

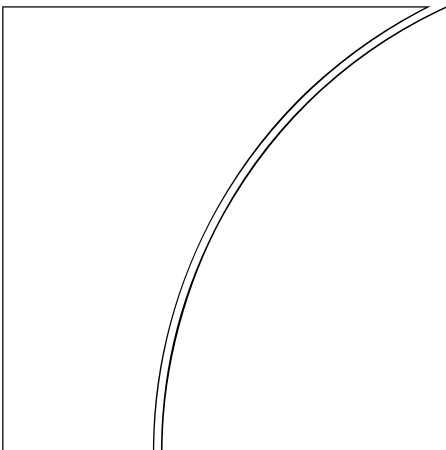


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Rapport trimestriel BRI

Décembre 2001

Activité bancaire et
financière internationale



Rapport trimestriel BRI
Département monétaire et économique

Comité de rédaction:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

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

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

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

Mél: publications@bis.org

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

La présente publication est disponible sur le site Internet BRI (www.bis.org).

© *Banque des Règlements Internationaux, 2001. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1019-9187

Également publié en allemand, anglais et italien.

Rapport trimestriel BRI

Décembre 2001

Activité bancaire et financière internationale

1. Vue d'ensemble: capacité de résistance avérée des marchés financiers	1
<i>Fonctionnement des marchés perturbé par les attentats</i>	2
<i>Retour rapide de la confiance sur les marchés des actions</i>	3
<i>Accentuation des courbes des rendements dans l'anticipation d'une</i> <i>reprise rapide</i>	6
<i>Élargissement des marges de crédit mais rebond des émissions</i> <i>d'obligations d'entreprises</i>	8
<i>Les marchés émergents affectés par l'aversion croissante pour</i> <i>le risque</i>	11
2. Marché bancaire	14
<i>Tassement de la demande de crédits interbancaires en dollars</i>	15
<i>Offre de crédits, mais pénurie d'emprunteurs aux États-Unis</i>	16
<i>Ralentissement moins sensible des flux vers la clientèle non bancaire</i> <i>européenne</i>	17
<i>Prêts aux économies émergentes réservés aux meilleures signatures ...</i>	18
Encadré: Crédits consortiaux internationaux: les meilleures signatures privilégiées	22
3. Marché des titres de dette	23
<i>Poursuite de la baisse des émissions nettes pour toutes les échéances</i>	23
<i>Repli particulièrement marqué des emprunts du secteur privé</i>	25
<i>Les pays en développement affectés par le ralentissement et</i> <i>les difficultés économiques</i>	27
<i>Chute des émissions en dollars et en euros</i>	28
4. Marchés dérivés	30
<i>Dans le compartiment monétaire, préférence pour les options,</i> <i>en raison d'une accélération des refinancements hypothécaires</i>	31
<i>Nouvelle contraction des contrats sur obligations</i>	33
<i>Repli des contrats sur indices boursiers, malgré les turbulences</i>	35
<i>Gré à gré: légère progression au premier semestre 2001</i>	36
Encadré: Enquête des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés	39

Études

Explication de la contraction mondiale des marchés des changes: l'enquête triennale 2001	40
<i>Avènement de l'euro</i>	41
<i>Concentration dans le secteur bancaire</i>	43
<i>Rôle croissant du courtage électronique</i>	44
<i>Évolution des parts respectives des divers acteurs</i>	46
<i>Conclusion</i>	47
<i>Références</i>	48

Courbes des rendements: de nouvelles références	49
<i>Rôle de référence des titres d'État</i>	49
<i>Les obligations d'entreprises se veulent des références</i>	52
<i>La dette garantie comme référence pour les échéances courtes</i>	55
<i>Les contrats d'échange de taux d'intérêt de plus en plus utilisés</i> <i>comme références</i>	56
<i>Conclusions</i>	58
<i>Références</i>	58
Incidence des fusions-acquisitions transatlantiques sur le cours dollar/euro	60
<i>Rétrospective sur les F-A et le cours dollar/euro</i>	62
<i>Mécanismes des F-A transfrontières</i>	63
<i>Calculs et estimations empiriques</i>	64
<i>Conclusion</i>	68
<i>Références</i>	69

Évolutions structurelles et réglementaires

<i>Initiatives et rapports concernant les établissements financiers</i>	71
<i>Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur</i> <i>infrastructure</i>	74
Encadré: Intensification de la lutte contre le blanchiment de capitaux après les attentats du 11 septembre	76
Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires	77

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: capacité de résistance avérée des marchés financiers

Les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis ont encore accru les incertitudes sur les marchés financiers mondiaux. Durant l'été, l'amenuisement des espoirs de reprise économique avait déjà affaibli les principaux marchés des actions et des problèmes étaient réapparus dans les économies émergentes. Au deuxième trimestre et au début du troisième, la plupart des catégories de flux financiers internationaux ont été en repli, les emprunteurs ayant entrepris une révision en baisse de leurs programmes d'investissement et une restauration de leurs bilans. Ces attentats ont porté un nouveau coup à la confiance des consommateurs et des entreprises et renforcé les anticipations de ralentissement mondial généralisé. Néanmoins, une fois le choc initial dissipé, les marchés ont recommencé à croire à une reprise courant 2002, en dépit de la persistance de données macroéconomiques défavorables.

Les événements tragiques de septembre ont eu pour effet immédiat d'interrompre le fonctionnement de certains marchés et d'inciter les investisseurs à se tourner vers les actifs présentant moins de risques. Les marchés américains des actions sont restés fermés quatre jours, tandis que ceux d'Europe et d'Asie, demeurés ouverts mais avec une suspension du négoce sur les actions des entreprises ayant leur siège aux États-Unis, ont enregistré une baisse des cours. Dans ce dernier pays, lors de la réouverture, les cours se sont aussi fortement repliés, mais moins que beaucoup ne l'avaient anticipé. Les dommages causés à New York à des opérations de courtiers, liaisons de communication et systèmes de compensation et de règlement ont momentanément perturbé l'activité de certains segments des marchés américains à revenu fixe.

Dans ces circonstances, le fonctionnement de la plupart des marchés et la confiance des intervenants ont fait preuve d'une remarquable résistance. Les autorités monétaires ont injecté des liquidités dans le cadre d'opérations d'open market, d'escompte et de contrats d'échange de devises, appuyant ces mesures par une réduction des taux directeurs. En l'espace d'une semaine, l'activité avait repris sur la majorité des marchés des instruments à revenu fixe, avec une capacité moindre cependant. Vers la fin de septembre, les volumes d'émissions d'obligations d'entreprises s'étaient redressés et, mi-octobre, les

cours des actions s'inscrivaient à leurs niveaux antérieurs. Si les investisseurs s'attendaient alors à un ralentissement mondial plus prononcé, ils continuaient à témoigner leur confiance dans une reprise avant le milieu de 2002. Ce sentiment était conforté par l'assouplissement rapide de la politique monétaire dans plusieurs pays et, aux États-Unis, par le stimulant supplémentaire d'une orientation budgétaire plus expansionniste.

Cet optimisme à moyen terme persistant ne s'est pas étendu aux économies émergentes. Une réticence accrue à l'égard du risque et les préoccupations concernant l'incidence du ralentissement dans les pays industriels ont entraîné une augmentation des primes de risque ainsi que des sorties de portefeuille de plusieurs marchés émergents, certains étant toutefois épargnés. Les économies émergentes souffrant de déficits des opérations courantes ont été affectées par le brusque ralentissement mondial des financements sur les marchés internationaux des fonds bancaires et des titres. Les problèmes d'emprunteurs spécifiques, tels que l'Argentine et la Turquie, ont également pesé sur le sentiment des opérateurs. Malgré tout, le phénomène de contagion financière entre économies émergentes est apparu limité.

Fonctionnement des marchés perturbé par les attentats

Les pertes en vies humaines et les dommages aux infrastructures à Manhattan provoqués par les attentats du 11 septembre ont entraîné des perturbations majeures sur les marchés financiers. Aux États-Unis, le négoce des actions a été suspendu pendant quatre séances, interruption la plus longue depuis les années 30. Sur l'obligataire, aucune opération ferme n'a eu lieu durant deux jours et les périodes de règlement ont été rallongées à sa réouverture. Sur le marché interbancaire des fonds fédéraux, les dysfonctionnements dans l'activité des courtiers et les problèmes de télécommunications ont entravé le processus de rapprochement entre offre et demande; aux termes d'une convention tacite, le jour des attentats l'ensemble des transactions ont été réalisées au taux-objectif de la Réserve fédérale plutôt qu'à un taux d'équilibre du marché. En Europe, certains établissements financiers ont été passagèrement confrontés à une pénurie de dollars pour régler les opérations de change ainsi qu'à un accroissement, par mesure de précaution, de la demande de liquidités en devises autres que le dollar.

Les marchés au comptant et des pensions sur obligations du Trésor américain ont particulièrement souffert, en raison des pertes subies, en termes d'infrastructure et de vies humaines, par plusieurs courtiers, des dommages causés aux moyens de communication et des perturbations affectant les principales installations d'une grande banque de compensation. Tous ces problèmes ont empêché le règlement d'opérations de pension représentant des milliards de dollars durant les quelques jours qui ont suivi les attentats. Il en est résulté une augmentation sans précédent du nombre de transactions non abouties sur ces marchés, faisant monter la demande de certains de ces titres, notamment pour les émissions les plus récentes. Les dysfonctionnements du

Les attentats perturbent plusieurs marchés financiers ...

... notamment ceux des valeurs du Trésor américain

La promptitude de l'action des autorités contribue à restaurer le fonctionnement des marchés

marché monétaire à court terme ont contribué à gonfler l'activité sur les dérivés correspondants, les investisseurs recherchant d'autres solutions pour leurs positions et opérations de couverture (Marchés dérivés, page 30).

Les autorités, monétaires notamment, réagirent rapidement à cette situation. Dans les jours qui suivirent les attentats, la Réserve fédérale injecta massivement des liquidités dans le système bancaire par le biais d'opérations de pension et de facilités d'escompte. Dans une déclaration commune qui contribua à endiguer la fuite vers des placements sûrs, les ministres des Finances des pays du G 7 affirmèrent leur engagement à atténuer au maximum toute perturbation de l'économie mondiale. Des dispositifs de contrats d'échange entre la Réserve fédérale et plusieurs banques centrales apaisèrent les inquiétudes concernant une pénurie de l'offre de dollars aux établissements financiers étrangers.

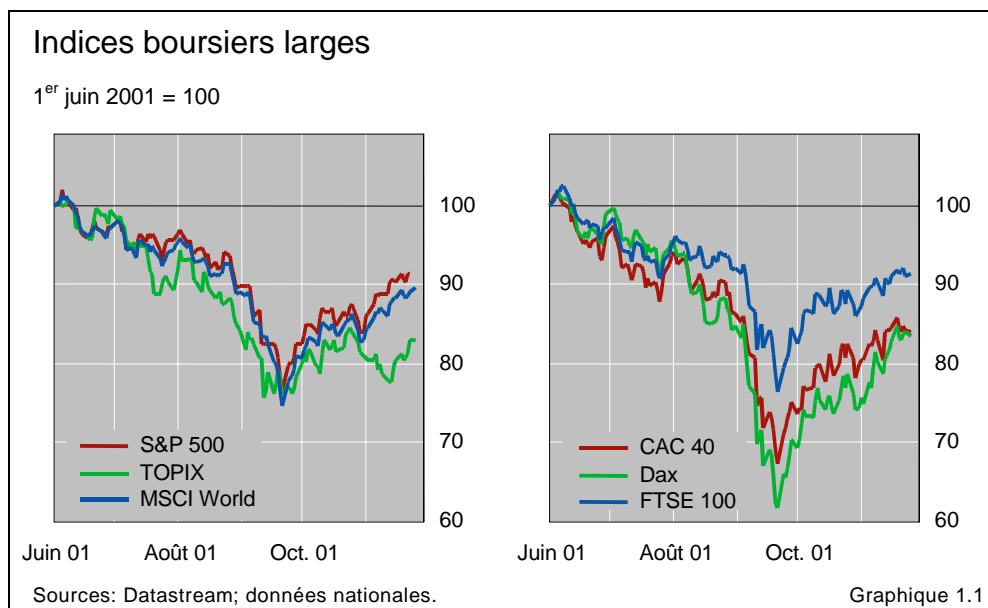
Grâce aux mesures officielles, au rétablissement des moyens de communication et à la coopération entre intervenants, la plupart des marchés retrouvèrent en une semaine un fonctionnement à peu près normal. La volatilité intrajournalière des fonds fédéraux est demeurée exceptionnellement élevée jusqu'en octobre mais, sous l'effet des injections de liquidités de la Réserve fédérale, le taux effectif n'a jamais dépassé nettement l'objectif.

Le marché des pensions a recouvré en dernier un fonctionnement normal, avec un nombre élevé de transactions non abouties jusqu'en octobre; en fait, celles-ci ont augmenté dans les semaines suivant immédiatement les attentats, provoquant un déficit de sûretés dû au retrait des prêteurs de titres. Pour remédier à cette situation, la Réserve fédérale leva rapidement certaines restrictions de son programme de prêt de titres, offrant des titres émis en quantité limitée en échange de ceux qui étaient plus aisément disponibles; entre le jour des attentats et la fin de septembre, elle prêta un montant nominal de \$70 milliards de valeurs du Trésor. Le 4 octobre, relançant de manière imprévue une précédente émission, le Trésor américain intensifia son offre en proposant \$6 milliards d'effets à 10 ans. À la mi-octobre, le taux des transactions non abouties sur ce marché était revenu à des niveaux modérés.

Retour rapide de la confiance sur les marchés des actions

Des données économiques décevantes provoquent un recul des marchés avant le 11 septembre ...

Avant le 11 septembre, la situation de l'économie mondiale n'était déjà pas bonne. Durant la majeure partie de l'été, des indicateurs macroéconomiques et annonces de résultats décevants avaient affecté les marchés des actions. Le 30 août, les avertissements sur résultats de Sun Microsystems et de Corning avaient ramené l'indice Dow Jones en deçà de 10 000 pour la première fois depuis avril. Le 7 septembre, le rapport américain sur l'emploi faisait état de 113 000 pertes dans le secteur non agricole, soit deux fois plus que prévu. La morosité concernant l'économie en Europe s'était également aggravée, des données montrant un recul de 1,5% de la production industrielle allemande en juillet, dégradation nettement supérieure aux attentes. Entre fin mai et le 10 septembre, la baisse des cours se chiffrait à 17% pour l'indice S&P 500,



24% pour le TOPIX, 16% pour le FTSE 100 et 26% pour le Dax. Sur la plupart des marchés, les cours étaient au plus bas depuis la crise de 1998.

Le choc produit par les attentats du 11 septembre aggrava le climat d'incertitude. Les réactions des cours des actions à ces événements se firent d'abord sentir hors des États-Unis. Sur les marchés européens, restés ouverts l'après-midi, ils entamèrent immédiatement un repli (graphique 1.1). Le lendemain, à l'ouverture des marchés asiatiques, ils chutèrent également. Sur la semaine, l'indice FTSE 100 perdit 5,5%, le Dax 11,9% et le TOPIX 2,3%, partiellement en anticipation de baisses importantes à New York.

... qui s'accroît après les attentats

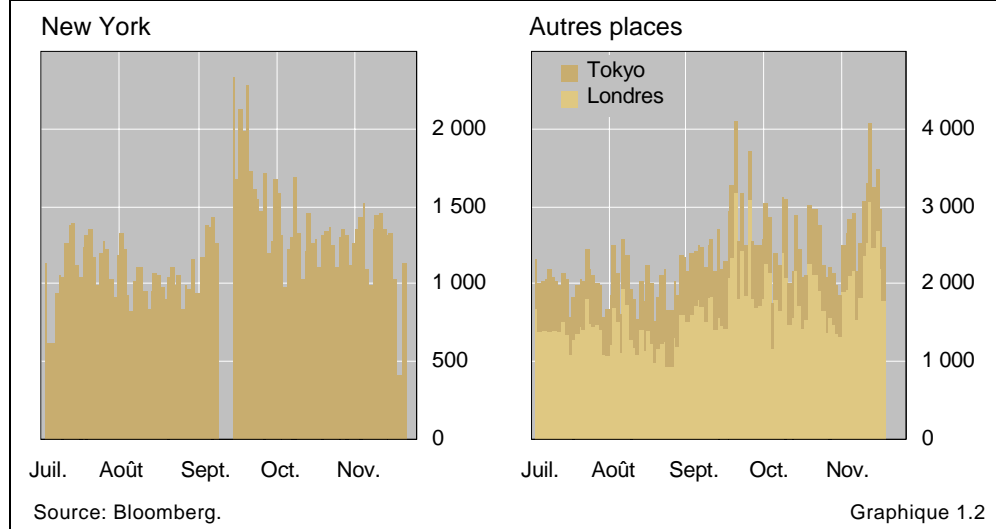
Lors de la réouverture du marché américain le lundi suivant, le S&P 500 fléchit de 4,9% sur la séance et de 11,6% sur la semaine. Entre le 10 et le 21 septembre, la baisse cumulée de l'indice MSCI World a représenté 12%, soit une perte de valeur de \$3 000 milliards pour l'ensemble du marché mondial. Ces reculs ont toutefois été moins marqués que ceux du 19 octobre 1987, où le marché américain s'était effondré de plus de 20%. En fait, les marchés européens et asiatiques ont effacé rapidement une partie de leurs pertes, les investisseurs constatant que la contraction du marché américain n'était pas aussi grave qu'ils l'avaient craint.

La libération des pressions à la vente accumulées durant les quatre jours de fermeture du marché américain donna lieu, lors de sa réouverture, à des volumes d'échange sans précédent, sans saturer toutefois les capacités des marchés. À la première session de la Bourse de New York, en particulier, le nombre record de 2,2 milliards d'actions fut échangé, soit près de deux fois et demi le volume habituel. Le négoce commença à ralentir les jours suivants mais, fin septembre, l'activité demeurait encore supérieure d'au moins 25% à la moyenne annuelle (graphique 1.2). L'envolée des transactions à New York sembla gagner les marchés européens, restés pourtant ouverts la semaine des événements.

Les marchés traitent sans problème des volumes importants ...

Négoce d'actions: volume journalier sur certaines places

En millions d'actions



Dans une large mesure, les reculs généralisés des cours des actions à la mi-septembre étaient dus aux incertitudes concernant les conséquences des attentats sur l'économie mondiale. Néanmoins, ces incertitudes globales n'empêchèrent pas les investisseurs de tenter d'identifier les entreprises dont les bénéfices seraient les plus directement touchés: les actions des compagnies aériennes et du secteur du tourisme furent les plus affectées; celles des compagnies d'assurances chutèrent également, pour remonter ensuite lorsqu'il devint clair que les coûts des attentats seraient répercutés sur l'ensemble de la profession et que la demande de services d'assurance était appelée à augmenter. Les titres des domaines apparentés à la défense furent valorisés.

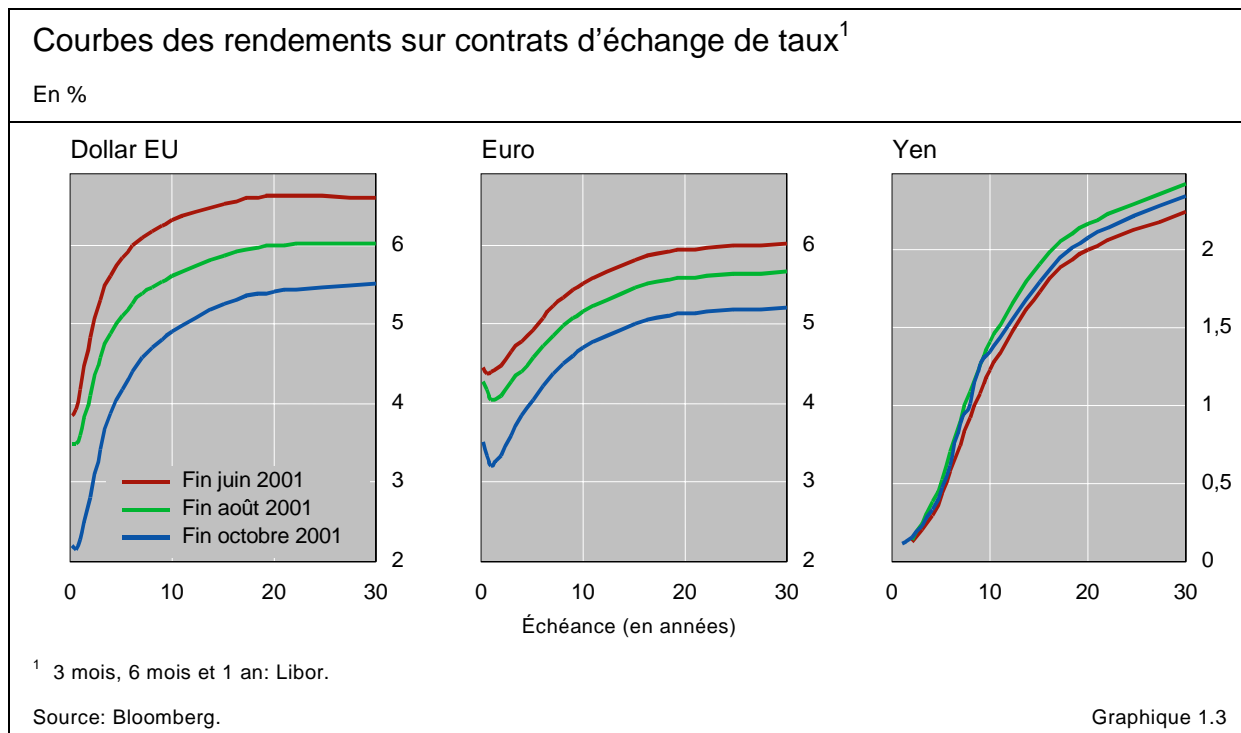
Les mesures prises par plusieurs autorités et investisseurs contribuèrent à éviter une spirale descendante des cours. La Réserve fédérale abaissa de 50 points de base ses taux directeurs, en début de matinée le 17 septembre, juste avant la réouverture des marchés de New York, suivie peu après par la BCE et d'autres banques centrales. Durant la journée et le reste de la semaine, certains investisseurs institutionnels résolurent de ne pas vendre et les analystes s'abstinrent d'abaisser leurs recommandations. Les entreprises profitèrent d'un assouplissement de la réglementation sur les titres pour racheter leurs actions. Confrontés à des remboursements nets sans précédent, les fonds d'investissement en actions américains puisèrent dans leur trésorerie plutôt que de liquider leurs portefeuilles. Les autorités de contrôle des banques et de l'activité d'assurance assouplirent temporairement leur interprétation de certaines règles, par exemple dans le cas où des établissements auraient pu être contraints de céder d'importantes quantités d'actifs pour maintenir leurs fonds propres aux niveaux requis.

