs propres recommandations et devraient divulguer les avoirs qu'ils détiennent dans les entreprises faisant l'objet de leurs commentaires; enfin, leur rémunération ne devrait pas être directement liée aux recettes sur transactions de banque d'affaires, ventes et négociation, ni aux commissions de gestion.

La CFTC a déclaré avoir agréé BrokerTec Futures Exchange, LLC comme marché de contrats à terme. BrokerTec souhaite offrir des contrats à terme sur effets du Trésor américain à partir du troisième trimestre 2001. La procédure d'agrément s'est déroulée conformément aux dispositions du Commodity Exchange Act telles qu'amendées par le CFMA, qui facilite l'établissement de marchés de contrats à terme sur titres par les Bourses nationales, les associations nationales de valeurs mobilières ou de nouveaux systèmes de négociation (ATS).

Eurex, marché de dérivés germano-suisse, a fixé des limites sur les positions en contrats à terme sur titres échéance septembre 2001, afin d'encourager la reconduction rapide des positions ouvertes. Les limites, arrêtées en fonction du volume d'émission de l'obligation la moins chère à livrer, concernent les positions longues des intervenants (avec une distinction entre opérations pour compte propre et pour la clientèle). Autre progrès en termes de flexibilité de livraison, Eurex a réduit les pénalités de retard dans certains cycles de règlement.

Des représentants des Bourses de valeurs et de dérivés espagnoles ainsi que des responsables de leurs systèmes de compensation et de règlement ont signé un accord pour la création d'une société holding unifiée du nom de Bolsas y Mercados Españoles. Une modification de la législation ainsi qu'une valorisation des différentes entités seront préalablement nécessaires à la constitution de la nouvelle société, qui demandera ensuite son introduction en Bourse et cherchera éventuellement à s'allier avec d'autres places européennes.

Aux États-Unis, la CFTC agrée un nouveau type de marché à terme

Eurex limite les positions sur certains contrats à terme

En Espagne, les Bourses de valeurs et de dérivés unissent leurs marchés

## Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires

Mois	Instance	Fait marquant
Avril 2001	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication des résultats de l'enquête de 1999 sur la communication financière des banques
	Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière	Publication d'un rapport recommandant d'améliorer les pratiques de communication des intermédiaires financiers
	Commission européenne	Projet de directive sur le contrôle consolidé des conglomérats financiers
Mai 2001	International Swaps and Derivatives Association (ISDA)	Annonce par le Credit Derivatives Market Practice Committee de l'ISDA d'un dispositif couvrant la restructuration des prêts dans les contrats d'échange sur défaillance
	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication d'un document sur les pratiques de gestion des risques pour la banque électronique
	Groupe de travail sur les opérations bancaires transfrontières du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication d'un projet de déclaration définissant une coopération entre autorités de contrôle bancaire
	Conseil des ministres de l'UE et Parlement européen	Adoption d'une directive visant à moderniser les règles comptables dans l'UE
	Commission européenne	Propositions de directives sur i) les opérations d'initiés et les manipulations de marché et ii) le «passeport unique pour les émetteurs»
Juin 2001	Commodity Futures Trading Commission et Securities and Exchange Commission (États-Unis)	Annonce d'un projet de règles conjointes pour la négociation des contrats à terme sur titres
	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Annonce de la révision du calendrier d'achèvement et d'application du Nouvel accord de Bâle
	Securities Industry Association (États-Unis)	Approbation d'un code de bonne conduite à l'intention des analystes des sociétés de courtage
	Gouvernement canadien	Introduction d'une réforme de la législation régissant le secteur financier
	Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux	Mise à jour de la liste des pays non coopératifs en matière de lutte contre le blanchiment
	Commission européenne	Création du Comité européen des valeurs mobilières et du Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières
	Forum of European Securities Commissions	Publication de projets de normes européennes communes applicables aux nouveaux systèmes de négociation (ATS)
	Commodity Futures Trading Commission (États-Unis)	Agrément de BrokerTec Futures Exchange comme marché américain de contrats à terme
	Eurex	Limitation des positions en contrats à terme sur titres et réduction des pénalités pour livraison tardive
	Bourses de valeurs et de dérivés espagnoles	Signature d'un accord pour la création d'une société holding unifiée