Une reprise s'amorça sur les marchés mondiaux durant la dernière semaine de septembre; elle reposait, d'une part, sur les recommandations formulées par les stratèges de se repositionner sur actions et, d'autre part, sur des manifestations de soutien d'une coalition de pays plus large que prévu envers les efforts de lutte contre le terrorisme menés par les États-Unis. L'idée selon laquelle une détente de la politique monétaire et un bond des dépenses publiques finiraient par stimuler l'économie mondiale semblait faire son chemin. Dans ce contexte, les indicateurs macroéconomiques ont eu souvent moins de poids que les informations liées aux évolutions politiques et militaires. Mi-octobre, les marchés des actions avaient récupéré la quasi-totalité de la valeur perdue depuis les attentats, en dépit de la chute inattendue de l'emploi, de la confiance des consommateurs et de la production industrielle dans plusieurs pays. La remontée des marchés s'est confirmée en novembre, avec l'apparition de données économiques plus positives et les premiers résultats de la lutte armée en Afghanistan.

... et finissent par effacer une grande partie de leurs pertes

Accentuation des courbes des rendements dans l'anticipation d'une reprise rapide

Les courbes des rendements se sont accentuées dans les trois principales zones monétaires après le 11 septembre, poursuivant l'évolution amorcée durant l'été (graphique 1.3). Dans le cas des États-Unis et de la zone euro, cette situation a été due à des réductions des taux à court terme devant contribuer à stimuler l'économie. Au Japon, les taux courts sont demeurés proches de zéro et les rendements des échéances plus longues ont légèrement augmenté en liaison avec l'orientation budgétaire expansionniste.



L'accentuation de la courbe des rendements américains reflète la baisse des taux courts ...

Entre fin juin et fin octobre, les taux des contrats d'échange en dollars EU sont tombés d'environ 110 points de base sur le long terme, tandis que les taux courts ont perdu 170 points. En réaction à la détérioration rapide de la croissance et à l'absence de tensions inflationnistes, la Réserve fédérale a abaissé de 25 points de base le taux-objectif des fonds fédéraux, une première fois le 27 juin puis, de nouveau, le 21 août. Par la suite, elle a opéré trois diminutions supplémentaires, de 50 points chacune, les 17 septembre, 2 octobre et 6 novembre. Sur le marché des valeurs du Trésor américain, l'activité s'est concentrée sur le titre à 2 ans, échéance sur laquelle se fondent habituellement les anticipations de l'action de la Réserve fédérale. L'évolution des rendements à 2 ans laisse penser que, après la détente du 6 novembre, les marchés ont cessé de miser sur de nouvelles baisses pour se faire plutôt à l'idée d'une stabilité ou d'une hausse des taux courts.

... et le rétrécissement des marges des contrats d'échange traduit l'offre plus abondante de valeurs du Trésor

La perspective d'un accroissement de l'offre d'obligations d'État a atténué la répercussion des baisses de taux sur le compartiment long de la courbe. Les marchés ont anticipé un retour aux déficits budgétaires, conséquence inévitable de la récession ainsi que des programmes d'assouplissement radical de la politique budgétaire. Ces prévisions d'augmentation de l'offre de valeurs d'État ont incité les investisseurs à rechercher un rendement relativement plus élevé pour ces actifs. De ce fait, les marges des contrats d'échange se sont resserrées de 80-90 points de base pour les obligations à 10 ans avant le 11 septembre à 70 points ensuite. La forte pente de la courbe indiquait également que les investisseurs continuaient à anticiper une reprise en V, malgré le renforcement des craintes concernant l'ampleur du ralentissement et l'éloignement constant du début du redressement. Fin octobre, la courbe des taux courts à terme tenait compte d'une inversion des taux au deuxième trimestre 2002, signe que les investisseurs envisageaient l'apparition d'indices de reprise d'ici là. Le 30 octobre, l'annonce par le Trésor de la suspension de son emprunt à 30 ans a provoqué une augmentation de la prime de rareté sur cette émission et modéré quelque peu l'inclinaison de la courbe, sans en modifier toutefois la configuration globale.

Les taux courts baissent également dans la zone euro ...

Une conjonction similaire de repli généralisé des taux et d'accentuation de la courbe est intervenue dans la zone euro. Le 30 août, la BCE a réduit son taux directeur de 25 points de base, puis de 50 points les 17 septembre et 8 novembre. La quasi-totalité des indicateurs faisant apparaître, à chaque publication, une décélération de la croissance, une hausse du chômage et une stagnation de l'inflation, les courbes à terme en septembre et octobre intégraient des anticipations de nouvelles baisses pour les mois à venir. Après la réduction de novembre, ces anticipations ont disparu. Comme aux États-Unis, les marchés ont continué à miser sur une reprise de la croissance au cours de 2002, mais, à l'inverse, les effets d'offre n'ont pas semblé avoir beaucoup d'influence sur le compartiment long de la courbe.

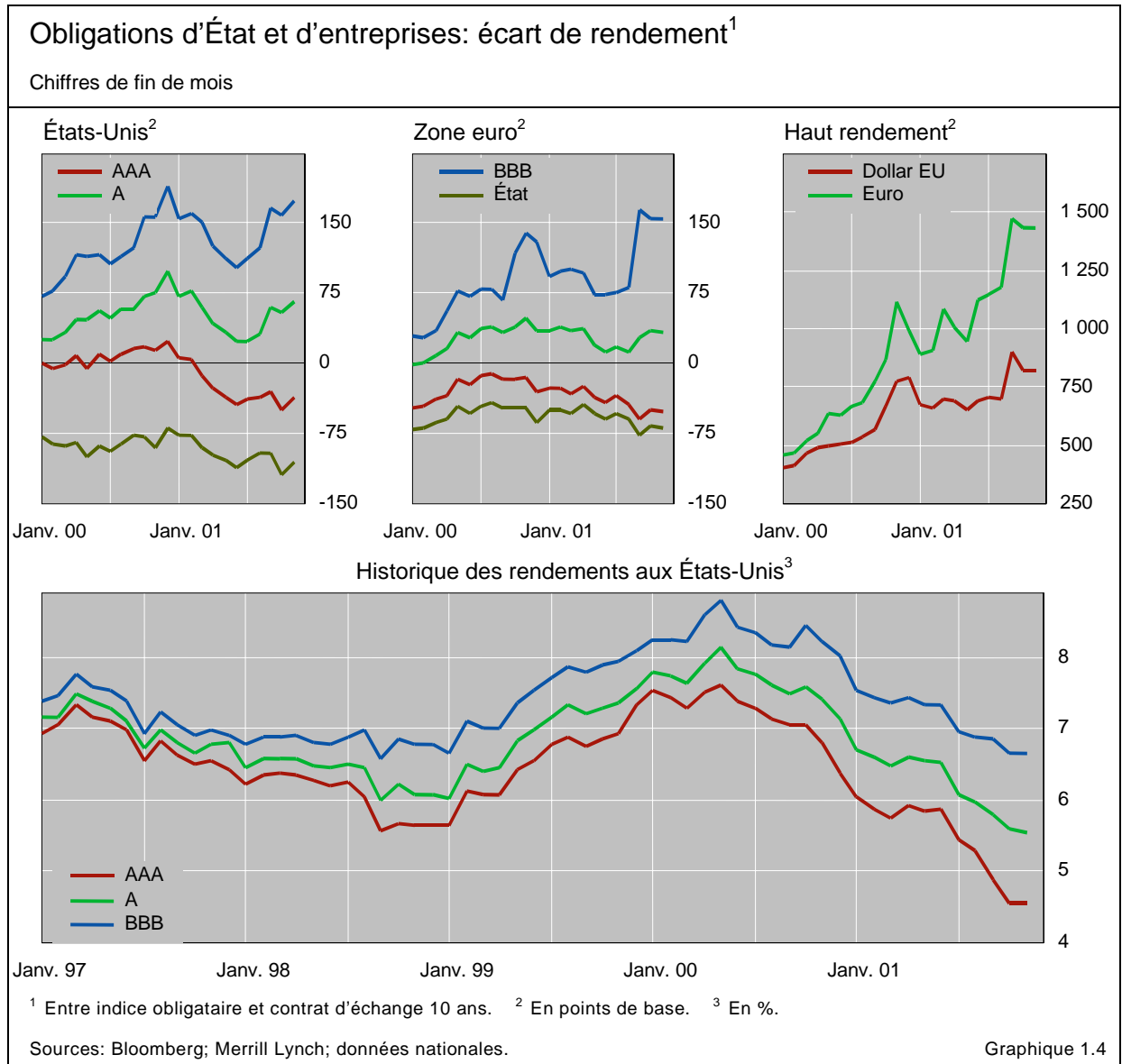
Concernant le Japon, les taux à long terme ont augmenté, tandis que les taux courts sont demeurés très bas. Cette situation traduisait la persistance de mauvaises nouvelles sur le plan économique et, parallèlement, l'attente d'une poursuite de la politique budgétaire expansionniste. Les marchés n'ont guère anticipé de modifications de la conjoncture à court et moyen terme, étant donné la baisse probable de la demande extérieure de produits nippons et l'avancement peu rapide des programmes gouvernementaux de restructuration du système bancaire.

... tandis que les courbes des rendements nippons demeurent dans l'ensemble inchangées

Élargissement des marges de crédit mais rebond des émissions d'obligations d'entreprises

La tendance observée depuis janvier s'étant inversée, les marges entre les rendements des obligations d'entreprises les moins bien notées et ceux des contrats d'échange se sont progressivement élargies au troisième trimestre (graphique 1.4, cadres du haut). Cette situation reflétait la dégradation des

Les marges de crédit s'élargissent au troisième trimestre ...



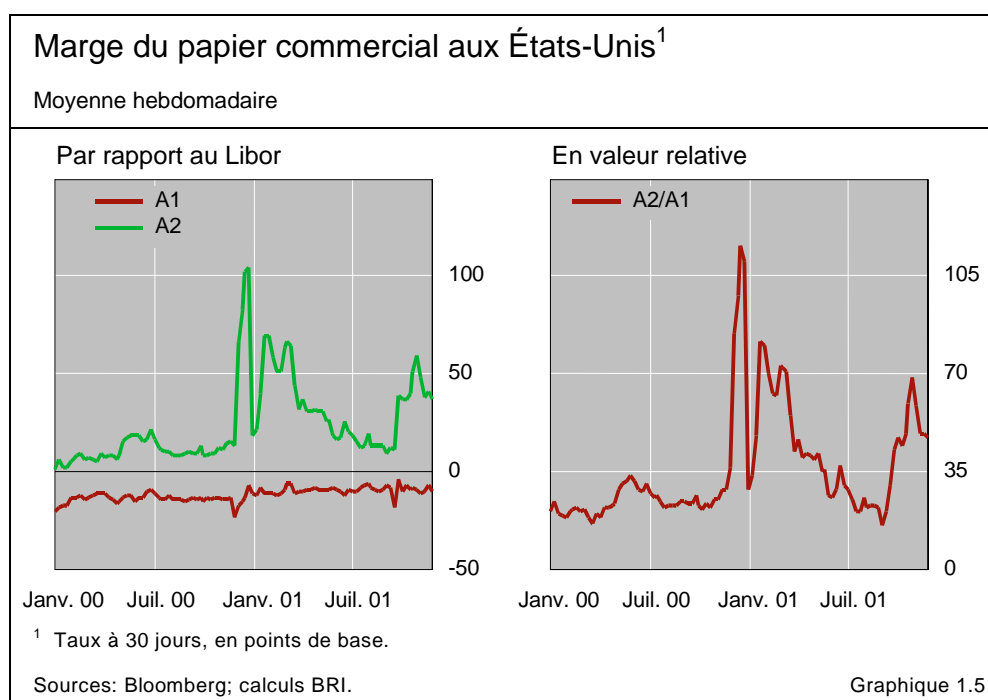
nouvelles économiques aux États-Unis et en Europe ainsi que l'augmentation des taux de défaillance à des niveaux jamais observés depuis au moins dix ans. Si les marges sur les placements de qualité sont restées globalement en deçà de leurs récents maximums de décembre 2000, celles sur les émissions de signatures de second rang ont largement dépassé leurs valeurs d'alors, surtout en Europe. Dans le premier cas, la majorité des hausses ont résulté du fléchissement des rendements des contrats d'échange, ceux des émissions d'entreprises s'inscrivant plutôt en baisse ou demeurant stables (graphique 1.4, cadre du bas).

... surtout après le 11 septembre ...

Les marges de crédit à long terme ont continué à s'élargir après le 11 septembre. Les écarts de rendement entre les emprunts d'entreprises à 10 ans notés BBB et les contrats d'échange se sont accrus de 8 points de base à la réouverture du marché et de 37 points au total jusqu'à fin septembre. Certains observateurs ont craint que les compagnies d'assurances ne vendent d'emblée des quantités importantes d'obligations d'entreprises pour financer les conséquences des attentats, mais cela n'a pas été le cas. De même que pour le marché des actions, les obligations des secteurs fragilisés tels que les compagnies aériennes ont particulièrement souffert et ont été exposées à des déclassements. Les marges de crédit sur le papier commercial, qui avaient fortement fluctué en cours d'année mais s'étaient ensuite progressivement rétrécies, ont brusquement augmenté après les attentats. Elles sont demeurées élevées et volatiles durant le mois d'octobre, du fait de la rétrogradation de plusieurs gros émetteurs (graphique 1.5).

... moins cependant que la chute des cours des actions le laissait anticiper

La hausse des marges de crédit après le 11 septembre a été modeste, comparativement à celle que laissait anticiper la chute des cours des actions. Parallèlement, toutefois, leur diminution n'a pas été notable lors de la remontée



des actions à partir de fin septembre. À la mi-octobre, les marchés ont semblé se rallier à l'idée que, même si les conséquences économiques des attentats avaient aggravé le risque de crédit déjà substantiel des emprunts d'entreprises, les actions représentaient une opportunité de bénéficier du courant porteur d'une éventuelle reprise. En d'autres termes, il apparaît que les investisseurs n'ont pas revu sensiblement en baisse leurs évaluations globales des actifs des entreprises, mais qu'ils les auraient nuancées d'une plus grande incertitude. Dans certains cas, en particulier ceux des sociétés fortement endettées, cette incertitude accrue a provoqué une diminution de la valeur de marché des obligations (qui sont en réalité des positions courtes sur volatilité) et une hausse de la valeur des actions (qui tirent parti d'une volatilité plus élevée)¹.

Avant même le 11 septembre, le ralentissement de l'économie mondiale avait contribué à un fléchissement marqué de l'ensemble des émissions de dettes, en termes bruts et nets. Contrairement à la fin de 2000 et au début de 2001, lorsque les investisseurs se portaient sur différentes structures de financement en fonction des conditions de marché, au troisième trimestre 2001 pratiquement toutes les catégories de flux de financement se sont contractées. Sur les marchés internationaux des titres, les émissions nettes ont accusé un repli de près de 40%, dû en quasi-totalité au tassement des émissions des entreprises financières et non financières du secteur privé (Marché des titres de dette, page 23). L'encours d'instruments du marché monétaire international a diminué de \$46 milliards durant le trimestre et des baisses comparables des émissions à court terme ont aussi été observées sur plusieurs marchés nationaux. Les montants bruts levés sur le marché international des prêts consortiaux ont également enregistré un recul sensible (encadré page 22).

Malgré le climat d'incertitude consécutif aux attentats, les signatures de premier rang ont conservé l'accès aux marchés de la dette. Une émission de \$5 milliards lancée le 25 septembre par Bristol-Myers Squibb et notée AAA a marqué le retour à un niveau d'activité à peu près normal pour ce type d'emprunts. En octobre, les volumes d'émissions ont été très importants, en partie à cause de rattrapages. Les investisseurs ont continué à s'intéresser aux emprunts de qualité, étant donné les performances médiocres des marchés des actions et les rendements modestes des obligations d'État et instruments à court terme. En revanche, les émetteurs moins bien notés ont été soumis à des marges plus élevées et ont eu des opportunités d'émission limitées. Le marché nippon des obligations d'entreprises a été affecté par la défaillance, le 14 septembre, de Mycal Corp, grosse entreprise de distribution bien classée par les agences locales de notation.

La plupart des catégories de flux de financement se contractent au troisième trimestre ...

... mais les signatures de premier rang conservent l'accès au marché

¹ Pour une analyse plus approfondie de cette théorie d'évaluation des obligations et des actions à partir des options, voir B. Cohen «Marges de crédit et volatilité des marchés des actions» dans l'édition de novembre 2000 du *Rapport trimestriel BRI*.

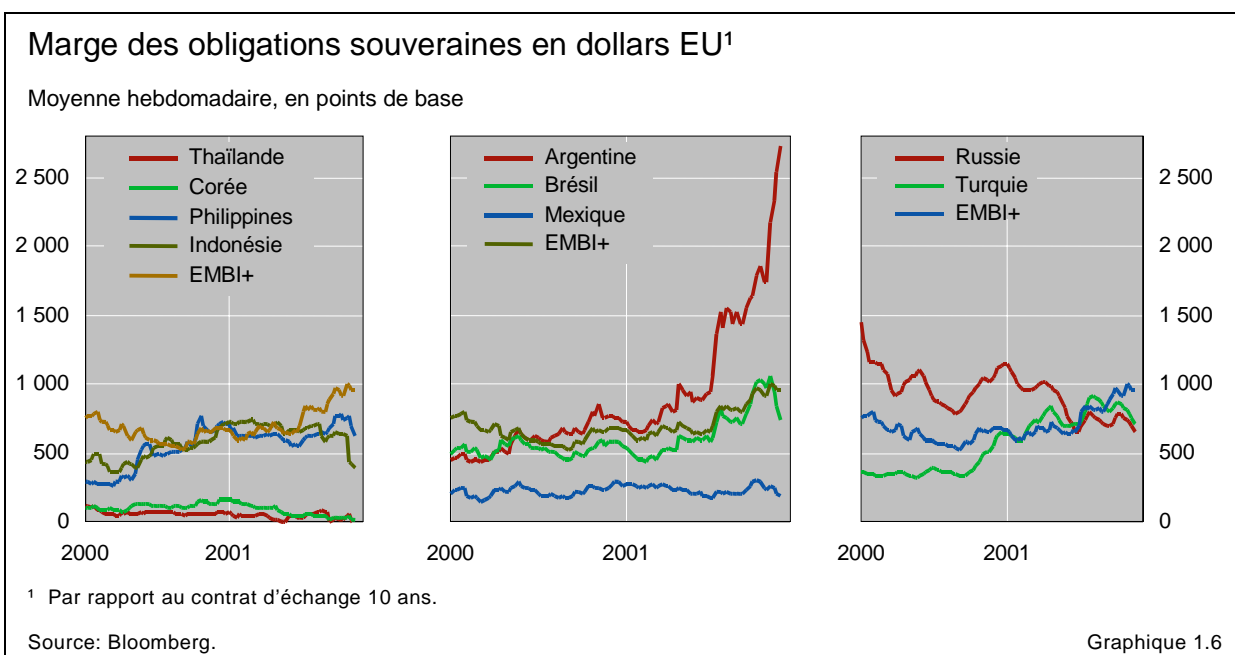
Les marchés émergents affectés par l'aversion croissante pour le risque

La plupart des économies émergentes enregistrent une baisse des cours des actions, une augmentation des marges de crédit et une contraction des flux de capitaux ...

La perception grandissante d'un ralentissement notable de la croissance dans le monde industriel et l'aversion accrue pour le risque au niveau international ont provoqué une baisse des cours des actions et une hausse des primes de risque de crédit dans les économies émergentes (graphique 1.6). Les émissions de dettes des marchés émergents ont diminué au troisième trimestre, de même que les prêts bancaires à ces émetteurs (graphique 1.7). À l'inverse de la précédente période de turbulences traversée par les économies émergentes en 1997-98, les possibilités de développer les exportations pour remplacer les entrées de capitaux ont semblé limitées. Certains emprunteurs, tels que le Mexique et les principales économies d'Europe orientale, ont continué à bénéficier d'écart de rendement relativement étroits et d'une stabilité de leur monnaie, même si leur capacité d'accès aux marchés financiers à la suite du 11 novembre n'a pas encore été pleinement mise à l'épreuve. Contrairement aux indices boursiers dans le monde industriel, les cours des actions des économies émergentes n'ont pas refait entièrement le terrain cédé depuis leurs points bas de fin septembre.

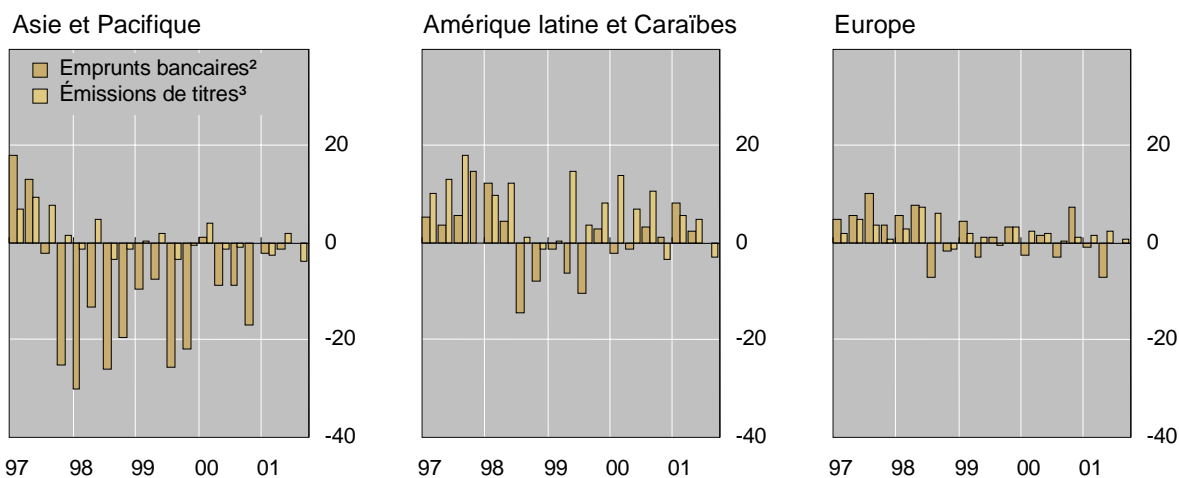
... l'attention étant focalisée sur les problèmes de l'Argentine et de la Turquie ...

L'Argentine et la Turquie ont continué de focaliser l'attention. Début septembre, le FMI a accru de \$8 milliards, à près de \$22 milliards, son programme de prêt à l'Argentine. De ce montant, \$3 milliards étaient destinés à soutenir le réaménagement, accepté par les créanciers, de l'échéancier de sa dette. Les problèmes de l'Argentine se sont répercutés sur la confiance des investisseurs à l'égard du Brésil, où un ralentissement important de la croissance, conjugué à une crise énergétique, a conduit à une dépréciation de 28% de la monnaie entre le début de l'année et la fin d'octobre. La Turquie est restée en butte aux faiblesses de son système bancaire, aggravées par la probabilité d'une baisse substantielle de son PIB réel en 2001.



Économies émergentes¹: financements internationaux

En milliards de dollars EU



¹ Voir liste au tableau 7A de l'Annexe. ² Variation, hors effets de change, des prêts transfrontières des banques déclarantes BRI. 2001 T3: données non disponibles. ³ 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 1.7

Le 1^{er} novembre, le gouvernement argentin a annoncé un programme de restructuration de sa dette par voie d'échange d'emprunts, en payant 7% pour des obligations et instruments qui avaient offert un intérêt de 10% au moins (et, compte tenu de la prime de défaillance intégrée dans les cours des obligations argentines, un rendement implicite à l'échéance bien supérieur). La première phase de l'échange, clôturée le 30 novembre, ciblait les investisseurs locaux, qui ont, dans l'ensemble, accepté les conditions proposées. Une seconde phase, destinée aux investisseurs internationaux, est prévue. Certains d'entre eux ayant vu dans l'annonce initiale de l'échange une défaillance de facto, le cours de l'obligation de référence du pays, à taux variable, a chuté de 6,3% le 1^{er} novembre. Comme le niveau d'endettement est généralement jugé insoutenable depuis quelque temps, il est peu probable que cette réaction ait été provoquée par une remise en cause fondamentale de la solvabilité de l'Argentine. La baisse des cours indiquerait plutôt que les investisseurs espéraient une forme de restructuration impliquant un soutien plus important des institutions multilatérales.

Hormis à un degré limité, ces problèmes n'ont pas semblé se propager aux autres marchés émergents. Les investisseurs avaient mis plusieurs mois à ajuster leurs expositions envers les économies émergentes à des niveaux adéquats, laissant les risques à ceux qui étaient davantage disposés à attendre la fin des prochaines turbulences. Les banques avaient déjà commencé à se désengager de la Turquie et de l'Argentine au premier semestre 2001, en recourant dans certains cas à des instruments de réduction des risques tels que sûretés et garanties (Marché bancaire, page 14). Du fait de ces dénouements de positions, les marges sur les pays paraissant

... avec une propagation cependant limitée aux autres économies émergentes

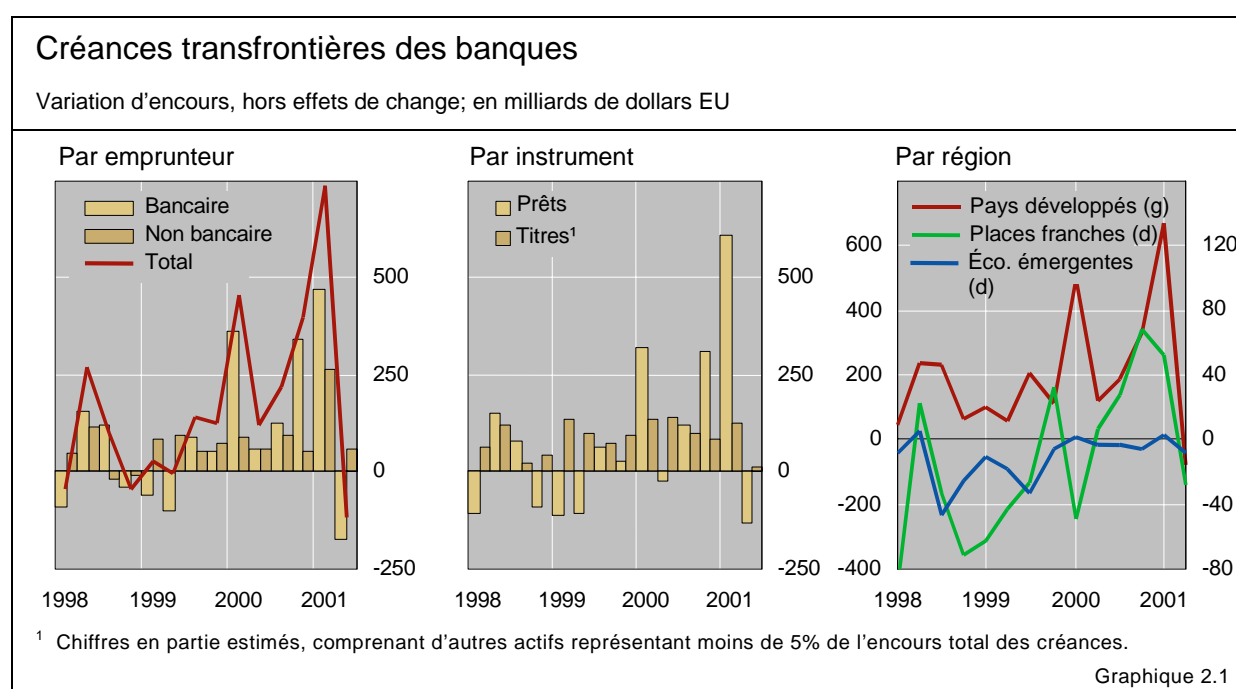
présenter des risques, sur la dette argentine en particulier, s'étaient déjà fortement élargies en juillet. Les investissements de portefeuille n'ayant pas retrouvé leurs niveaux de 1996-97, le nombre et l'influence des investisseurs internationaux détenant des positions sur beaucoup de marchés émergents étaient relativement faibles. De surcroît, l'adoption de régimes de change plus souples par plusieurs pays leur avait permis de s'ajuster au choc extérieur du ralentissement mondial sans encourir de déficit des paiements courants insoutenable.

Par conséquent, il paraissait peu probable qu'une détérioration des perspectives relatives à certains pays puisse provoquer un «sauve-qui-peut» généralisé comme lors de crises antérieures. En fait, la confiance vis-à-vis du Brésil s'est nettement améliorée à partir de la mi-octobre, le real s'appréciant d'environ 10% par rapport au dollar EU entre cette date et fin novembre. Le sentiment à l'égard de la Turquie est également devenu plus positif, grâce notamment aux progrès réalisés dans l'adoption d'un nouveau programme d'aide du FMI.

2. Marché bancaire

La faiblesse de la demande de financements a freiné la progression du marché bancaire au deuxième trimestre 2001. Les statistiques territoriales montrent que les créances transfrontières des banques déclarantes BRI se sont contractées de \$118 milliards, à \$10 900 milliards (graphique 2.1). Les flux transfrontières aux entreprises et autres emprunteurs non bancaires se sont nettement ralentis, après des niveaux remarquablement élevés, la dégradation conjoncturelle mondiale ayant réduit la demande. En l'absence de recyclage lié à d'importants remboursements d'emprunteurs non bancaires ou à des prêts à ces derniers, les banques ont dénoué une partie des grosses positions interbancaires qu'elles avaient constituées au trimestre précédent, d'où une contraction record (\$175 milliards) des créances transfrontières sur les banques.

La situation dans les économies émergentes a été plus nuancée. La demande de financements extérieurs est demeurée faible dans plusieurs régions, les pays d'Asie et les exportateurs de pétrole continuant d'afficher un



excédent de paiements courants. Les banques de la zone déclarante ont réduit leurs crédits aux pays paraissant présenter des risques élevés, en particulier la Turquie. Elles ont accru leurs créances sur diverses signatures de moindre qualité, dont l'Argentine, tout en limitant leur exposition au risque final au moyen de techniques comme les garanties. Dans l'ensemble, les créances transfrontières à l'égard de ces économies ont fléchi de \$8 milliards.

Tassement de la demande de crédits interbancaires en dollars

Forte baisse des créances interbancaires en dollars

Au terme de plusieurs trimestres de croissance soutenue, l'interbancaire s'est contracté de \$204 milliards (tableau 2.1) en raison, principalement, d'un tassement de la demande en dollars EU. Dans ce compartiment, les crédits interbancaires ont diminué de \$100 milliards en raison de remboursements aux banques des Caraïbes et d'autres centres; pour les prêts des établissements des États-Unis, le retournement a été particulièrement sensible: après leur avoir emprunté des montants substantiels aux deux trimestres précédents, les banques étrangères ont réduit leur encours.

L'activité interbancaire en euros est revenue à des niveaux plus normaux, avec des créances en hausse de \$10 milliards après l'essor exceptionnel du premier trimestre (\$315 milliards). Les flux entre le Royaume-Uni et la zone euro, à l'origine de l'expansion antérieure, se sont inversés, entraînant le dénouement d'une partie des positions transfrontières sur le Royaume-Uni. Au sein de la zone euro, en revanche, la progression s'est poursuivie. Les plus grosses transactions ont été conclues entre les banques domiciliées en Allemagne comme en France et leurs agences luxembourgeoises.

Créances internationales interbancaires								
Variation d'encours, hors effets de change; en milliards de dollars EU								
	1999	2000			2001		Encours à fin juin 2001	
	Année	Année	T2	T3	T4	T1		T2
Total des créances ¹	12,6	945,4	62,7	145,3	323,8	569,0	-204,1	7 971,8
<i>dont: transfrontières</i>	- 17,2	892,8	60,1	126,5	342,5	472,0	- 175,0	7 206,9
Dollar EU	-108,3	324,9	37,8	77,5	116,4	146,0	-100,1	3 269,1
Euro	281,8	312,1	31,4	27,5	39,5	314,5	10,3	2 091,5
<i>dont: intra-euro²</i>	154,3	88,4	- 13,1	10,9	15,8	63,9	25,7	774,8
Yen	-195,9	81,8	- 5,4	- 2,4	88,0	- 9,2	- 21,6	580,6
Livre sterling	- 0,3	65,4	4,4	9,4	4,0	52,9	- 41,0	354,6
Franc suisse	14,5	- 0,7	- 29,3	7,2	- 11,2	18,8	- 12,9	186,9
Autres monnaies ³	20,9	161,8	23,9	26,2	87,2	45,9	- 38,7	1 489,1

¹ Créances transfrontières en toutes monnaies et créances locales en devises sur les banques sises dans les pays déclarants. ² Créances transfrontières en euros des banques déclarantes dans la zone euro sur les résidents de la zone. ³ Y compris créances non attribuées.

Tableau 2.1

Offre de crédits, mais pénurie d'emprunteurs aux États-Unis

Sur l'interbancaire, la structure des financements a évolué, révélant une réduction des apports à la clientèle non bancaire. Sous l'effet de la détérioration des perspectives économiques mondiales, ceux-ci sont revenus de \$267 milliards au premier trimestre à \$57 milliards (tableau 2.2).

L'essor du premier trimestre était surtout dû aux flux vers les États-Unis, et il en est de même pour le ralentissement du deuxième. Les créances transfrontières sur les emprunteurs non bancaires de ce pays n'ont augmenté que de \$10 milliards, plus faible progression depuis deux ans. Ce ralentissement a touché à la fois les crédits et les achats de titres.

Le tassement des flux transfrontières vers la clientèle non bancaire des États-Unis est surprenant, car les résidents ont collecté des montants (bruts) records sur le marché du crédit consortial. Une telle divergence entre statistiques territoriales et chiffres des prêts consortiaux fait penser que ces derniers ont été sollicités essentiellement pour servir de facilités de soutien (et n'ont donc pas été utilisés), rembourser des prêts échus ou être revendus sur le marché secondaire¹. Ces trois facteurs d'explication ont sans doute joué. Sur le marché du papier commercial, la dégradation des perspectives de bénéfices a conduit les emprunteurs habituels à renforcer leurs lignes de crédit avant que le marché ne se ferme. C'est le cas de General Motors Acceptance Corporation qui, en concluant une facilité de \$14,7 milliards en juin, semble avoir prévu l'abaissement de sa note en octobre. Les débiteurs paraissent également avoir profité du déclin des rendements consécutif à la baisse des taux de la Fed pour se refinancer. Enfin, les banques ont trouvé des acquéreurs pour des emprunts bien notés et les primes de risque ont diminué, malgré la détérioration conjoncturelle.

Globalement, les trois séries de statistiques BRI (données territoriales, consolidées et prêts consortiaux) montrent les banques internationales toujours disposées à prêter aux emprunteurs américains. Les flux transfrontières vers la clientèle non bancaire ont effectivement ralenti, mais, alors que les perspectives de profit des entreprises se détérioraient, les créances des banques déclarantes à leur égard n'ont pas diminué: elles sont restées stables (57%) en pourcentage de l'encours des créances consolidées sur le pays. En

Réduction des flux transfrontières vers le secteur non bancaire aux États-Unis ...

... alors même que les prêts consortiaux progressent

¹ Les statistiques internationales sur les prêts consortiaux et les statistiques bancaires territoriales ne sont pas directement comparables. Les premières fournissent des montants bruts sur la base des facilités conclues, tandis que les secondes calculent des montants nets à partir des bilans des banques déclarantes. Les premières englobent également les prêts locaux des banques domestiques (parties à un consortium), alors que les secondes prennent en compte les positions transfrontières des établissements internationaux. Vu la participation substantielle des banques américaines aux montages destinés aux emprunteurs des États-Unis, les crédits locaux sont en partie responsables de la divergence des deux séries statistiques. En outre, les banques internationales participant à un consortium ont pu se procurer les ressources auprès de leurs agences ou filiales aux États-Unis. Cela est cependant assez improbable, pour deux raisons; d'une part, les données en flux pour les États-Unis indiquent un ralentissement marqué des prêts bancaires intérieurs au deuxième trimestre; d'autre part, les statistiques bancaires consolidées ne dénotent aucune accélération des prêts locaux des banques étrangères domiciliées aux États-Unis.

Créances transfrontières sur le secteur non bancaire

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

	1999	2000				2001		Encours à fin juin 2001
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total des créances	303,1	296,9	58,2	94,1	53,8	266,5	57,4	3 705,3
Prêts	102,7	66,7	- 0,2	22,9	16,8	198,7	36,7	2 204,3
Titres ¹	200,3	230,2	58,4	71,3	37,0	67,8	20,7	1 501,0
Pays développés	275,3	265,8	40,5	81,2	55,7	228,9	45,8	2 766,5
Europe	259,0	205,9	25,5	67,3	39,2	92,1	23,8	1 496,5
<i>dont: intra-euro</i> ²	156,8	60,8	3,5	12,2	10,9	42,6	7,2	641,2
Japon	- 64,5	- 67,5	- 8,5	- 10,3	- 33,5	- 7,0	4,3	113,5
États-Unis	86,0	123,4	26,8	22,3	48,4	141,5	9,8	1 066,6
Places franches	24,6	47,0	18,5	7,0	16,2	25,2	7,5	366,6
Économies émergentes	- 15,9	- 15,7	2,9	5,2	- 13,6	9,3	4,8	489,8
Non attribué ³	19,1	- 0,2	- 3,6	0,8	- 4,5	3,0	- 0,7	82,3
Dollar EU	141,5	125,0	25,2	26,7	58,2	137,5	30,1	1 724,6
Euro	185,1	157,4	16,6	52,6	21,2	128,3	- 0,2	1 139,8
Yen	- 7,0	19,1	37,4	- 8,6	- 26,0	6,2	7,3	256,1
Autres monnaies ⁴	- 16,5	- 4,6	- 20,9	23,4	0,4	- 5,5	20,2	584,8

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

² Créances transfrontières en euros des banques dans la zone euro sur les résidents de la zone. ³ Plus créances des institutions internationales. ⁴ Y compris créances non attribuées.

Tableau 2.2

revanche, les banques ont vendu des obligations du Trésor, d'où une baisse d'un point (à 13%) de la part du secteur public.

Au troisième trimestre aussi, les banques étaient disposées à prêter aux emprunteurs américains bien notés. Les prêts consortiaux en leur faveur ont ralenti par rapport à leurs sommets du deuxième trimestre (encadré suivant), mais leur montant total (\$181 milliards) est toutefois resté proche du niveau d'un an auparavant, lorsque la croissance était beaucoup plus rapide.

Ralentissement moins sensible des flux vers la clientèle non bancaire européenne

Au deuxième trimestre, le ralentissement des flux vers le secteur non bancaire a été moins marqué pour l'Europe que pour les États-Unis. Bien qu'en deçà des trimestres précédents, les créances transfrontières ont néanmoins augmenté de \$24 milliards (tableau 2.2). L'Italie en a principalement bénéficié, suivie par la France. Les contractions les plus importantes ont affecté le Royaume-Uni et les Pays-Bas.

Une fois encore, les prêts des établissements européens ont représenté l'essentiel de ces flux: \$20 milliards, sur un total de \$24 milliards². Avec le

² Les statistiques territoriales ne couvrent pas les achats de titres par les banques des États-Unis, mais seulement leurs prêts; elles sous-estiment donc les flux bancaires entre Europe et États-Unis. Les statistiques consolidées recensent les uns et les autres. Les principales différences entre ces deux séries sont exposées dans l'annexe statistique.

rachat de Bank Austria par HypoVereinsbank, les groupes allemands ont renforcé leur prééminence sur le marché des concours aux États, entreprises et établissements financiers non bancaires d'Europe. D'après les statistiques consolidées, ils ont accru de 2 points, à 25%, leur part des créances internationales dans ce secteur. Les banques japonaises ont maintenu la leur à 11%; viennent ensuite les établissements suisses et français (9% dans les deux cas) et ceux des États-Unis (8%).

Renforcement des banques allemandes en Europe

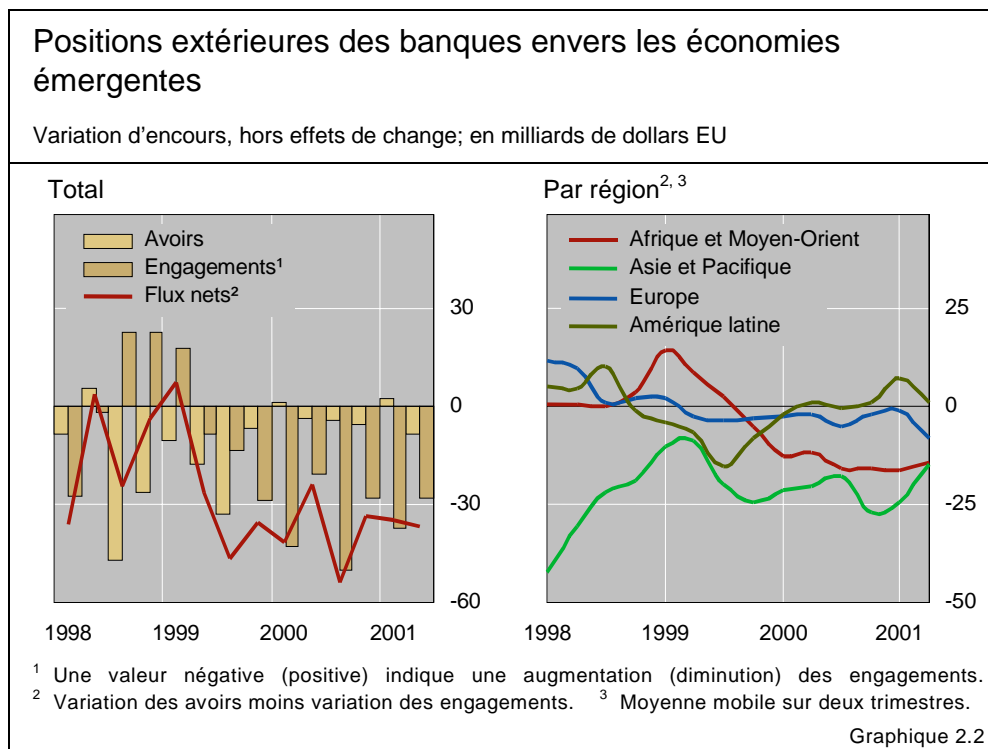
Prêts aux économies émergentes réservés aux meilleures signatures

Alors que le ralentissement des flux bancaires vers les pays développés s'explique par les facteurs liés à la demande, la situation s'est révélée plus complexe pour les économies émergentes. Au deuxième trimestre, les créances transfrontières à leur égard ont accusé leur plus forte baisse depuis près de deux ans (-\$9 milliards; graphique 2.2 et tableau 2.3). La demande de fonds étrangers est restée faible en Asie et dans les autres régions affichant des excédents courants. Les banques déclarantes ont continué d'accorder des montants modestes aux économies émergentes, dont des pays à risque comme l'Argentine et la Russie, mais elles ont également entrepris de limiter leur exposition, par exemple en destinant l'essentiel de leurs prêts aux signatures de premier rang ou en exigeant sûretés et garanties.

Recul marqué des créances transfrontières sur les économies émergentes ...

La Turquie, une nouvelle fois, a été la plus affectée par le repli des créances. Avec un recul de \$5,1 milliards, la contraction sur les six premiers mois représente 15% de l'encours sur ce pays à fin 2000. Elle est

... sur la Turquie en particulier



Positions extérieures des banques envers les économies émergentes

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

	1999	2000				2001		Encours à fin juin 2001
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Créances	- 68,0	- 11,9	- 3,6	- 3,9	- 5,5	2,7	- 8,4	867,3
Afrique et Moyen-Orient	0,2	- 7,6	- 1,0	- 1,6	1,2	- 5,6	- 1,6	139,5
Arabie Saoudite	2,1	0,1	- 0,1	0,0	1,4	- 1,9	0,1	23,8
Amérique latine	- 16,0	13,8	2,1	4,0	3,2	8,7	2,0	296,5
Argentine	0,7	1,2	- 0,1	2,3	0,3	- 1,7	1,5	46,4
Brésil	- 8,9	9,5	0,2	3,2	4,6	4,0	0,0	98,2
Asie et Pacifique	- 61,3	- 29,0	- 7,2	- 6,6	- 18,2	- 0,8	- 1,5	272,8
Chine continentale	- 17,1	- 5,4	- 3,4	- 1,6	- 0,4	- 1,8	1,5	57,7
Taiwan, Chine	- 3,3	- 4,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	1,3	15,8
Europe	9,1	10,9	2,6	0,3	8,4	0,4	- 7,3	158,5
Russie	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 3,3	- 0,6	- 1,2	0,3	33,7
Turquie	5,9	11,3	2,6	2,5	3,4	- 2,3	- 5,1	40,4
Engagements ¹	32,6	141,5	20,5	50,2	28,2	37,5	28,3	1 089,5
Afrique et Moyen-Orient	- 6,9	47,2	8,4	21,0	10,1	17,8	3,3	328,2
Arabie Saoudite	- 17,9	10,9	- 0,9	7,3	4,9	4,7	- 1,4	62,1
Amérique latine	13,8	9,6	- 2,1	9,3	- 3,9	1,2	7,3	255,7
Argentine	0,1	3,2	0,1	3,7	- 1,0	- 6,0	2,3	36,6
Brésil	2,2	- 4,6	- 8,9	2,3	0,7	- 2,6	2,2	46,6
Asie et Pacifique	5,0	65,3	9,5	12,1	16,9	12,5	14,7	378,2
Chine continentale	- 4,1	35,7	10,4	5,2	8,1	0,6	3,5	104,5
Taiwan, Chine	7,5	19,2	0,6	6,1	12,6	3,4	6,8	73,2
Europe	20,8	19,4	4,8	7,7	5,0	6,0	3,0	127,4
Russie	3,8	7,2	3,4	3,2	- 1,8	3,8	2,6	29,4
Turquie	3,3	2,3	- 0,6	0,3	2,6	- 1,3	0,5	19,3
Flux nets ²	- 100,7	- 153,4	- 24,1	- 54,1	- 33,7	- 34,8	- 36,7	- 222,2
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Dépôts membres OPEP</i>	- 19,6	37,7	9,1	17,9	8,5	12,7	2,3	243,7

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

² Créances moins engagements.

Tableau 2.3

essentiellement due à l'arrivée à échéance de crédits à court terme aux secteurs bancaire et public. L'État a remboursé un prêt consortial de \$1 milliard mis sur pied en décembre 2000. Les banques, après un recours massif à l'emprunt en 2000, n'ont pas sollicité ce marché au deuxième trimestre, mais ont, pour les plus cotées d'entre elles, recommencé à emprunter au troisième (\$1,4 milliard).

Après six trimestres consécutifs de hausse, les créances transfrontières sur le Brésil sont restées stables. Si les banques aux États-Unis et dans la zone euro ont continué d'accorder des concours substantiels à ce pays, cet apport a été annulé par une réduction de \$3 milliards des avoirs en titres bancaires des centres des Caraïbes. Comme les statistiques consolidées indiquent une progression de \$1,5 milliard des créances internationales sur le

Brésil au deuxième trimestre, ces ventes de titres ont peut-être pris la forme de transactions intragroupes.

Les créances transfrontières sur l'Argentine ont progressé de \$1,5 milliard au deuxième trimestre, malgré les préoccupations croissantes concernant les perspectives économiques et budgétaires du pays. Les banques en Europe et aux États-Unis ont allégé leurs portefeuilles de titres argentins, mais ces dégagements ont été compensés par \$1,7 milliard de prêts en provenance des États-Unis et d'autres centres. L'augmentation des créances ne doit toutefois pas masquer une baisse de l'exposition au risque final, qui ressort des statistiques consolidées. Les banques ont réduit de \$1,6 milliard (2%) leurs actifs de bilan, après intégration des activités de leurs filiales locales. Ces dernières ont apparemment vendu des obligations en dollars du Trésor argentin, contribuant ainsi à une contraction de 3 points des créances sur le secteur public, revenues à 20% de l'encours consolidé. Ces ventes, qui ne figurent pas nécessairement dans les positions transfrontières, se répercutent sur les chiffres consolidés³. L'exposition nette, qui tient compte des techniques d'atténuation du risque, s'est contractée encore plus (-\$3,2 milliards), ce qui fait penser que les banques n'ont pas renouvelé leurs crédits secs et qu'elles ont recherché sûretés et garanties.

En Russie également, les créances transfrontières ont augmenté au deuxième trimestre, tandis que l'exposition nette continuait de diminuer. Bien que modeste (\$0,3 milliard), la hausse des créances a mis fin à un long mouvement de baisse déclenché par le moratoire d'août 1998. De juin 1998 à juin 2001, les créances transfrontières ont régressé de \$26 milliards (40%). Seules les meilleures signatures obtiennent des prêts internationaux, qui sont en outre assortis de sûretés (recettes pétrolières et gazières, par exemple) ou garantis (généralement par des organismes de crédit à l'exportation, européens ou autres). L'exposition nette sur ce pays a ainsi diminué d'environ \$1 milliard au deuxième trimestre.

Les pays exportateurs de pétrole et les économies émergentes d'Asie ont poursuivi le recyclage de leurs excédents courants sur le marché bancaire international. Certains signes indiquent néanmoins que leurs apports nets pourraient bientôt se réduire. Si les membres de l'OPEP ont continué d'effectuer des remboursements (\$2,8 milliards), la baisse des prix pétroliers a ramené leurs nouveaux dépôts à \$2,3 milliards, au plus bas depuis 1999. Pour les économies d'Asie, les variations des créances et engagements bancaires (respectivement -\$1,5 milliard et \$14,7 milliards) sont demeurées conformes aux tendances récentes. Les créances transfrontières sur plusieurs pays ont toutefois cessé de diminuer et une inversion de tendance s'amorce même dans certains cas: les crédits aux Philippines et à la Malaisie ont augmenté pour le troisième trimestre consécutif (respectivement \$0,5 milliard et \$0,3 milliard). En outre, la part des emprunts du secteur privé se contracte: les concours au

Hausse des créances transfrontières sur l'Argentine et la Russie ...

... mais baisse persistante de l'exposition des banques

Ralentissement des dépôts des membres de l'OPEP ...

³ Ces ventes se reflètent dans les positions transfrontières uniquement si leur produit est rapatrié au siège.

secteur public ont progressé de 2 points aux Philippines et de 3 points en Malaysia (où ils atteignent 20% du total consolidé); ils ont doublé à Taiwan, Chine (ci-après Taiwan), à 12%.

... mais bonne tenue de ceux de Taiwan et de Chine continentale

À Taiwan, les banques déclarantes ont également prêté des montants substantiels au secteur bancaire, leurs créances augmentant de \$1,3 milliard. Cependant, comme ce secteur dispose de financements intérieurs en monnaie américaine, il a réacheminé ses excédents de dollars vers le marché international, ce qui a contribué à la hausse des engagements bancaires (\$6,8 milliards). Pour la Chine continentale, les créances transfrontières se sont aussi accrues (\$1,5 milliard), mais les faibles besoins en dollars des banques chinoises les ont incitées à continuer d'effectuer d'importants dépôts à l'étranger, d'où un bond de \$3,5 milliards des engagements⁴.

⁴ Le *Rapport trimestriel BRI* a consacré deux études à l'essor des dépôts en devises de Taiwan et de Chine continentale: Robert N. McCauley et Y. K. Mo, «Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine», août 2000, pp. 34-38; Ben S. C. Fung et Robert N. McCauley, «Expansion des dépôts en devises à Taiwan: facteurs explicatifs», septembre 2001, pp. 50-57.

Crédits consortiaux internationaux: les meilleures signatures privilégiées

Blaise Gadanecz

Après un deuxième trimestre record, les montages ont totalisé \$304 milliards au troisième, soit un recul de 26% (cvs), dû essentiellement à une réduction des crédits aux emprunteurs de second rang. Si, ces dernières années, les émetteurs de note égale ou inférieure à BBB recevaient environ les deux tiers des prêts consortiaux aux sociétés notées, le chiffre est tombé à 50%. Le volume total n'en demeure pas moins supérieur au niveau moyen de 1997-99, période de croissance mondiale nettement plus vigoureuse.

Les résidents des États-Unis ont emprunté \$181 milliards au troisième trimestre, soit une baisse de 42% sur trois mois, mais de 9% seulement par rapport à l'an passé à même époque. Les établissements financiers, y compris les unités de financement des entreprises, ont été beaucoup moins présents, leur part revenant de 39% à 20% du total des montages. Les plus grosses facilités ont été organisées pour Philip Morris USA (\$8 milliards) et Kraft (\$6 milliards). Avec ces opérations, la proportion du secteur produits alimentaires, boissons et tabac est passée à 12%, contre 3% en moyenne l'an dernier.

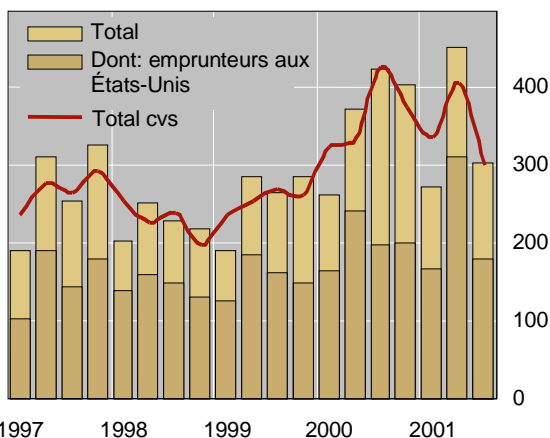
En Europe, les facilités conclues (\$75 milliards) ont diminué de 21% en un trimestre et de 58% par rapport à un an auparavant, où les télécoms avaient collecté un montant record. Les plus gros montages ont été mis sur pied pour le refinancement, à échéance, de facilités de ces opérateurs: £5,5 milliards pour British Telecom et €5 milliards pour Telecom Italia ainsi que Deutsche Telekom.

Les montages destinés aux économies émergentes (\$18 milliards) ont augmenté, dépassant le niveau des six premiers mois, mais non ceux de 2000. Les emprunteurs d'Afrique du Sud ont été les principaux bénéficiaires, avec \$4,6 milliards: la South African Reserve Bank s'est procuré \$1,5 milliard pour refinancer des prêts bilatéraux et l'assureur Old Mutual £900 millions, également à des fins de refinancement. Les emprunteurs de Corée, établissements bancaires surtout, ont conclu des transactions pour un montant total de \$1,6 milliard. Après deux trimestres de quasi-absence, les résidents de Turquie ont obtenu \$1,5 milliard; il s'agit essentiellement de banques, qui reviennent sur le marché en payant le prix fort, puisque leur prime par rapport au Libor s'est élargie à plus de 200 points de base, contre 110 environ en 2000. Les résidents d'Amérique latine n'ont jamais été aussi peu actifs depuis 1999, notamment ceux du Mexique. L'Argentine a collecté \$0,4 milliard pour financer des projets miniers (pétrole et gaz).

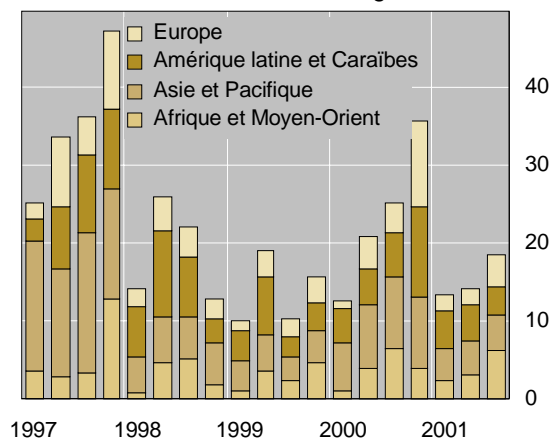
Prêts consortiaux internationaux

En milliards de dollars EU

Facilités conclues



En faveur des économies émergentes



Sources: Dealogic Capital Data Loanware; BRI.

3. Marché des titres de dette

La demande de financements internationaux a encore diminué au troisième trimestre 2001, dans un contexte de ralentissement économique mondial. Sur le marché des titres, les émissions nettes ont fléchi de près de 40%, à \$169 milliards (tableau 3.1). Ce mouvement a été généralisé, affectant l'ensemble des échéances, régions et secteurs d'activité. Le volume net collecté par les établissements financiers s'est contracté de manière particulièrement sensible, confirmant l'évolution décrite dans le dernier *Rapport trimestriel BRI*. En termes bruts, les annonces d'obligations et effets ont régressé de \$533 milliards, à \$423 milliards (tableau 3.2).

Le total des remboursements d'obligations et effets (\$207 milliards) est demeuré élevé, portant à \$642 milliards le montant des amortissements sur les neuf premiers mois, record absolu pour trois trimestres. Ce chiffre reflète l'essor régulier des émissions, ces dernières années, ainsi que la volonté, pour les débiteurs bénéficiant d'options de remboursement anticipé, de se refinancer à de meilleures conditions. En volume brut, les émissions classiques à taux fixe se sont fortement contractées, tandis que celles à taux variable ont légèrement progressé, ce qui porte à croire que les emprunteurs ont peut-être, plus que les prêteurs, anticipé de nouvelles baisses des taux d'intérêt.

Poursuite de la baisse des émissions nettes pour toutes les échéances

Le ralentissement mondial entraîne une contraction des émissions ...

... notamment des instruments à court terme ...

Affectées par le ralentissement économique mondial, les émissions nettes ont continué à baisser pour l'ensemble des échéances. Le compartiment court a même enregistré un résultat négatif pour le deuxième trimestre consécutif, l'encours d'instruments du marché monétaire se contractant: -\$46 milliards, après -\$26 milliards (graphique 3.1, cadre de gauche). Le papier commercial (PC), principal instrument du marché monétaire, a subi un recul historique sur l'international (-\$12 milliards) et, encore plus, sur le marché interne américain (-\$58 milliards, après -\$131 milliards pour les six premiers mois).

Les émissions nettes de titres à plus long terme (obligations et effets) ont également accéléré leur repli: à \$215 milliards, elles baissent de 33% par rapport au maximum du premier trimestre. Pour les émissions classiques

Titres internationaux: émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	1999	2000			2001			Encours à fin sept. 2001
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Instruments du marché monétaire ¹	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
<i>Papier commercial</i>	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Obligations et effets ¹	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
<i>Notes à taux variable</i>	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
<i>Titres liés aux actions</i>	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Pays développés	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
<i>États-Unis</i>	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
<i>Zone euro</i>	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
<i>Japon</i>	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Places franches	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Économies émergentes	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Institutions internationales	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Secteur privé	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
<i>Établissements financiers²</i>	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
<i>Entreprises</i>	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Secteur public ³	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
<i>Administrations centrales</i>	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
<i>Agences et organismes</i>	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2 ⁴	1 894,5 ⁴
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

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

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

Tableau 3.1

à taux fixe, les obligations, à \$139 milliards, ont connu leur plus importante contraction en termes nets (37%); à cela s'ajoute la forte régression des annonces, revenues de \$382 milliards à \$276 milliards. En chiffres bruts et nets, les emprunteurs européens ont été les plus touchés.

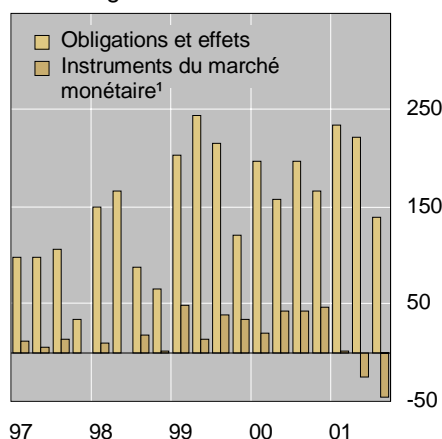
Les émissions nettes d'obligations notées ont généralement régressé: 42% pour les titres AAA, à \$25 milliards, et 63% pour les autres signatures de qualité, à \$24 milliards. Comme l'indique la Vue d'ensemble, les marges de crédit se sont régulièrement élargies au cours du trimestre. Cela laisse supposer que la détérioration de la situation économique mondiale a accru le pessimisme des acteurs du marché dans leurs évaluations subjectives des

... et obligations autres que AAA

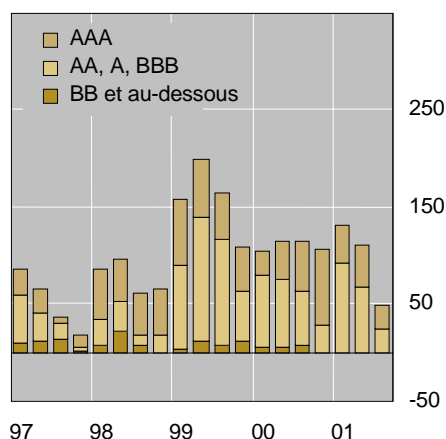
Émissions internationales nettes, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie



Par notation²



¹ À l'exclusion des titres amortis en cours de trimestre. ² 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

probabilités de défaillance. La chute brutale des rendements de référence a néanmoins entraîné une forte baisse du coût total des emprunts pour les entreprises. La contraction des émissions, dans ces conditions, est donc bien due davantage à une réduction de la demande consécutive au ralentissement de l'activité qu'à un resserrement des conditions de crédit par les prêteurs.

Repli particulièrement marqué des emprunts du secteur privé

Le recul des émissions est dû en grande partie au secteur privé ...

Les émissions nettes du secteur privé, à \$116 milliards, ont continué à baisser: de 46% sur les trois mois et de 56% par rapport au maximum du premier trimestre. Le recul de ce compartiment explique presque à lui seul la diminution d'ensemble. Depuis le milieu des années 90, une contraction n'a été plus importante, sur six mois, qu'en 1998: les émissions étaient revenues de \$177 milliards au deuxième trimestre à \$58 milliards au quatrième, en liaison avec la crise économique en Russie.

... notamment aux établissements financiers

La contraction des emprunts du secteur privé est principalement attribuable à un nouveau repli des émissions nettes des établissements financiers: à \$99 milliards, elles sont en retrait de \$61 milliards sur trois mois et sont revenues à seulement 45% du record du premier trimestre. Ce recul s'explique probablement par le fait que le secteur financier a perçu une baisse généralisée de la demande; au deuxième trimestre, il avait touché les États-Unis et l'Allemagne; au troisième, il s'est étendu à d'autres pays développés d'Europe et au Japon.

Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000			2001		
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
Notes à taux variable	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Obligations classiques à taux fixe	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Titres liés aux actions ¹	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
Dollar EU	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Autres monnaies	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Secteur privé	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Établissements financiers</i> ²	1 047,9	1 083,8	277,9	248,8	331,4	307,1	245,1
<i>Entreprises</i>	217,2	235,5	60,4	54,8	78,8	90,1	47,8
<i>dont: télécoms</i>	83,0	114,7	24,5	19,0	49,2	31,9	15,6
Secteur public	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Administrations centrales</i>	93,6	92,5	23,5	4,5	28,5	20,8	13,2
<i>Agences et organismes</i>	192,6	225,7	65,6	61,3	95,2	91,8	97,0
Institutions internationales	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Émissions effectives	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Remboursements	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

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

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

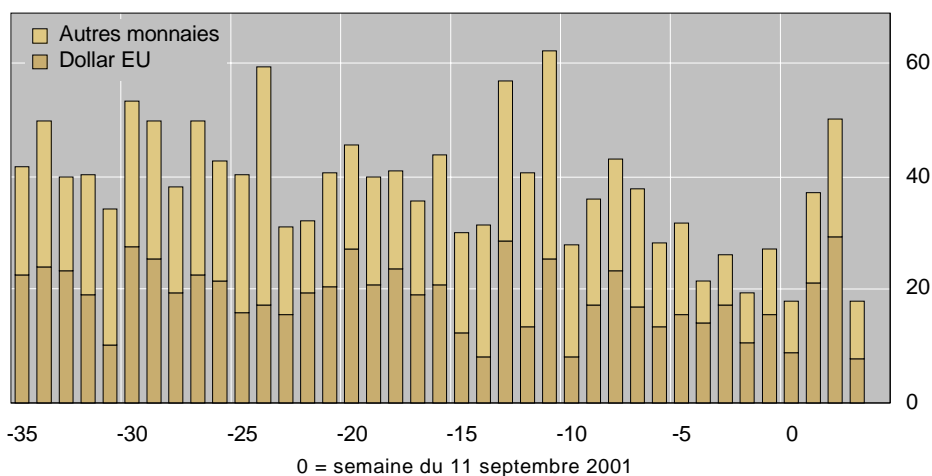
Les émissions nettes des entreprises ont chuté, elles aussi, revenant de \$57 milliards à \$18 milliards. Elles ont diminué en cours de trimestre, parallèlement à la tendance générale des annonces d'obligations et effets, qui ont touché leur plus bas la semaine du 11 septembre (graphique 3.2). Contrairement aux attentes, les annonces se sont fortement redressées dans les trois semaines suivantes, notamment celles des entreprises notées AAA: ainsi, Bristol-Myers Squibb a sollicité le marché pour un montant relativement important (\$5 milliards en deux tranches), avec une marge assez faible (environ 100 points de base); de même, General Electric Capital a proposé deux emprunts au cours de la première semaine, collectant \$4,7 milliards.

En termes nets, les émissions du secteur public se sont également réduites, quoique dans une moindre mesure, ce qui s'explique principalement par la diminution des besoins de financement des administrations centrales, dont les émissions sont passées de \$8 milliards à -\$3 milliards. Les agences et organismes aussi sont en léger recul, de \$48 milliards à \$44 milliards; en revanche, leurs émissions brutes ont progressé, de \$100 milliards à \$112 milliards, en raison essentiellement de l'activité des agences américaines, surtout de crédit au logement, dont les titres à long terme ont

Les agences américaines demeurent actives

Obligations et effets internationaux: annonces en 2001

Total hebdomadaire, en milliards de dollars EU



Sources: Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Graphique 3.2

enregistré une hausse record (de \$79 milliards à \$88 milliards); celle-ci s'explique par deux facteurs: volonté d'établir des références tarifaires et essor des refinancements hypothécaires aux États-Unis.

Les pays en développement affectés par le ralentissement et les difficultés économiques

Remboursements nets des emprunteurs des économies émergentes ...

En termes nets, les émissions des économies émergentes sur le marché des titres sont en fait devenues légèrement négatives (-\$4 milliards). Cela n'est guère surprenant, vu l'incidence du ralentissement de l'activité mondiale sur leurs gains à l'exportation et les difficultés rencontrées par certaines en juillet. La contraction, qui a touché toutes les régions, a été particulièrement sensible pour l'Amérique latine et les Caraïbes (de \$7,4 milliards à -\$3,8 milliards), en grande partie du fait des emprunteurs mexicains. Les émissions de la région Asie-Pacifique ont également régressé (de \$1,8 milliard à -\$3,5 milliards), inversant ainsi la hausse du trimestre précédent.

Certaines économies émergentes ont néanmoins continué d'avoir accès au marché. Ainsi, l'Argentine a obtenu \$356 millions dans le cadre d'annonces de volume relativement faible (la plus importante, en faveur de la Province de Buenos Aires, portant sur \$74 millions), alors même que le pays débattait ouvertement de la restructuration de sa dette. Le Mexique, dont les emprunts nets ont notablement baissé, a pu annoncer \$3,1 milliards et le Brésil \$3,5 milliards.

... qui n'ont pas tous accès au marché

L'incertitude croissante qui pèse sur les perspectives des économies émergentes depuis le 11 septembre a considérablement freiné leur accès au marché vers la fin du trimestre. L'annonce, par deux gros émetteurs mexicains,

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		1999	2000		2001			
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Amérique du Nord	Dollar EU	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	- 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Autres monnaies	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	- 1,5
Europe	Dollar EU	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	- 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	- 2,5	- 6,0	1,9	4,0
	Autres monnaies	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Autres régions	Dollar EU	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	- 13,6	- 20,3	- 2,4	- 4,6	- 3,3	4,5	- 2,1
	Autres monnaies	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Total	Dollar EU	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	- 11,5	37,4	9,0	- 4,0	- 6,0	11,6	8,3
	Autres monnaies	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

¹ 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

que l'aggravation de la situation économique pourrait empêcher des paiements d'intérêts a fortement accru l'aversion des investisseurs à l'égard du risque. En fait, seules deux émissions souveraines de taille ont eu lieu depuis cette date: \$650 millions pour le gouvernement chilien, le 11 octobre, et \$500 millions pour la République dominicaine, le 27 novembre.

Chute des émissions en dollars et en euros

Le ralentissement de l'économie mondiale a continué de freiner les émissions nettes en dollars EU (quelque -30%) ainsi qu'en euros (-50% environ). La diminution de la demande de financements semble avoir été particulièrement marquée en Europe, où les émissions nettes en euros des signatures locales se sont contractées de 19% au deuxième trimestre, puis de 50% au troisième. Celles en dollars des émetteurs nord-américains ont, pour leur part, accusé une baisse inférieure à 33% sur les deux derniers trimestres.

Au cours des trois premiers trimestres 2001, la tendance générale à la diminution du volume moyen des émissions classiques à taux fixe s'est poursuivie (graphique 3.3). Sur la période 1997-2001, la baisse a été plus importante pour l'Europe (près de 50%); le volume moyen en euros, qui avait augmenté lors de l'instauration de la monnaie unique, certains emprunteurs

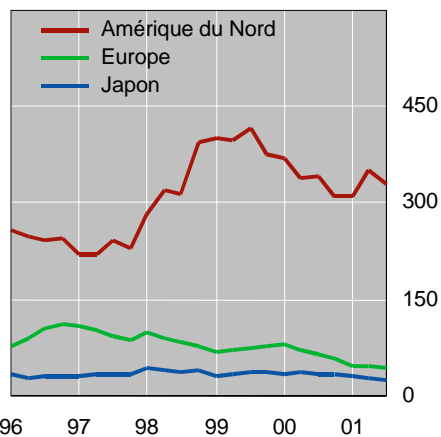
Chute plus marquée en euros qu'en dollars

Confirmation de la tendance à la diminution du volume des émissions

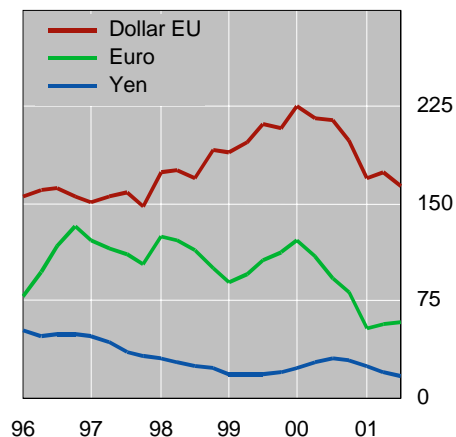
Obligations et effets internationaux à taux fixe: annonces, taille moyenne

Moyenne mobile sur quatre trimestres; en millions de dollars EU

Par région



Par monnaie



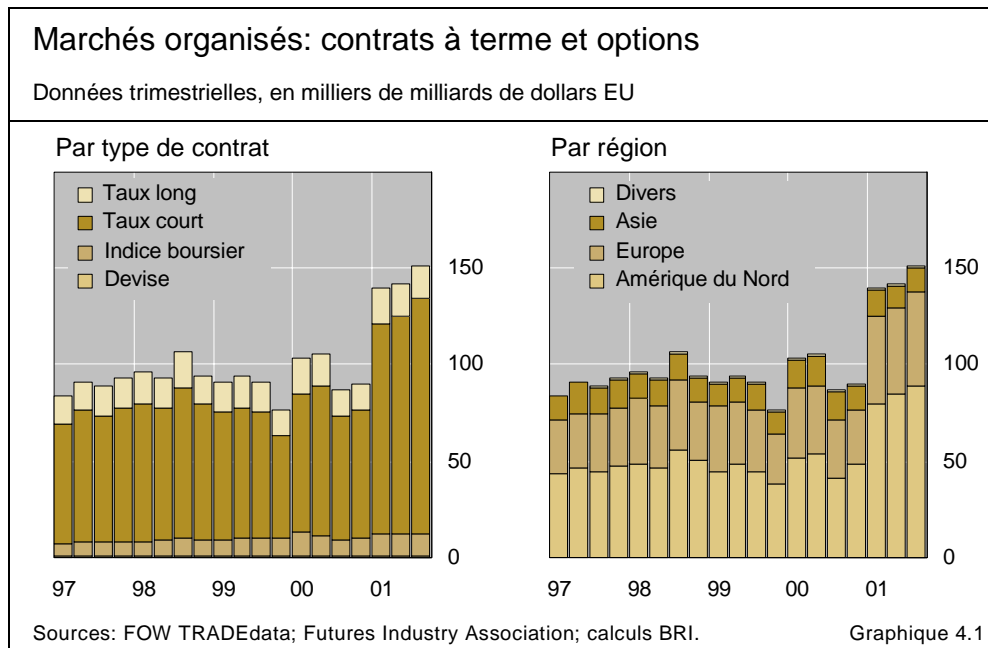
Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.
Graphique 3.3

cherchant alors à imposer des références (étude, page 49), a reflué récemment. Le volume moyen en yens a également beaucoup régressé sur cette période (de \$33 millions à \$16 millions).

4. Marchés dérivés

Le volume total des dérivés négociés sur les marchés organisés a atteint un nouveau record au troisième trimestre 2001, la valeur notionnelle des contrats recensés par la BRI ayant progressé de 6%, à \$150 000 milliards. Alors que l'activité a été globalement assez faible en juillet et août, les attentats du 11 septembre sur des sites symboliques aux États-Unis ont entraîné une accélération. En outre, plusieurs des tendances récentes ont persisté. Ainsi, le dynamisme exceptionnel des contrats du marché monétaire américain, les deux trimestres précédents, dans un contexte de détente monétaire et de modification des pratiques de gestion des risques, s'est confirmé. En revanche, pour les autres contrats, tels ceux sur obligation d'État et indice boursier, le négoce est resté généralement terne.

Pour les dérivés de gré à gré, les dernières statistiques semestrielles de la BRI sur les positions agrégées indiquent un léger redressement au premier semestre 2001, l'encours augmentant de 4%, à \$98 800 milliards. Si le rythme d'expansion s'est ralenti depuis début 2000, certains segments, comme les contrats d'échange de taux en dollars EU, restent dynamiques.



Dans le compartiment monétaire, préférence pour les options, en raison d'une accélération des refinancements hypothécaires

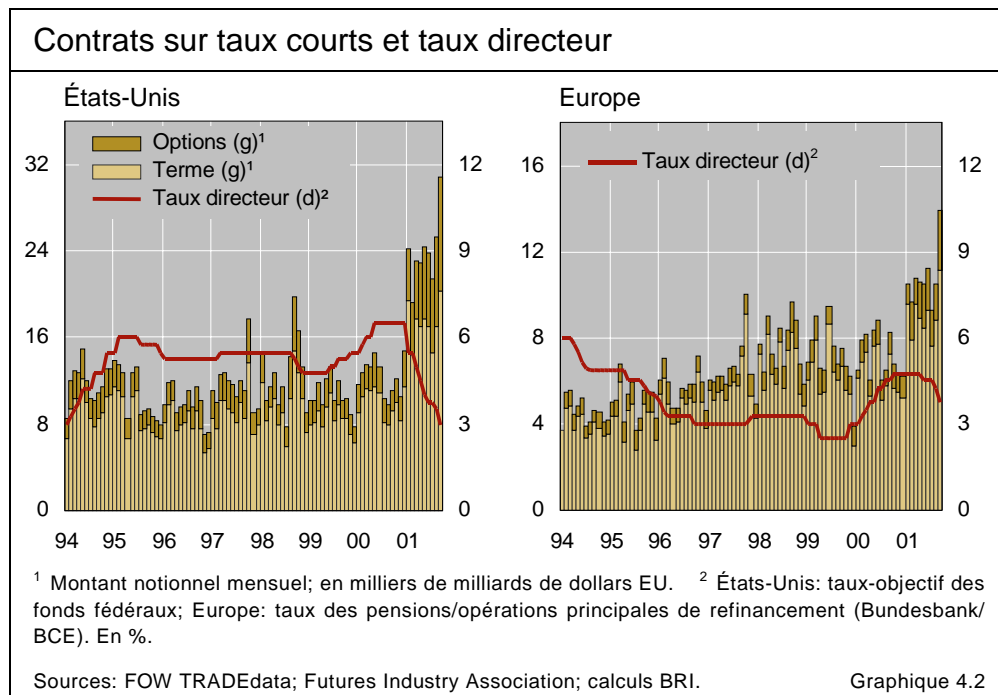
Sur les marchés organisés, la progression des produits de taux s'est accélérée au troisième trimestre 2001, l'encours augmentant de 7% (après 1%), à \$137 900 milliards. Une fois encore, les instruments à terme du marché monétaire se sont distingués, avec une hausse de 9%, à \$122 100 milliards.

Le volume de contrats à terme du marché monétaire, qui s'est accru de 2%, à \$88 500 milliards, est exceptionnellement élevé depuis le début de l'année, pour plusieurs raisons conjoncturelles et structurelles. La détente monétaire aux États-Unis a constitué l'un des principaux facteurs temporaires: à mesure que les espoirs de reprise s'estompaient, les opérateurs ont de plus en plus misé sur de fortes réductions des taux directeurs, ce qui a favorisé l'activité sur taux courts américains. De même en Europe: avec l'apparition de signes de faiblesse économique, les instruments sur taux courts euro et livre sterling ont connu une évolution semblable, quoique moins prononcée.

Le compartiment monétaire a en outre été soutenu par les attentats du 11 septembre, qui ont entraîné une forte incertitude sur le marché. Les importantes liquidités injectées par les banques centrales ont intensifié les anticipations de détente monétaire, ce qui a entretenu les transactions. Situés à Chicago, les principaux marchés américains de contrats à terme ont connu moins de difficultés de fonctionnement que les marchés au comptant; ils auraient même bénéficié du report de certaines opérations de couverture et de prise de positions sur taux courts¹.

Les contrats sur instruments de court terme sont favorisés par les réductions des taux directeurs ...

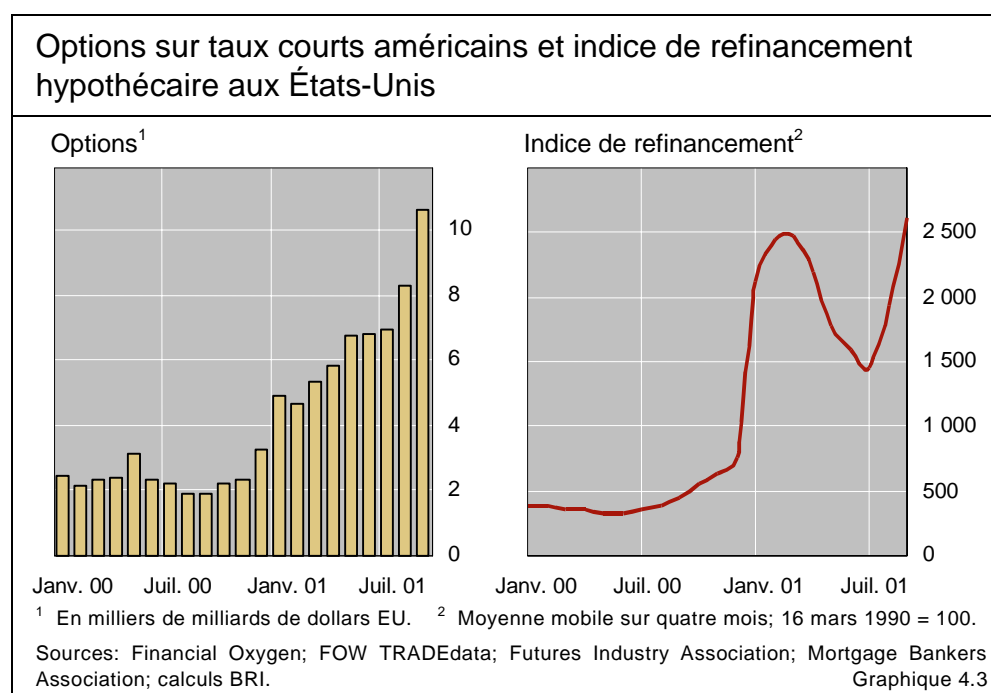
... et par les perturbations consécutives aux attentats



¹ CBOT et CME ont suspendu le négoce de leurs contrats sur titres à revenu fixe le 11 septembre et sont restés fermés le lendemain. Les opérations ont repris le 13 septembre, pour une séance écourtée.

Le troisième trimestre a également été caractérisé par une augmentation très rapide du volume des options sur contrats du marché monétaire (+33%, à \$33 600 milliards). Particulièrement dynamiques sur les places américaines depuis le début de l'année, ces options semblent avoir profité en partie des mêmes facteurs que leurs supports. En outre, leur évolution paraît étroitement liée à celle du marché hypothécaire américain. Les sociétés de crédit hypothécaire et les détenteurs de titres adossés à des hypothèques (TAH), préoccupés par une possible accélération des remboursements anticipés en cas de nouvelle baisse des taux longs, ont, depuis le début de l'année, accru leur demande d'options d'échange (taux fixe reçu contre taux variable payé dans le cadre d'un contrat d'échange)². Les intermédiaires offrant ces options d'échange ont ensuite couvert leurs positions courtes en prenant des options sur le gré à gré et les marchés organisés. Le négoce d'options sur taux courts semble avoir globalement suivi l'activité du marché hypothécaire américain, où les demandes de refinancement ont atteint un niveau record en fin de trimestre.

Les refinancements hypothécaires stimulent les options du marché monétaire américain



² Les investisseurs en TAH sont exposés à un important risque de remboursement anticipé (ou «risque de convexité»), puisque les débiteurs dans le cadre des hypothèques sous-jacentes peuvent rembourser par anticipation, par exemple pour se refinancer à des conditions plus favorables en cas de baisse des taux longs. Ces remboursements conduisent à leur tour les émetteurs de TAH à les amortir avant échéance à mesure que le lot d'hypothèques sous-jacentes diminue. Afin de se protéger contre un raccourcissement de la durée de leur portefeuille et une perte de leurs revenus d'intérêts, les détenteurs de TAH peuvent acheter des options d'échange leur permettant, en cas de remboursement anticipé des titres en leur possession, de recevoir des paiements à taux fixe dans des conditions convenues à l'avance.

Les acteurs jouant sur l'effet de levier sont plus actifs dans le compartiment court ...

La vigueur des instruments du marché monétaire américain peut également refléter d'autres facteurs temporaires. Certains opérateurs ont remarqué que les acteurs jouant sur l'effet de levier, notamment ceux dont la stratégie consiste à profiter de la dynamique du marché, étaient très actifs dans le compartiment court depuis quelques mois, achetant des contrats eurodollar en phase de redressement du marché³. Ces intervenants trouvent les contrats à terme plus attrayants que les titres au comptant, car ils leur permettent: a) de limiter au maximum leur exposition de bilan; b) de réduire les risques de financement associés à d'éventuels resserrements des lignes de crédit sur pensions; c) d'éviter le risque idiosyncrasique de pressions temporaires sur les taux («spéciaux») des pensions⁴.

... dont le dynamisme reflète également des forces plus profondes

Toutefois, la bonne tenue du compartiment court reflète probablement, en outre, des facteurs structurels plus profonds, comme l'abandon de la référence aux rendements du Trésor EU, par les divers opérateurs, au profit de celle du marché monétaire et des contrats d'échange, reposant sur le Libor (étude, page 49). À plusieurs reprises, le *Rapport trimestriel BRI* a souligné le rôle joué par les émissions internationales de titres à revenu fixe dans l'expansion des contrats d'échange de taux et, par conséquent, des contrats à terme eurodollar. Le fait que ces derniers aient conservé tout leur dynamisme, alors que les titres sous-jacents s'inscrivaient en repli (Marché des titres de dette, page 23), semble indiquer des modifications durables dans les pratiques de gestion des risques, voire l'arrivée de nouveaux participants⁵. À cet égard, des sources de marché ont observé que les sociétés de crédit hypothécaire et les investisseurs recourent de plus en plus aux contrats d'échange de taux, depuis quelque temps, pour gérer la duration de leurs portefeuilles de TAH⁶.

Nouvelle contraction des contrats sur obligations

Contrairement aux instruments du marché monétaire, les contrats de plus long terme ont diminué, quoique légèrement, pour le deuxième trimestre consécutif (-2%, à \$15 900 milliards). Ce tassement reflète sans doute l'étroitesse de la fourchette dans laquelle les taux longs ont évolué. En effet, même durant les semaines qui ont suivi le 11 septembre, les rendements des obligations d'État

³ Pour une analyse détaillée: Gerald Lucas et Joseph Schatz, «Futures vs cash volumes», *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24 août 2001.

⁴ Sur le marché des pensions, le terme «spécial» caractérise un taux au jour le jour ou à terme inférieur au taux du marché, sur des prêts adossés à des sûretés dont l'offre est peu abondante. Les opérateurs acceptant de fournir ces sûretés peuvent bénéficier d'une importante réduction sur leurs coûts de financement.

⁵ L'émission de titres à revenu fixe est généralement associée à une demande de contrats d'échange sur taux courts à des fins de couverture. Une baisse de la demande de ces contrats d'échange entraîne normalement une diminution correspondante des contrats à terme du marché monétaire, couramment utilisés pour les couvrir.

⁶ Question étudiée dans plusieurs numéros de *The global credit strategist*, revue bimensuelle de Credit Suisse First Boston.

ont baissé beaucoup moins que ceux du marché monétaire, ce qui peut s'expliquer par deux facteurs: des anticipations de reprise économique en fin d'année et la crainte que l'assouplissement budgétaire aux États-Unis ne creuse le déficit public et, par conséquent, ne ramène l'État à une situation d'emprunteur net.

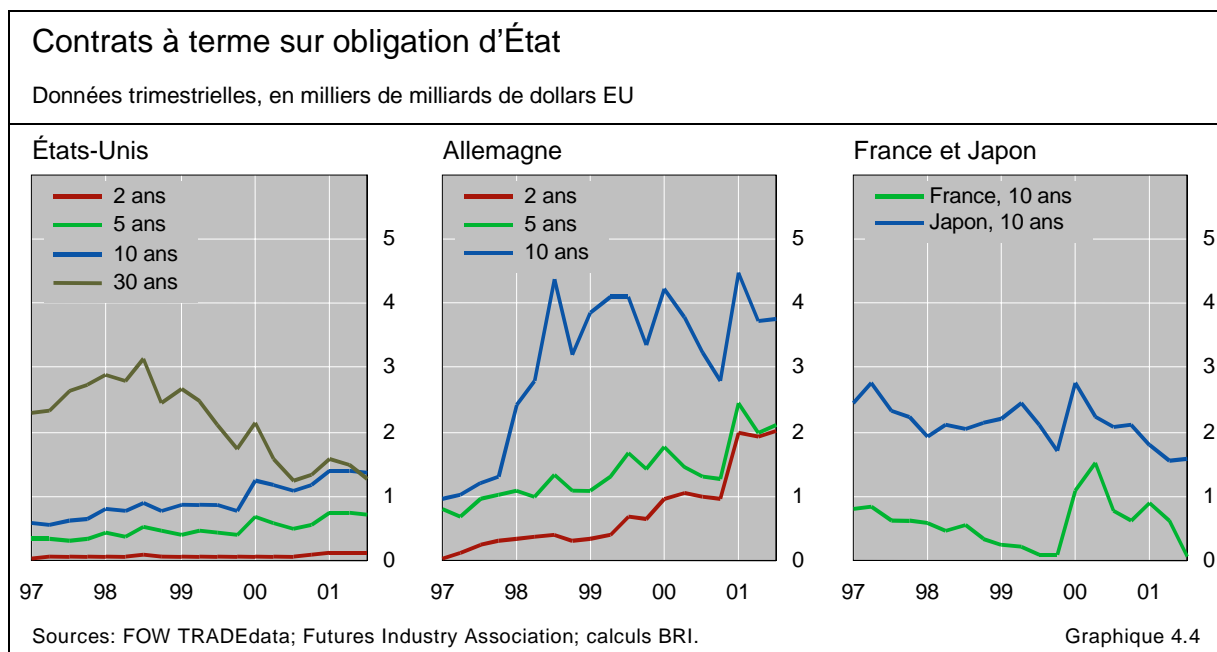
Si, au deuxième trimestre, Eurex avait enregistré la contraction la plus marquée (-14%), c'est CBOT (-8%) qui est principalement responsable du repli au troisième. Le négoce, particulièrement faible aux États-Unis en juillet, s'est légèrement redressé en août, en raison d'une hausse de la volatilité. L'activité a été stimulée par les attentats durant les deux dernières semaines de septembre, mais a diminué sur le mois, du fait de la fermeture de CBOT pendant deux jours. Dans l'ensemble, tous les instruments sur obligations et autres titres d'État ont perdu du terrain. Seul le contrat sur valeur du Trésor 2 ans a progressé (de 5%), son sous-jacent étant largement utilisé pour prendre des positions en anticipation des décisions de la Réserve fédérale.

Malgré les perturbations qui ont affecté le marché du Trésor EU, les dérivés sur taux longs américains ont confirmé certaines tendances. L'incertitude entourant le statut de l'obligation d'État 30 ans a continué de freiner les transactions au comptant et sur dérivés. Après s'être brièvement redressé aux premier et deuxième trimestres, le contrat à terme correspondant s'est donc à nouveau contracté (-15%). Les instruments sur valeur du Trésor 10 ans, qui ont beaucoup moins diminué (-2%), l'ont remplacé au premier rang des contrats américains de long terme.

Sur Eurex, les contrats sur obligations d'État allemandes ont progressé de 5%. Leur volume a fortement augmenté à la suite des attentats et certains observateurs ont partiellement attribué cette hausse au fait que les intervenants ont délaissé les références américaines pour celles du marché allemand. L'expansion s'est concentrée sur les échéances 2 et 5 ans (*Euro*

Poursuite du repli des contrats sur obligations d'État américaines ...

... mais progression pour les obligations allemandes à 2 et 5 ans



Schatz et Euro Bobl), ce qui confirme l'acceptation croissante des titres d'État allemands de moyen terme comme références européennes. Simultanément, les limites de position fixées par Eurex pour ses contrats sur obligation d'État ainsi que les déclarations de Finanzagentur (nouvel organisme de gestion de la dette publique) indiquant son intention d'empêcher tout assèchement du marché semblent avoir réussi à éviter ce type de dysfonctionnement.

Assèchement de
l'Euronotionnel
français

Sur Matif (Euronext Paris), en revanche, l'Euronotionnel, depuis de nombreuses années en tête des contrats obligataires français, a enregistré une nouvelle contraction sévère (-90%). Des analystes l'ont attribuée à la fermeture, en septembre, de Matif Intervention Bancaire (MIB), structure de soutien du marché mise en place fin 1999. La création de MIB avait entraîné une reprise de l'activité en 2000 mais, avec un déplacement de la liquidité vers les contrats sur obligations d'État allemandes Eurex, il était devenu de plus en plus difficile d'effectuer des opérations de gros montant sur la place française. Cette évolution confirme, une fois de plus, que la liquidité tend à se concentrer sur un petit nombre d'instruments et que, en règle générale, un seul contrat d'une échéance donnée peut subsister dans une même zone horaire. Par ailleurs, Matif a institué un teneur de marché pour son nouveau contrat sur obligation d'État 5 ans, instrument qui semble promis à un meilleur avenir, puisque l'échéancier de la dette publique française devrait se raccourcir.

Sur LIFFE, enfin, le tout récent Swapnote en euros a continué de progresser (près de 30%) (pour plus de détails: *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2001). Il convient toutefois de noter que le négoce des contrats de ce type demeure faible, puisqu'ils représentent moins de 2%, en valeur, des contrats à terme sur obligations d'État allemandes.

Repli des contrats sur indices boursiers, malgré les turbulences

Baisse de l'activité
sur indices
boursiers ...

Le volume des contrats sur indices boursiers a diminué de 4%, à \$11 600 milliards. S'il a connu un vif essor en Europe et dans la région Asie-Pacifique (respectivement +13% et +18%), il a fortement régressé en Amérique du Nord (-15%). Pour le deuxième trimestre consécutif, les options ont dépassé les contrats à terme.

Dans l'ensemble, l'activité a reflété la volatilité des marchés, augmentant progressivement au cours du trimestre, à mesure que les indicateurs macroéconomiques décevants et les avertissements sur résultats ébranlaient les marchés des actions. La volatilité s'est fortement accrue fin août, au moment où les avertissements de Sun Microsystems et Corning ont fait tomber le Dow Jones au-dessous de 10 000 pour la première fois depuis avril. Par la suite, les attentats ont suscité une profonde incertitude. Les transactions sur indices boursiers américains ayant été interrompues le reste de la semaine, le négoce s'est brutalement intensifié dans les autres pays et plusieurs places européennes ont enregistré de nouveaux records journaliers. À leur réouverture, le matin du 17 septembre, les marchés dérivés des États-Unis ont connu une animation sans égale, avec l'exécution des ordres de vente accumulés. Le repli global de 15% des places nord-américaines sur le

... malgré
les records
atteints après
le 11 septembre

trimestre n'a cependant pas résulté uniquement des perturbations consécutives au 11 septembre: les volumes mensuels de juillet et août ont été bien inférieurs à ceux des trois mois précédents. Sans les quatre jours de fermeture des marchés américains, les contrats sur indices boursiers auraient certes atteint un volume plus élevé sur le trimestre, mais cela n'aurait probablement pas empêché leur contraction.

Gré à gré: légère progression au premier semestre 2001

Les chiffres provisoires de l'enquête semestrielle BRI sur le gré à gré mondial indiquent un léger rebond au premier semestre 2001, l'encours notionnel total étant estimé à \$98 800 milliards fin juin 2001, en hausse de 4% par rapport à fin décembre 2000. L'expansion s'est ralentie, mais certains segments restent très dynamiques.

L'encours des contrats sur devises et sur taux a augmenté de respectivement 8% et 4%, tandis qu'il est demeuré stable pour les instruments liés aux actions. Une divergence de rythme de progression apparaît entre le gré à gré et les marchés organisés, où la position ouverte sur contrats de taux et sur indices boursiers (les deux catégories les plus négociées) s'est accrue de respectivement 39% et 28%. Si elle se prolonge, cette hausse rapide marquera une importante rupture avec les années 90, où le gré à gré se développait généralement plus vite que les marchés organisés.

Les derniers chiffres laissent également penser que la concentration du secteur financier a moins d'influence sur le niveau global d'activité que sur les parts respectives des contreparties. En effet, certains opérateurs estimaient que la fusion J.P. Morgan-Chase, fin 2000, réduirait l'encours total en dollars EU⁷. Or, celui-ci a fortement augmenté. En revanche, les fusions permettent probablement d'expliquer le ralentissement de l'expansion des positions entre courtiers dans les compartiments de taux et de devises.

Les *instruments de taux* se sont accrus de 4%, à \$67 500 milliards. Trois grandes évolutions sont à signaler en ce qui les concerne. Premièrement, le négoce a été tiré par un redémarrage des contrats d'échange (compartiment de loin le plus important du gré à gré), dont l'encours a augmenté de 5%, à \$51 400 milliards. En revanche, les segments terme et options sont demeurés peu animés, progressant à peine. Deuxièmement, ces produits semblent utilisés par une gamme de plus en plus large de participants, comme le montre la hausse régulière, depuis 1998, des positions des établissements financiers non déclarants; ce schéma d'expansion contraste avec le tassement de l'activité des courtiers déclarants et la faiblesse des transactions avec la clientèle non financière. Troisièmement, le dollar EU rattrape rapidement son retard sur l'euro (graphique page 57).

Divergence entre marchés organisés et gré à gré

La concentration du secteur financier modifie les parts respectives des divers utilisateurs

Redémarrage des contrats d'échange de taux ...

... grâce à l'élargissement de la gamme des participants

⁷ Les fusions-acquisitions entraînent une élimination des transactions bilatérales et, par conséquent, une réduction de l'encours.

Instruments dérivés de gré à gré¹

Encours, en milliards de dollars EU

	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin
	1999	2000		2001	1999	2000		2001
Total général	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
Instruments sur devises	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
Terme sec et swaps cambistes	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Contrats d'échange	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Options	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
Instruments de taux ²	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
Terme	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Contrats d'échange	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Options	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
Instruments liés aux actions	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
Contrats à terme et d'échange	283	340	335	329	71	62	61	49
Options	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
Instruments sur marchandises ³	548	584	662	590	59	80	133	83
Or	243	261	218	203	23	19	17	21
Autres	305	323	445	387	37	61	116	62
Contrats à terme et d'échange	163	168	248	229	...	...	...	...
Options	143	155	196	158	...	...	...	...
Autres ⁴	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
Risque de crédit brut ⁵					1 023	937	1 080	1 019

¹ Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel: positions entre parties déclarantes divisées par deux; valeur de marché brute: valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur absolue de la valeur de marché négative brute des contrats avec les parties non déclarantes. ² Contrats en une seule devise uniquement. ³ Chiffres corrigés (par estimation) des doubles recensements. ⁴ Positions d'établissements n'entrant pas dans le cadre normal de déclaration BRI (estimations). ⁵ Valeur de marché brute après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides. Tableau 4.1

Essor rapide des
contrats d'échange
sur dollar EU avec
l'évolution des
pratiques de
couverture et
de négociation

De fait, le compartiment des contrats d'échange sur dollar EU a été particulièrement dynamique, l'encours augmentant de 22%, à \$15 900 milliards. Sa vive progression, ces dernières années, s'explique par une modification des pratiques de couverture et de négociation; la liquidité réduite des obligations d'État américaines à long terme a incité les opérateurs à rechercher des instruments plus efficaces, comme les contrats d'échange. De plus, de nouveaux participants sont arrivés, tels les sociétés américaines de crédit hypothécaire et les investisseurs en TAH (voir précédemment). La détente monétaire aux États-Unis a également favorisé l'activité de couverture et de prise de position.

Les contrats d'échange de taux sur euro ont renoué avec l'expansion après leur importante contraction du deuxième semestre 2000, l'encours augmentant de 7%, à \$17 600 milliards. Leur progression avait été rapide après la mise en place de la monnaie unique, car ils devenaient des références intéressantes pour les titres européens à revenu fixe. Le ralentissement observé depuis juillet 2000 laisse penser que ce processus d'ajustement touche peut-être à sa fin.

Expansion plus lente dans le compartiment de l'euro

L'encours en yens a régressé de 12%, à \$9 700 milliards. Ce recul, qui traduit sans doute l'anticipation d'une évolution des taux d'intérêt japonais à l'intérieur d'une étroite fourchette, va à l'encontre de récents rapports de presse indiquant que des banques nippones avaient pris d'importantes positions taux fixe reçu.

L'encours des *instruments sur devises* a augmenté de 8%, à \$16 900 milliards. La catégorie terme sec et swaps cambistes (la plus importante) a progressé de 4%, les options de 7% et les contrats d'échange taux et devises de 20%. Ces derniers n'ont cessé de s'étoffer depuis que la BRI collecte des données sur le gré à gré, car ils bénéficient de l'intense activité mondiale en prêts consortiaux et titres.

Le *secteur lié aux actions* est demeuré stable, à \$1 900 milliards, après sa vive expansion du semestre précédent. Le plus petit compartiment, *produits sur marchandises*, a diminué de 11%, à \$600 milliards.

La *valeur de marché brute* est estimée à \$3 100 milliards, en légère baisse, après son essor exceptionnel du deuxième semestre 2000 (+24%). Le ratio valeur de marché brute/montant notionnel est revenu de 3,3% à 3,1%.

Des chiffres plus détaillés sur l'encours mondial de contrats de gré à gré, provenant de l'enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés, font l'objet d'un communiqué de presse (décembre 2001). La nouvelle série triennale, qui couvre une plus grande gamme d'opérateurs, fournira également des informations sur les dérivés de crédit⁸.

Publication d'autres résultats de l'enquête triennale

⁸ Ces instruments ne sont pas couverts par l'enquête semestrielle sur le gré à gré.

Enquête des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés

Gabriele Galati et Serge Jeanneau

En avril 2001, 48 banques centrales et autorités monétaires ont participé à l'enquête triennale qui rassemble des données mondiales en volume sur les changes traditionnels (comptant, terme sec et swaps cambistes) et les dérivés de gré à gré sur devises et taux d'intérêt¹. En octobre, la BRI et les banques centrales participantes ont publié des résultats préliminaires². Les chiffres définitifs (volumes sur les changes, volumes et encours sur le gré à gré) devraient être diffusés par la BRI début 2002.

Cette enquête révèle que les transactions de change ont diminué de 19%, à cours de change courants, par rapport à avril 1998 (revenant de \$1 490 milliards à \$1 210 milliards), alors que les précédentes indiquaient une progression rapide (l'étude page 40 analyse les causes possibles du repli). Parmi les compartiments, c'est le comptant qui a le plus baissé. S'agissant des contreparties, les opérations interbancaires ainsi qu'entre banques et clientèle non financière ont fortement régressé, tandis que celles entre banques et clientèle financière ont augmenté.

En ce qui concerne les dérivés de gré à gré³, le volume journalier moyen des transactions s'inscrit à \$575 milliards, en augmentation de 53% par rapport à avril 1998. L'enquête fait apparaître à cet égard un contraste entre contrats sur devises, qui régressent (de 31%, à \$67 milliards), et sur taux, qui continuent de progresser rapidement (de 85%, à \$489 milliards). Cette expansion, essentiellement attribuable aux contrats d'échange (+114%, à \$331 milliards), reflète un approfondissement des compartiments du dollar EU et de l'euro.

Marchés mondiaux des changes et des dérivés de gré à gré¹

Volume journalier moyen en avril, en milliards de dollars EU

	1995	1998	2001
Changes	1 190	1 490	1 210
Comptant	494	568	387
Terme sec	97	128	131
Swaps cambistes	546	734	656
Dérivés de gré à gré	200	375	575
Contrats d'échange de devises	4	10	7
Options sur devises	41	87	60
Contrats à terme	66	74	129
Contrats d'échange de taux	63	155	331
Options sur taux	21	36	29

¹ Données corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières).

² Données sur les encours de gré à gré collectées fin juin 2001 et résultats préliminaires publiés en décembre 2001. ³ Les statistiques nationales sont corrigées des doubles recensements locaux entre courtiers et les chiffres mondiaux corrigés des doubles recensements locaux et transfrontières entre courtiers, puis ajustés, par estimation, pour tenir compte des lacunes dans la couverture. ⁴ Dérivés sur devises «non traditionnels» - tels les contrats d'échange et options taux et devises - et tous les dérivés de taux.

Explication de la contraction mondiale des marchés des changes: l'enquête triennale 2001¹

L'enquête triennale 2001 des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés a montré une forte diminution du volume des transactions de change entre 1998 et 2001². En avril 2001, la moyenne journalière des opérations sur les marchés traditionnels est ressortie à \$1 210 milliards, contre \$1 490 milliards en avril 1998, soit un recul de 19% à cours de change courants et de 14% à cours de change constants (tableau 1). Cette baisse contraste avec les résultats précédents, qui montraient une progression rapide³.

Contraction mondiale des changes entre 1998 et 2001 ...

Marchés des changes ¹					
Volume journalier moyen en avril, en milliards de dollars EU					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Comptant	317	394	494	568	387
Terme sec	27	58	97	128	131
Swaps cambistes	190	324	546	734	656
Lacunes dans la couverture (estimations)	56	44	53	60	36
Total (calcul «traditionnel»)	590	820	1 190	1 490	1 210
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Volume aux cours de change d'avril 2001³</i>	<i>570</i>	<i>750</i>	<i>990</i>	<i>1 400</i>	<i>1 210</i>

¹ Données corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières). ² Chiffres révisés par rapport à l'enquête précédente. ³ Les volets en monnaies autres que le dollar EU sont, pour chaque année, convertis dans la monnaie originale à partir des chiffres en dollars EU courants, aux cours moyens d'avril, puis reconvertis en dollars EU aux cours d'avril 2001. Tableau 1

¹ Les Skoczylas et Paola Gallardo ont effectué un excellent travail de recherche. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Enquête réalisée en avril 2001 par 48 banques centrales et autorités monétaires, qui ont recensé le volume des transactions sur les marchés des changes traditionnels - comptant, terme sec et swaps cambistes - et des dérivés de gré à gré sur devises et sur taux d'intérêt.

³ Le recul du volume total des transactions n'a pas surpris les opérateurs (Leven (2001)).

Marchés des changes, par type de contrepartie des courtiers¹

Volume journalier moyen en avril, en milliards de dollars EU

	1992	1995	1998 ²	2001
Total	776	1 137	1 430	1 173
Autre courtier déclarant	541	728	909	689
Autre établissement financier	96	230	279	329
Clientèle non financière	137	179	241	156
Local	316	526	658	499
Transfrontière	391	613	772	674

¹ Données corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières), hors lacunes (estimations) dans la couverture. ² Chiffres révisés par rapport à l'enquête précédente. Tableau 2

S'agissant des différents instruments, le repli a plus particulièrement affecté le comptant, où la moyenne journalière est tombée de \$568 milliards à \$387 milliards. Les swaps cambistes sont revenus de \$734 milliards à \$656 milliards. à l'inverse, le terme sec s'est inscrit en légère progression, à \$131 milliards. En ce qui concerne l'importance relative des différentes contreparties, l'interbancaire a fortement régressé, de \$909 milliards à \$689 milliards, et sa part s'est réduite de 64% à 59% (tableau 2). Les opérations entre banques et clientèle non financière sont également en repli, de \$241 milliards à \$156 milliards. En revanche, les transactions entre banques et clientèle financière se sont inscrites en hausse, passant de \$279 milliards à \$329 milliards.

... sous l'effet de quatre facteurs principaux

Ces changements semblent essentiellement dus à quatre facteurs: avènement de l'euro, concentration dans le secteur bancaire, rôle croissant du courtage électronique sur le marché interbancaire au comptant et regroupements d'entreprises⁴. L'étude examine les répercussions de ces facteurs sur les marchés des changes au cours des dernières années, en fonction des paramètres suivants: volume des transactions, volatilité, étroitesse des écarts de cours acheteur-vendeur et liquidité.

Avènement de l'euro

Contraction par élimination des transactions intra-SME

L'instauration de l'euro semble avoir largement contribué au repli de l'activité, en supprimant les transactions intra-SME. Certes, le négoce entre monnaies du SME avait commencé à diminuer bien avant l'UEM, avec une baisse de quelque 5% du volume entre 1995 et 1998 (BRI (1999)). Cependant, le 1^{er} janvier 1999, le regroupement des onze monnaies constituant l'euro a encore éliminé environ 6% du total (tableau 3)⁵.

⁴ Si la volatilité de change est généralement perçue comme un élément déterminant du volume du négoce, il est difficile d'établir un lien entre l'évolution du volume et la volatilité, mesurée par couple de monnaies et sur la période avril 1998-2001.

⁵ Données corrigées des doubles recensements.

Marchés des changes et UEM						
En milliards de dollars EU						
	Volume en 1995 ¹			Volume en 1998 ¹		
	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM ²	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM ²
Dollar EU	1 313,4	–		1 728,9	–	
Monnaies UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	956,5	704,1	110,2 ³
Mark	583,8	364,9	106,1	602,5	413,1	63,4
Franc français	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	16,8
Autres monnaies SME	...	...	...	223,1	185,8	24,7
Écu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,3
Yen	371,4	329,9		396,5	353,1	
Livre sterling	139,7	102,8		211,6	159,1	
Franc suisse	116,3	85,7		138,8	108,7	
Total	1 571,8	1 313,4		1 968,9	1 728,9	

Estimations en italique.

¹ Volume journalier moyen, corrigé des doubles recensements (entre courtiers): comme chaque monnaie est déclarée (par les deux parties) lorsqu'elle intervient dans l'un des volets d'une transaction, le total (qui comprend également les postes divers et non attribué) est divisé par deux. ² Entre monnaies du SME, une ventilation n'est disponible que pour le franc français, la livre sterling, le mark, l'Écu et le total des autres monnaies; pour estimer les volumes UEM, ce dernier montant est désagrégé d'après les proportions respectives du négoce en monnaies locales, selon la méthodologie utilisée pour le tableau V.5 du 67^e Rapport annuel. ³ Avant l'UEM, les opérations de change entre futures monnaies membres s'effectuaient parfois par le truchement du dollar EU, de sorte que la part courante des diverses monnaies, obtenue par estimation en déduisant le volume intra-UEM de 1998, surestime la part de l'euro, sous-estime celle du yen et illustre correctement celle du dollar.

Sources: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); calculs BRI. Tableau 3

Cette contraction n'a pas été compensée ensuite par une progression de l'euro par rapport aux monnaies qu'il a remplacées⁶. En avril 2001, celui-ci représentait 38% des transactions de change (tableau 4)⁷; c'est plus que la part du mark en 1998 (30%), mais moins que celle de l'ensemble des monnaies composantes en 1998 (52%) et en 1995 (60%). Cette différence s'explique, pour l'essentiel, par la disparition des transactions de change intra-SME.

L'euro joue le même rôle que ses prédécesseurs

Apparemment, l'importance relative des autres monnaies n'a pas évolué de manière significative depuis 1998. La part du dollar, en hausse, est passée de 87% à 90%. Celle du yen a légèrement progressé, pour atteindre 23%. Le couple dollar/euro (30%) a été de très loin le plus négocié en 2001 (tableau 5); viennent ensuite dollar/yen (20%) et dollar/sterling (11%).

⁶ Ce résultat est conforme à l'hypothèse de McCauley (1997) et aux conclusions de Galati et Tsatsaronis (2001) sur la base d'estimations informelles émanant des opérateurs.

⁷ Comme une monnaie est déclarée lorsqu'elle intervient dans l'un des volets d'une transaction, chaque transaction est enregistrée deux fois.

Concentration dans le secteur bancaire

Accélération de la concentration ces dernières années

Le deuxième facteur ayant contribué au repli de l'activité correspond au mouvement continu de concentration dans le secteur bancaire. Les fusions, stimulées en partie par l'UEM, ont entraîné une diminution du nombre des acteurs. Cette tendance, déjà apparue entre 1995 et 1998, s'est amplifiée. En témoigne le chiffre des banques déclarantes des 26 pays ayant participé aux trois dernières enquêtes: 1 945⁸ en 2001, contre 2 205 en 1998 et 2 417 en 1995⁹. Plus généralement, il s'avère aussi que le nombre des banques réalisant 75% du volume des transactions locales tend à se réduire depuis le milieu des années 90 (tableau 6). Aux États-Unis, elles étaient une vingtaine en 1995, 20 en 1998 et 13 seulement en 2001. Au Royaume-Uni, les chiffres sont respectivement une vingtaine, 24 et 17. Cette concentration a entraîné la suppression de quelques services de négociation et une contraction du volume d'activité, notamment sur l'interbancaire.

Marchés des changes, par monnaie ¹					
Part, en %, du volume journalier moyen en avril					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Dollar EU	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	.	.	.	.	37,6
Mark ³	27,0	39,6	36,1	30,1	.
Franc français	2,0	3,8	7,9	5,1	.
Écu et autres monnaies SME	4,0	11,8	15,7	17,3	.
Yen	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
Livre sterling	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
Franc suisse	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Dollar canadien	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5
Dollar australien	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2
Couronne suédoise ⁴	...	1,3	0,6	0,4	2,6
Dollar de Hong-Kong ⁴	...	1,1	0,9	1,3	2,3
Dollar de Singapour ⁴	...	0,3	0,3	1,2	1,1
Monnaies des économies émergentes ^{4,5}	...	0,5	0,4	3,0	5,3
Autres monnaies	22,0	8,5	7,9	9,3	10,0
Total	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

¹ Comme chaque transaction comporte deux monnaies, le total des parts atteint 200%. Données «nettes-nettes», c'est-à-dire corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières), sauf celles de 1989, uniquement disponibles sur une base «brute-brute». ² Chiffres révisés par rapport à l'enquête précédente. ³ Les données de 1989 ne comptabilisent pas les opérations sur mark réalisées en Allemagne. ⁴ 1992-98: uniquement opérations avec un volet en monnaie locale. ⁵ 1992 et 1995: rand sud-africain; 1998 et 2001: baht thaïlandais, couronne tchèque, dollar de Taiwan, peso chilien, peso mexicain, rand sud-africain, real brésilien, ringgit malaysien, riyal saoudien, rouble russe, roupie indienne, won coréen et zloty polonais.

Tableau 4

⁸ Chiffre provisoire.

⁹ Établissements déclarants et non organisations bancaires.

Marchés des changes, par couple de monnaies ¹								
Moyenne journalière d'avril, volume en milliards de dollars EU et part en %								
	1992		1995		1998 ²		2001	
	Volume	Part	Volume	Part	Volume	Part	Volume	Part
Dollar EU/euro	.	.	.	.	.	.	352	30
Dollar EU/mark	192	25	254	22	291	20	.	.
Dollar EU/franc français	19	2	51	4	58	4	.	.
Dollar EU/Écu	13	2	18	2	17	1	.	.
Dollar EU/autres SME	43	6	104	9	176	12	.	.
Dollar EU/yen	155	20	242	21	257	18	230	20
Dollar EU/livre sterling	77	10	78	7	118	8	125	11
Dollar EU/franc suisse	49	6	61	5	79	5	57	5
Dollar EU/canadien	25	3	38	3	50	3	50	4
Dollar EU/australien	18	2	29	3	42	3	47	4
Dollar EU/autres monnaies	48	6	72	6	172	12	197	17
Euro/yen	.	.	.	.	.	.	30	3
Euro/livre sterling	.	.	.	.	.	.	24	2
Euro/franc suisse	.	.	.	.	.	.	12	1
Euro/autres monnaies	.	.	.	.	.	.	22	2
Mark/yen	18	2	24	2	24	2	.	.
Mark/livre sterling	23	3	21	2	31	2	.	.
Mark/franc suisse	13	2	18	2	18	1	.	.
Mark/franc français	10	1	34	3	10	1	.	.
Mark/Écu	6	1	6	1	3	0	.	.
Mark/autres SME	21	3	38	3	35	2	.	.
Mark/autres monnaies	20	3	16	1	18	1	.	.
Autres SME/autres SME ³	3	0	3	0	5	0	.	.
Autres couples	25	3	30	3	31	2	24	2
Total	778	100	1 137	100	1 430	100	1 173	100

¹ Données corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières). ² Chiffres révisés par rapport à l'enquête précédente. ³ Uniquement opérations avec un volet en monnaie locale. Tableau 5

En outre, les regroupements d'établissements ont contribué à réduire sensiblement le nombre des banques proposant des cotations acheteur-vendeur sur un large éventail de couples de monnaies: actuellement, elles ne sont pas plus de 20 dans le monde, ce qui constitue une forte baisse par rapport au milieu des années 90. Les analystes indiquent que la contraction des ressources affectées à la tenue de marché s'est accélérée ces dernières années¹⁰. Cela explique peut-être pourquoi les effets sur les changes de la concentration du secteur bancaire ne sont apparus qu'en 2001.

Contraction des ressources affectées à la tenue de marché

Rôle croissant du courtage électronique

Un troisième élément est susceptible d'avoir contribué à la contraction du volume des transactions: le courtage électronique, qui joue un rôle croissant

Développement du courtage électronique

¹⁰ Comité sur le système financier mondial (2001a).

sur l'interbancaire, au détriment de la négociation directe et par téléphone. Sa percée s'explique en grande partie par des coûts inférieurs, une meilleure efficacité et, surtout, une transparence accrue par rapport aux méthodes classiques de négociation. Selon des sources de marché, il traite maintenant, dans les principales paires de devises, environ 50-70% des opérations, contre 40% en 1998 et quelque 10% en 1995. Ce segment est actuellement dominé par deux courtiers, EBS et Reuters; le premier couvre essentiellement le négoce en dollar EU, euro, yen et franc suisse, tandis que le second prime pour les transactions en livre sterling, couronne suédoise, dollars australien, canadien et néo-zélandais ainsi que dans certaines monnaies d'économies émergentes.

Incidence sur le processus de détermination des prix ...

En se généralisant, le courtage électronique a contribué à réduire de deux manières l'activité au comptant sur l'interbancaire. Premièrement, il a limité le volume des opérations de change en simplifiant le processus de détermination des prix¹¹. Avant le courtage électronique, les cambistes devaient généralement conclure plusieurs transactions pour obtenir des informations sur les cotations. Les opérateurs recourant au courtage électronique, en revanche, ont instantanément connaissance du prix «au mieux» en fonction de leurs limites de crédit et de celles de leurs contreparties, sans passer par un processus imprécis. Ils ne sont donc plus tenus de participer à un nombre élevé de transactions. C'est notamment le cas des banques de moyenne et petite taille, qui ne doivent plus faire appel à de gros établissements pour certaines de leurs opérations.

... et sur la négociation à effet de levier

Deuxièmement, le développement du courtage électronique a réduit les possibilités de «négociation à effet de levier» permettant aux cambistes d'obtenir la plus haute rentabilité possible. À titre d'exemple, supposons qu'un client demande à sa banque de vendre \$100 millions contre yens. Le cambiste décide alors de quelle façon il va négocier, en fonction de son analyse du marché. S'il prévoit une dépréciation du dollar, il vendra probablement plus de

Concentration bancaire							
	1992	1995		1998		2001	
	Nombre de participants	Nombre de participants	Nombre de banques couvrant 75%	Nombre de participants	Nombre de banques couvrant 75%	Nombre de participants	Nombre de banques couvrant 75%
Royaume-Uni	352	313	20 ¹	293	24	257	17
États-Unis	180	130	20 ²	93	20	79	13
Japon	330	345	24	356	19	342	17
Singapour	208	218	25	206	23	192	18
Allemagne	81	80	10	57	9	33	5
Suisse	105	114	5	64	7	42	6
Hong-Kong	375	376	13-22 ³	366	26	272	14

¹ 68%. ² 70%. ³ Selon le secteur d'activité.

Tableau 6

¹¹ Comité sur le système financier mondial (2001b).

\$100 millions par négociation directe et cherchera à racheter l'excédent en se portant contrepartie sur une base de réciprocité ou par courtage téléphonique. L'opération, pour un montant initial de \$100 millions, engendre ainsi un volume de transactions supérieur. Les analystes estiment que le courtage électronique, après avoir atteint un seuil critique, a modifié cette pratique. Comme la liquidité se concentre sur les courtiers électroniques, cet ordre de \$100 millions leur est généralement transmis, désormais, et les opérateurs, pour leur part, sont moins disposés à exercer un effet de levier. La valeur des transactions interbancaires réalisées pour chaque ordre de la clientèle a donc diminué. Il reste à savoir pourquoi, depuis quelques années, les opérateurs pratiquent moins la « négociation à effet de levier ».

Évolution des parts respectives des divers acteurs

Le quatrième facteur expliquant le repli du volume est la nette diminution des transactions entre les établissements bancaires et leur clientèle non financière (tableau 2). Si la part de ces opérations dans le volume total est restée inchangée aux alentours de 17%, entre 1992 et 1998, elle a chuté à 13% en 2001. La contraction a été relativement uniforme selon les places et les monnaies. Cette évolution pourrait être attribuable au mouvement de fusions d'entreprises à l'échelle internationale, dont on peut supposer qu'il s'est accéléré ces dernières années, entraînant une baisse sensible des besoins en devises des trésoriers d'entreprise.

Diminution des opérations entre banques et clientèle non financière ...

À l'inverse de l'activité avec la clientèle non financière, le volume des transactions entre les banques et leur clientèle financière, notamment fonds de pension, fonds communs de placement et fonds spéculatifs, a enregistré une forte hausse, leur part étant passée de 20% à 28% du total. Selon les analystes, cette progression serait due, pour l'essentiel, à la participation accrue des gestionnaires de portefeuilles, ces dernières années. Le phénomène a été particulièrement marqué en Suède et au Canada, où un assouplissement des restrictions pesant sur les investisseurs institutionnels a stimulé l'activité.

... mais hausse entre banques et clientèle financière

Des sources du marché indiquent, en revanche, une diminution du nombre des fonds spéculatifs et de leur activité. C'est notamment le cas pour les fonds macros, qui prennent le plus souvent des positions directionnelles en prévision de l'appréciation ou de la dépréciation d'une monnaie: ils avaient joué un rôle majeur sur les changes dans les années 90. Après l'affaire LTCM à l'automne 1998, ils ont eu beaucoup moins de possibilités de recourir à l'effet de levier, compte tenu de l'évolution des préférences des investisseurs en matière de risques et du désengagement massif de leurs créanciers. Dans une large mesure, ils se sont donc retirés des changes depuis fin 1998 (Tsatsaronis (2000)). Ce phénomène est également attesté par le fait que deux familles de fonds déterminantes sur ces marchés dans les années 90 (Tiger et Quantum) ont dû réduire, voire liquider, certaines de leurs activités en 2000. Quant aux fonds spéculatifs, ils jouent aujourd'hui un rôle bien moindre qu'en 1998, même s'il apparaît qu'ils ont fait un retour en 2001.

Moindre présence des fonds spéculatifs

Conclusion

Quatre facteurs à l'œuvre

L'étude a analysé quatre facteurs qui ont pu contribuer à la diminution du volume des transactions de change. Le premier par ordre d'importance est certainement la concentration du secteur bancaire, qui a principalement affecté le négoce entre établissements. Si ce mouvement s'est amplifié depuis le milieu des années 90, il semble s'être accéléré. Le deuxième facteur, l'avènement de l'euro, a restreint progressivement l'activité en éliminant le négoce intra-SME. Il a réduit le volume de quelque 5% du total entre 1995 et 1998, puis de 6% le 1^{er} janvier 1999. En troisième lieu, l'intervention croissante du courtage électronique a provoqué une contraction du comptant sur l'interbancaire en simplifiant le processus de détermination des prix et en rendant moins attrayant le négoce à effet de levier. Bien que cette tendance ait commencé au début des années 90, il est possible que son incidence sur le volume du marché interbancaire soit devenue visible ces dernières années seulement du fait que le courtage électronique a atteint un seuil critique. Le quatrième facteur est la forte réduction des transactions entre les banques et leur clientèle non financière, dont on peut penser qu'elle reflète l'accélération des fusions d'entreprises à l'échelle internationale. Ce phénomène n'a pas été compensé par la croissance, pourtant rapide, de l'activité entre les banques et leur clientèle financière, activité qui semble avoir été stimulée par l'intervention accrue des gestionnaires de portefeuilles, au détriment des fonds spéculatifs.

Rôle des fusions d'entreprises

Difficulté d'évaluer l'incidence globale sur la liquidité

Même si ces quatre facteurs ont sans aucun doute contribué au repli de l'activité, il est encore difficile d'évaluer leur incidence globale sur la liquidité. Aucune donnée ne permettant de mesurer directement la liquidité des marchés des changes, il faut prendre en compte des paramètres indirects comme volume de transactions, écarts de cours acheteur-vendeur et volatilité.

S'agissant des écarts de cours, l'arrivée de l'euro ne semble guère avoir changé les conditions de marché. Les analystes suggèrent que, en 2001, les écarts de cours acheteur-vendeur sur les couples euro/autre grande monnaie correspondaient, dans l'ensemble, à ceux du mark en 1998; les transactions euro/yen, où l'on observe un écart plus large, font néanmoins exception. Aucune variation n'a été constatée non plus concernant la volatilité des cours de change de l'euro (tableau 7). En outre, les opérateurs eux-mêmes indiquent

Volatilité des principaux couples de monnaies ¹			
	Yen/dollar	Euro ² /yen	Euro ² /dollar
1980-89	10,2	7,3	10,9
1990-99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000	9,2	16,1	13,6
2001 janvier-octobre	10,1	14,1	11,6

¹ Écart type, calculé par mois civil, des variations journalières annualisées (moyenne sur la période). ² Avant 1999: mark.

Sources: BCE; calculs BRI. Tableau 7

que la liquidité n'a pas été notablement modifiée, dans la plupart des cas, par le lancement de la monnaie unique. Globalement, ces conclusions montrent que celle-ci n'a pas sensiblement fait évoluer les conditions de marché.

La généralisation du courtage électronique a certainement réduit le volume des transactions et les écarts de cours, mais son incidence sur la liquidité apparaît moins tranchée. La concentration ne semble pas non plus avoir eu des effets appréciables dans ce domaine. Il résulte toutefois de ces dernières tendances que l'interbancaire fonctionne aujourd'hui avec davantage d'efficacité qu'au milieu des années 90. Nonobstant, la diminution des écarts de cours, et donc des possibilités de gains, a restreint les ressources affectées à la tenue de marché. Cela signifie que, si la liquidité peut avoir progressé en situation normale, l'incapacité ou la réticence des opérateurs à fournir de la liquidité en période de tensions pourrait avoir augmenté, donnant du crédit à l'hypothèse d'une liquidité de circonstance¹².

L'hypothèse
d'une liquidité
de circonstance

Références

Banque des Règlements Internationaux (1999): *69^e Rapport annuel*, Bâle.

Banque des Règlements Internationaux (à paraître): «Market functioning and central bank policy», *BIS Papers*.

Borio, Claudio (2000): «Liquidité de marché et tension: aspects et implications», *Rapport trimestriel BRI*, novembre.

Comité sur le système financier mondial (2001a): «Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective», *CGFS Discussion Notes* n° 1, juin.

Comité sur le système financier mondial (2001b): «The implications of electronic trading in financial markets», *CGFS Publications* n° 16, janvier.

Galati, Gabriele et Kostas Tsatsaronis (2001): «The impact of the euro on Europe's financial markets», *BIS Working Papers* n° 100.

Leven, Rob (2001): «The shrinking FX market», Lehman Brothers, *Global Foreign Exchange Strategies*, 4 janvier.

McCauley, Robert (1997): «The euro and the dollar», *BIS Working Papers* n° 50.

Tsatsaronis, Kostas (2000): «Fonds spéculatifs», *Rapport trimestriel BRI*, novembre.

¹² Pour une analyse de la liquidité en période de tensions, voir Borio (2000) et BRI (à paraître).

Courbes des rendements: de nouvelles références¹

Pour orienter correctement les décisions d'emprunt et de placement dans une économie, les marchés des capitaux devraient intégrer toutes les informations disponibles sur les perspectives ouvertes aux emprunteurs et la volonté des investisseurs de différer leur consommation et de prendre des risques. Le processus par lequel les prix obligataires s'ajustent en fonction des informations et évoluent vers leur valeur d'équilibre est plus efficient lorsque les intervenants s'accordent sur certains instruments pouvant servir de références à cet égard. Depuis quelques dizaines d'années, les opérateurs s'appuient sur les courbes des rendements des titres d'État pour évaluer le coût du loyer de l'argent à différentes échéances. Les marchés de ces titres étaient donc un lieu privilégié pour le faire en termes d'anticipations d'inflation et d'autres données macroéconomiques fondamentales. Cependant, les instruments de dette du secteur privé, en particulier obligations garanties et contrats d'échange de taux d'intérêt, offrent aussi des courbes de référence, et sont d'ailleurs de plus en plus utilisés à cette fin.

Rôle de référence des titres d'État

Les titres d'État jouent un rôle unique sur les marchés financiers

Le statut de référence des titres de la dette publique tient à différents aspects qui, réunis, leur confèrent un caractère unique sur les marchés financiers. Premièrement, dans la plupart des pays industrialisés, l'État est perçu comme l'emprunteur le plus solvable: le risque de défaillance sur ses titres apparaît quasiment nul; de ce fait, leur courbe des rendements constitue généralement le meilleur substitut possible au taux théorique de rémunération sans risque. Deuxièmement, le volume important des titres émis ainsi que la fongibilité des émissions facilitent les opérations; ces instruments, et surtout ceux de l'émission la plus récente, ont donc tendance à être plus liquides que les autres. Troisièmement, en raison de l'ampleur de leurs besoins de financement et de leur longévité, les États peuvent proposer une gamme d'échéances plus

¹ Cette étude s'inspire dans une large mesure d'une analyse effectuée par des économistes de six banques centrales et de la BRI sur l'évolution mondiale récente des principaux marchés à revenu fixe. Voir *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n° 5, octobre 2001. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

large que nombre d'emprunteurs, ce qui facilite l'élaboration des courbes. Enfin, l'existence de marchés bien structurés pour les pensions et les dérivés sur ces titres permet aux intervenants de prendre des positions courtes et longues qui reflètent leur sentiment sur l'évolution future des taux d'intérêt.

L'intérêt de se référer à une courbe des rendements pour déterminer les prix en termes de données macroéconomiques fondamentales dépend des facteurs agissant sur la structure des échéances. Celle-ci est censée représenter les anticipations du moment, par le marché, concernant l'évolution des taux d'intérêt à court terme; autrement dit, les taux futurs attendus au comptant sont le seul élément qui devrait avoir une influence systématique sur les taux à terme. Or, la théorie voulant que la structure des échéances traduise uniquement ces attentes n'est pas corroborée par les études empiriques consacrées à la courbe des rendements de la dette publique. Les taux à terme incorporés aux rendements servis sur ces titres sont influencés, en effet, non seulement par les anticipations des taux courts futurs, mais aussi par des primes liées aux variations de la liquidité dans le temps et à l'échéance. Par ailleurs, la convexité n'est pas la même pour chaque obligation, ce qui entraîne des divergences de rendement entre échéances. En outre, il apparaît que les rendements sont également sensibles à des facteurs particuliers tels que l'offre et la demande de titres spécifiques. Ainsi, Hattori *et al.* (2001) constatent que, sur le marché du yen, les rendements varient en fonction de l'offre relative d'obligations d'entreprises et de titres d'État. D'autres économistes observent que l'offre en valeur absolue joue, elle aussi, un rôle (voir ci-après). Par conséquent, les taux à terme sur titres d'État tendent à n'estimer qu'imparfaitement les anticipations des taux futurs au comptant.

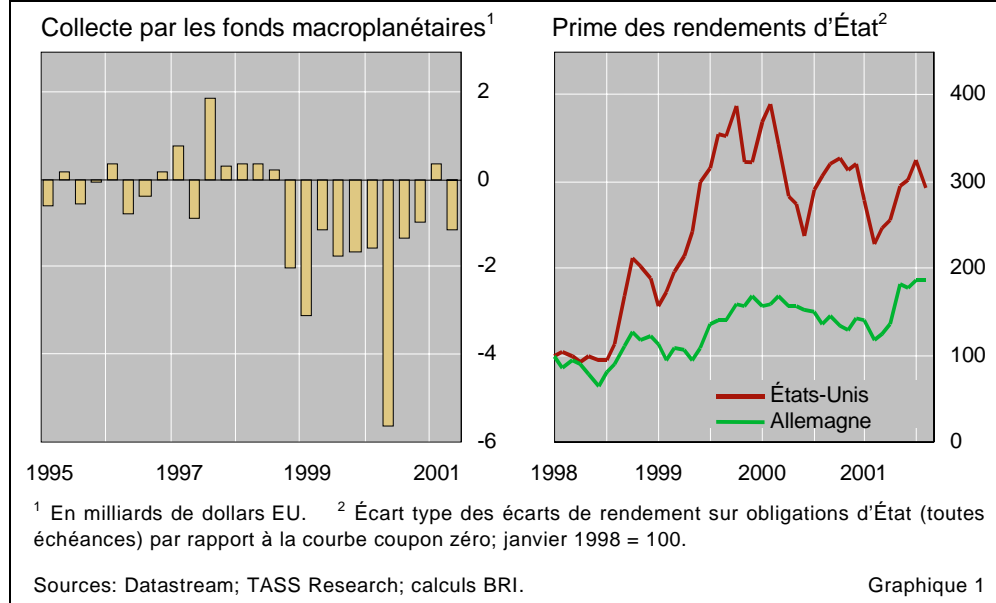
Depuis quelques années, les facteurs spécifiques semblent gagner en importance dans la détermination des rendements des titres d'État. La crise financière mondiale de 1998 a conduit de nombreux intervenants, dont les teneurs de marché, à revoir leurs pratiques de gestion du risque (CSFM, 1999b). Une sensibilité accrue, en particulier, au risque de liquidité et aux corrélations entre risques de différentes natures a rendu les courtiers et autres grands opérateurs des marchés obligataires plus réticents à effectuer des arbitrages. La débâcle des fonds spéculatifs macroplanétaires consécutive à la crise de 1998, avec la fermeture ou la restructuration de trois des plus connus (Long-Term Capital Management, Tiger et Quantum), est révélatrice de cette évolution dans la philosophie des placements (graphique 1 et Tsatsaronis, 2000). Entre autres conséquences, les anomalies de cours, retracées dans le cadre de droite du graphique 1, qui tendaient auparavant à disparaître rapidement, durent aujourd'hui plus longtemps.

La crise de 1998 a également mis en lumière les risques inhérents à l'utilisation - alors courante - d'obligations d'État et de dérivés connexes pour couvrir des positions sur des titres autres que ceux de la dette publique. Déjà auparavant, des ruptures périodiques dans la relation habituellement stable entre les rendements des titres d'État et ceux des autres obligations avaient

Les rendements des titres d'État sont affectés par la diminution des arbitrages ...

... la détérioration de la liquidité ...

Arbitrage sur courbe des rendements



contraint les acteurs du marché à reconsidérer leur recours aux bons du Trésor EU pour couvrir leurs opérations sur instruments privés sur le marché monétaire du dollar et à préférer finalement le taux eurodollar comme référence (McCauley, 2001). Les événements survenus entre août et octobre 1998 ont déclenché un processus analogue sur l'obligataire. Chez les investisseurs de la zone euro, le lancement de la monnaie unique ainsi que des problèmes de tarissement du marché des contrats à terme sur obligation d'État allemande ont accéléré cette recherche de nouveaux moyens de couverture². Tout intervenant qui renonce à utiliser des titres d'État pour couvrir ses opérations sur instruments privés retire de la liquidité au marché de la dette publique au profit de celui des autres titres. Sachant qu'un marché liquide a tendance à l'être de plus en plus, les autres participants sont alors incités à faire de même, ce qui alimente le processus. Différents indicateurs confirment ainsi une diminution de la liquidité sur les marchés des titres du Trésor aux États-Unis et des fonds d'État au Royaume-Uni (BRI, 2001; Fleming, 2001). Toutefois, dans la zone euro et au Japon, la liquidité ne s'est pas contractée ou s'est même accrue.

... et les chocs d'offre

La diminution constatée et attendue de l'offre de titres de la dette publique ne fait qu'amplifier les variations particulières des rendements correspondants et affecter la liquidité. Depuis le milieu des années 90, la plupart des pays industrialisés - Japon excepté - ont réalisé des progrès sensibles dans l'assainissement de leurs finances publiques. Ces avancées se sont traduites par une contraction substantielle des émissions d'obligations d'État, voire par leur rachat dans les pays enregistrant un excédent budgétaire. L'encours des

² Schulte et Violi (2001) analysent les changements intervenus sur les marchés dérivés européens depuis le lancement de l'euro et les préoccupations liées au tarissement sur les contrats à terme *Bund* et *Bobl*.

titres du Trésor des États-Unis a ainsi reculé de 15% entre décembre 1998 et juin 2001. Cooper et Scholtes (2001) ont utilisé les marges sur contrats d'échange pour mesurer l'éventuelle divergence entre les rendements des titres d'État et les taux d'intérêt sans risque; leurs recherches laissent à penser que cette contraction a ramené le rendement des bons du Trésor américain et des fonds d'État britanniques en deçà de ces taux. Reinhart et Sack (à paraître) décomposent les variations du rendement de l'emprunt du Trésor EU à 10 ans en plusieurs facteurs latents, dont un élément particulier représentant différents effets, liés notamment à l'offre, qui ne touchent que les titres du Trésor. Ils en concluent que cet élément s'est renforcé depuis quelques années, de sorte que les rendements du Trésor s'écartent de plus en plus des taux de rémunération sans risque.

Les obligations d'entreprises se veulent des références

Même si, encore récemment, les rendements des titres de la dette publique évoquaient des taux sans risque, ce critère n'est pas indispensable pour qu'une courbe des rendements soit une référence. La détermination des prix en termes de perspectives macroéconomiques ne doit pas obligatoirement s'organiser autour d'un instrument lui-même exempt de risque. La liquidité constitue, certes, un élément crucial: les variations des rendements de référence ne devraient pas être dictées par des déséquilibres entre offre et demande mais refléter exclusivement, au contraire, les informations nouvelles sur les données fondamentales. En revanche, l'absence d'une prime rémunérant le risque de crédit n'est pas une condition sine qua non. Pour évaluer les anticipations du marché concernant les évolutions macroéconomiques, il faut seulement que les primes de risque intégrées aux taux à terme soient prévisibles.

Par le passé, lorsque les marchés des titres d'État étaient moins développés qu'aujourd'hui, les instruments de dette du secteur privé étaient couramment utilisés pour évaluer les anticipations en matière de taux d'intérêt à court terme et d'inflation. Dans les années 50 et 60, les acteurs du marché du dollar EU s'appuyaient sur les émissions des entreprises les mieux notées, en particulier American Telephone and Telegraph, pour les taux d'intérêt. Au Japon, à la même époque, les obligations non garanties du secteur bancaire et des postes et télégraphes servaient de facto de références. Ces valeurs n'étaient pas nécessairement protégées contre le risque de défaillance, mais la stabilité de l'environnement commercial (réglementé) des émetteurs limitait la volatilité de toute prime de risque correspondante.

Dans l'environnement commercial et financier plus libéral d'aujourd'hui, même les meilleures signatures peuvent parfois subir un déclassement. Les émetteurs disposent de différents mécanismes pour attester leur détermination à préserver la qualité de leurs actifs. Ainsi, certaines clauses des contrats obligataires peuvent restreindre les modifications significatives des caractéristiques de risque opérationnel ou financier d'une entreprise, ou le montant des coupons à verser peut être lié à la notation de l'emprunteur.

L'absence de risque n'est pas indispensable pour qu'une courbe des rendements soit une référence

Les obligations d'entreprises ont déjà été utilisées comme références ...

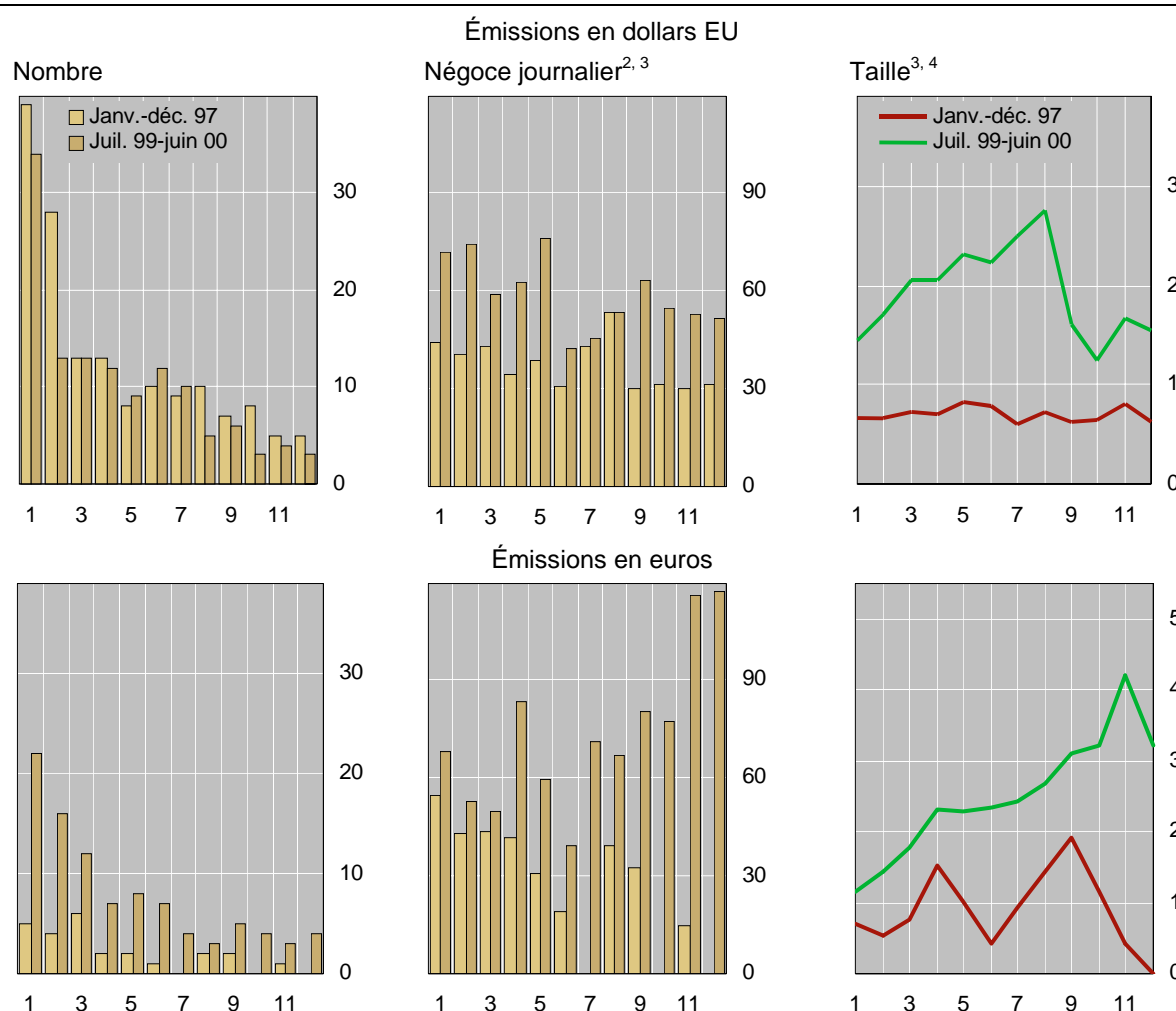
Néanmoins, il reste peu probable qu'un consensus se fasse jour pour conférer le statut de référence aux obligations émises par une entité privée.

... et pourraient l'être de nouveau

Un indice des rendements obtenus sur des obligations de notation analogue semble plus prometteur. Les courbes des rendements élaborées à partir d'un ensemble de signatures comparables servent déjà de références pour évaluer le risque de crédit sur le marché primaire. En outre, de nombreux gestionnaires d'actifs rapportent les performances de leurs portefeuilles à un indice. En principe, les indices obligataires pourraient également constituer des références pour l'évaluation du risque de taux. Il existe depuis longtemps une gamme étendue d'indices d'obligations d'entreprises, mais aucun n'est encore reconnu dans ce rôle par une majorité d'intervenants. Leur tarification et leur

Cycle du négoce: obligations autres que celles de la dette publique

Nouvelles émissions activement négociées sur Euroclear au-delà du mois du placement¹



¹ À l'exclusion des titres émis dans le cadre de programmes EMTN. Comme Euroclear a cessé, en janvier 2001, de publier des données en volume, les chiffres de juillet 1999-juin 2000 sont sous-estimés au-delà du 7^e mois. ² En millions de dollars EU. ³ Moyenne des nouvelles émissions activement négociées durant le mois. ⁴ En milliards de dollars EU.

Sources: Euroclear; BRI (2001).

Graphique 2

liquidité devront être améliorées avant qu'ils puissent constituer des références viables. À cette fin, il est actuellement envisagé de créer un contrat à terme ayant pour sous-jacent un panier d'obligations privées.

Les instruments de dette émis par les organismes paragouvernementaux et les institutions supranationales pourraient également accéder à un tel statut, la note de crédit de ces acteurs économiques étant souvent aussi élevée que celle des États sur lesquels ils s'appuient. Afin d'améliorer la liquidité de leurs titres, plusieurs d'entre eux imitent à présent la stratégie d'émission du Trésor EU, en offrant régulièrement d'importants volumes sur des échéances clés. Ainsi, ces dernières années, Fannie Mae et Freddie Mac aux États-Unis, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) en Allemagne et la Banque européenne d'investissement (BEI) ont tous mis en place des programmes «de référence».

Certains signes montrent que ces programmes produisent l'effet de concentration requis sur la liquidité. Le graphique 2 présente le cycle de négociation sur Euroclear des nouvelles obligations libellées en dollars EU et en euros durant les mois suivant la date d'émission. Il apparaît qu'un nombre relativement important de ces titres s'échangent activement le premier mois; il diminue ensuite rapidement, ce qui traduit probablement un déstockage de la part des intermédiaires. Le cycle du négoce sur le marché du dollar était déjà bien développé en 1997, et rien n'indique une détérioration des volumes en 2000. Concernant les titres en euros, les obligations émises en 1997 ayant fait l'objet de transactions soutenues pendant plus d'un mois après leur parution sont assez rares. Cependant, en 2000, le négoce restait animé douze mois après et le volume journalier avait approximativement doublé. En outre, les opérations sur titres en dollars et en euros ont surtout concerné les émetteurs faisant régulièrement appel au marché pour de gros montants. En 2000, l'ampleur de ces nouvelles émissions, qui demeuraient très recherchées après plusieurs mois, avait à peu près doublé par rapport à 1997: \$2 milliards, contre \$1 milliard, avec essentiellement des signatures ayant d'importants besoins de financement: Ford Motor Credit, la Banque interaméricaine de développement et la Banque mondiale pour le dollar ainsi que les émetteurs de *Pfandbriefe* (Depfa et Dexia), la Caisse d'amortissement de la dette sociale, la BEI et KfW pour l'euro.

Malgré ces tendances favorables sur les marchés au comptant, l'activité dans le compartiment à terme suggère que les titres des organismes paragouvernementaux n'ont pas encore acquis le statut de référence. Après une première période de croissance alerte, le volume des contrats à terme sur les titres Fannie Mae et Freddie Mac a rapidement plafonné à un peu plus de 1% de celui sur les emprunts d'État américains. En outre, si l'activité sur obligation du Trésor EU a notablement augmenté au premier trimestre 2001, suite à une baisse-surprise des taux de la Réserve fédérale, le négoce sur les contrats à terme des agences a stagné. Les transactions à terme sur *Pfandbriefe* ont connu une évolution analogue après leur introduction (de courte durée) en 1998.

La liquidité se concentre sur les obligations émises régulièrement en grande quantité ...

... qui n'ont toutefois pas encore acquis le statut de références

La liquidité supérieure des contrats à terme sur obligations d'État explique en partie la réticence des intervenants à leur préférer les titres des agences. Grâce, notamment, à l'existence de marchés liquides des pensions et des transferts de titres, les coûts de transaction pour la constitution de positions et les opérations de couverture au moyen de titres d'État sont souvent moins élevés que ceux d'autres instruments, si bien que ces titres restent intéressants à ces deux égards. Autre raison de cette réticence: la poursuite du débat sur l'ampleur de la participation de l'État aux activités des organismes paragouvernementaux et des emprunteurs supranationaux³. Ces discussions alimentent les incertitudes entourant les marges futures sur leurs titres.

La dette garantie comme référence pour les échéances courtes

Il serait également possible d'utiliser les moyennes des rendements sur obligations garanties pour élaborer des courbes de référence. De fait, sur les principaux marchés de la dette, les taux d'intérêt du marché des pensions (garanties générales) sont déjà largement considérés comme la courbe de référence pour les échéances très courtes (CSFM, 1999a). Le recours aux pensions par de nombreuses banques centrales dans le cadre de la politique monétaire témoigne d'ailleurs de leur importance. Les instruments sans risque, en particulier les titres d'État, ont toujours constitué la forme de garantie privilégiée pour les prises en pension. En principe, cependant, d'autres options sont envisageables. Dans un rapport sur l'utilisation des garanties pour les transactions de gros, le Comité sur le système financier mondial (CSFM, 2001) suggère de recourir aux techniques de titrisation pour développer des instruments de substitution dotés d'une qualité de crédit et d'une liquidité élevées. En outre, les mesures prises par des émetteurs non souverains tels que Fannie Mae et Freddie Mac pour accroître la transparence et la liquidité de leurs titres pourraient en faire des garanties plus séduisantes. L'amélioration de la gestion des risques et de la structure du marché pourrait également faciliter le recours à des garanties comportant plus de risques d'émetteur et de liquidité.

Le principal obstacle à l'utilisation comme références des taux des pensions réside dans le manque de liquidité au-delà du très court terme. Dans les pays industrialisés, les marchés des pensions sont habituellement liquides trois mois environ (douze aux États-Unis), si bien que les anticipations fondées sur la structure d'échéance des taux des pensions n'ont guère de chances d'être avérées pour les échéances longues. Sur le marché en euros, la difficulté est d'autant plus grande qu'il n'existe pas encore de marché des pensions intégré. Les marchés nationaux sont certes plus étroitement liés

Les taux des pensions font référence pour les échéances très courtes ...

³ Par exemple, au premier semestre 2000, des inquiétudes sont apparues au sujet de la signature de Fannie Mae et Freddie Mac, après que le Congrès des États-Unis eut proposé de supprimer leur ligne de crédit public et les exonérations fiscales locales. Cette pression législative s'est relâchée vers la fin de l'année, lorsque ces deux agences ont entrepris de relever leur ratio de fonds propres et d'améliorer leur communication financière.

depuis l'avènement de l'euro, mais les catégories de garanties, prix et conditions de liquidité restent différents de l'un à l'autre (BCE, 2001; Schulte et Violi, 2001).

Les caractéristiques du marché de la dette garantie au sens large pourraient militer pour l'utilisation comme références des rendements sur les titres adossés à des actifs (TAA) et à des hypothèques (TAH). Tout d'abord, les TAA et les TAH comptent parmi les titres de la dette non souveraine les plus liquides. Mastroeni (2001) constate, par exemple, que les écarts de cours acheteur-vendeur pour les Jumbo *Pfandbriefe* soutiennent favorablement la comparaison avec ceux des emprunts d'État allemands. Deuxièmement, les échéances peuvent aller jusqu'à trente ans et plus. Troisièmement, les TAA et les TAH sont souvent structurés de manière à limiter le risque de défaillance au minimum. Enfin, les marchés des pensions des *Pfandbriefe* et d'autres formes de dette garantie commencent à se développer. La décision de la Réserve fédérale des États-Unis, en 1999, d'élargir l'ensemble des garanties admissibles pour les opérations de pension aux TAH des agences devrait accélérer ce processus.

... et les TAA et TAH pourraient jouer un rôle analogue pour les échéances plus longues

L'utilisation des TAA et des TAH présenterait toutefois un inconvénient notable: en raison du risque de remboursement anticipé et d'autres caractéristiques dont ces titres sont assortis, il peut se révéler délicat de s'appuyer sur eux pour anticiper les taux d'intérêt. En outre, il arrive que les intervenants soient en désaccord sur la manière d'évaluer le risque de crédit correspondant; l'exemple le plus frappant à cet égard est celui des *Pfandbriefe*: Standard & Poor's les note essentiellement par rapport à la qualité de la garantie, tandis que Moody's met également l'accent sur la solvabilité de la banque émettrice. Moody's argue pour cela qu'en raison de la nature dynamique de l'ensemble des garanties auxquelles le titre est adossé - de nouveaux actifs venant remplacer les prêts qui sont remboursés - il n'est pas possible de surveiller les garanties indépendamment de la banque qui gère les actifs.

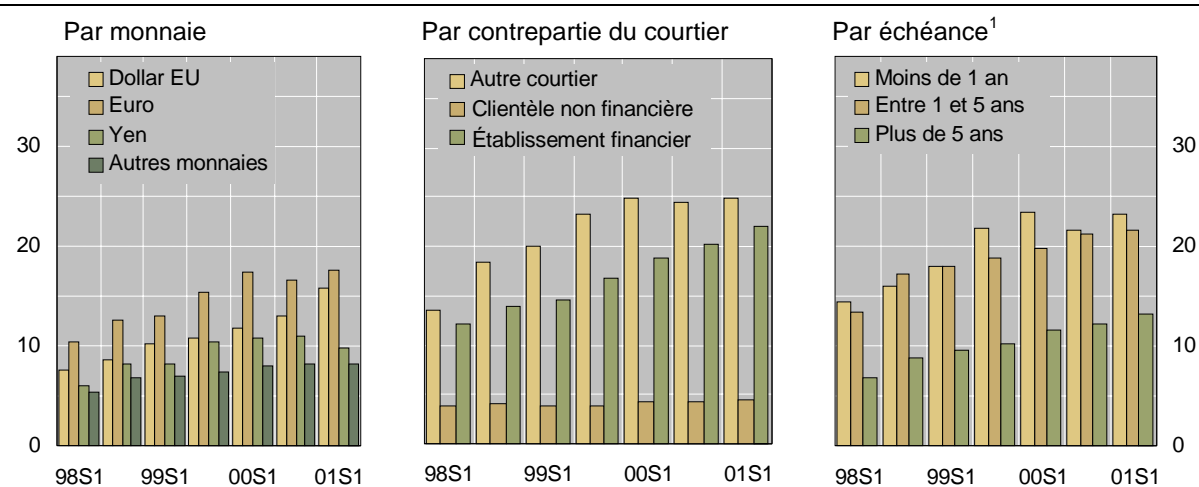
Les contrats d'échange de taux d'intérêt de plus en plus utilisés comme références

Il est également possible d'utiliser comme courbe de référence le volet à taux fixe des contrats d'échange de taux. Le risque de crédit des opérateurs sur contrats d'échange a toujours constitué une préoccupation et, au-delà des échéances courtes, les conditions de liquidité étaient relativement mauvaises. Depuis le milieu des années 90, grâce à la création par les établissements financiers de filiales sur dérivés notées AAA et à diverses méthodes d'atténuation des risques, y compris appels de marge et constitution de garanties, le risque de crédit de contrepartie suscite moins d'inquiétude (Remolona *et al.*, 1996). En outre, les primes de liquidité incorporées dans les contrats d'échange de taux ont diminué, et la croissance rapide du marché des contrats d'échange, à la fin des années 90, s'est accompagnée d'un

Les primes de liquidité et de crédit dans les contrats d'échange ont diminué ...

Contrats d'échange de taux

Encours notionnel, en milliers de milliards de dollars EU



¹ Y compris accords de taux futurs, qui représentent environ 15% de l'encours notionnel.

Source: BRI.

Graphique 3

resserrement des écarts de cours acheteur-vendeur et d'un approfondissement du marché. La liquidité reste la plus importante sur la portion courte de la courbe, au point que les contrats d'échange référencés au taux moyen pondéré euro au jour le jour (EONIA) forment aujourd'hui le compartiment le plus liquide du marché monétaire de l'euro (BCE, 2001). Cependant, comme le montre le cadre de droite du graphique 3, les transactions s'intensifient sur la portion longue.

La gamme des intervenants utilisant les contrats d'échange de taux continue de s'élargir, comme en témoigne (graphique 3, cadre du milieu) la croissance du segment courtiers-clients (établissements financiers et clientèle non financière). Les banques commerciales et d'affaires ont peut-être été les premiers investisseurs à intensifier leur recours aux contrats d'échange comme références. L'endettement de la plupart des banques se fonde sur un taux interbancaire à court terme tel que Libor ou Euribor. Ces établissements ont donc tendance à calculer leur prix en fonction de la courbe de ces contrats, qui incorpore les anticipations sur ces deux taux. En bout de chaîne, les investisseurs dotés de portefeuilles en plusieurs monnaies et les gros emprunteurs ayant des programmes de financement multidevises se sont également mis progressivement à considérer les écarts de rendement par rapport aux contrats d'échange plutôt qu'aux emprunts d'État. Alors que les différences sur les marchés des titres d'État compliquent les comparaisons de rendements entre pays, les courbes des contrats d'échange offrent un moyen assez simple de confronter les rendements ou les coûts d'emprunt d'un marché à l'autre. Aujourd'hui, même les États commencent à faire appel aux contrats d'échange pour gérer leur exposition au risque. C'est sur le marché euro que ce changement est le plus manifeste, car les investisseurs ont vite compris qu'il était plus avantageux de référencer une seule courbe des contrats

d'échange en euros que d'avoir à choisir entre douze courbes de titres d'État. Le marché des contrats d'échange en dollars est en train de rattraper rapidement son retard.

Néanmoins, la structure de ce marché atténue l'intérêt présenté par la courbe des contrats d'échange de taux en tant que référence. Les transactions, comme sur tous les marchés de gré à gré, y sont dominées par un petit nombre d'opérateurs très bien notés. Il est probable que les coûts de transaction y sont plus élevés et que la liquidité est moindre que si les contrats étaient négociés sur un marché organisé (McCauley, 2001). Une évolution se dessine dans ce sens mais, à l'heure actuelle, l'activité réalisée par des marchés organisés représente une fraction insignifiante des transactions dans le monde. Par ailleurs, étant donné que les taux des contrats d'échange se fondent sur ceux des dépôts interbancaires non garantis, ils demeurent tributaires des changements affectant la signature des banques. Ainsi, la mauvaise qualité du crédit des établissements japonais accentue l'incertitude qui pèse sur l'évolution des contrats en yens, ce qui dissuade les intervenants de les utiliser comme références.

... mais la poursuite de cette tendance pourrait dépendre du passage de la négociation des contrats d'échange à un marché organisé

Conclusions

À la suite des changements déclenchés sur les marchés obligataires par les événements de 1998, les modifications au niveau de l'offre et le lancement de l'euro, les titres d'État ne sont plus les instruments de référence qu'ils étaient quelques années auparavant. Les intervenants finiront par convenir d'une seule courbe des rendements comme référence; le marché réalise, en effet, des économies si la détermination des prix se concentre sur un seul instrument homogène. Or, à l'heure actuelle, de multiples instruments se veulent des références et aucune courbe des rendements ne s'impose véritablement pour les prises de position et les opérations de couverture en regard du risque de taux d'intérêt.

Détermination des prix, non plus à partir d'un seul marché (d'État) mais de plusieurs (non publics)

En tant que principales références depuis des années, les titres d'État conservent de nombreux avantages, dont surtout leur liquidité sans pareille. Même si celle-ci s'est détériorée sur certains de ces marchés, ils continuent de surpasser la plupart des autres instruments à revenu fixe. Cependant, les taux des pensions se sont déjà substitués aux rendements d'État pour le compartiment à très court terme. De nouvelles améliorations concernant la liquidité et la structure des obligations garanties ainsi que des contrats d'échange de taux d'intérêt pourraient également renforcer l'attrait de ces instruments pour les échéances à long terme.

Références

Banque centrale européenne (2001): *The euro money market*, BCE, Francfort, juillet.

Comité sur le système financier mondial (1999a): *Implications of repo markets for central banks*, BRI, Bâle, mars.

Comité sur le système financier mondial (1999b): *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, Bâle, octobre.

Comité sur le système financier mondial (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, BRI, Bâle, mars.

Cooper, N. et C. Scholtes (2001): «Government bond market valuations in an era of dwindling supply», dans *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n° 5, Bâle, octobre, pp. 147-69.

Fleming (2001): «Measuring Treasury market liquidity», *Federal Reserve Bank of New York staff reports*, n° 133, juillet.

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

Hattori, M., K. Koyama et T. Yonetani (2001): «Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market», dans *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n° 5, Bâle, octobre, pp. 113-46.

Mastroeni, O. (2001): «Pfandbrief-style products in Europe», dans *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n° 5, Bâle, octobre, pp. 44-66.

McCauley, R. N. (2001): «Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références», *Rapport trimestriel BRI: Activité bancaire et financière internationale*, mars, pp. 39-46.

Reinhart, V. et B. Sack (à paraître): «The changing information content of market interest rates», dans *Market functioning and central bank policy*, *BIS Papers*, Bâle.

Remolona, E. M., W. Bassett et I. S. Geoum (1996): «Risk management by structured derivative product companies», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, n° 2, avril, pp. 17-38.

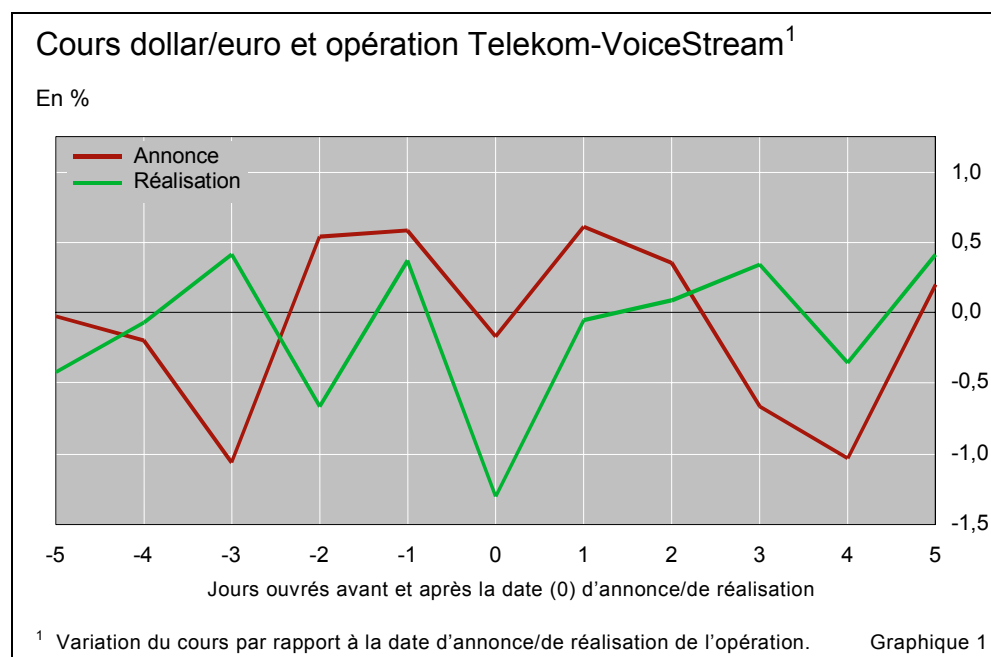
Schulte, W. et R. Violi (2001): «Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area», dans *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n° 5, Bâle, octobre, pp. 67-112.

Tsatsaronis, K. (2000): «Fonds spéculatifs», *Rapport trimestriel BRI: Activité bancaire et financière internationale*, novembre, pp. 61-71.

Incidence des fusions-acquisitions transatlantiques sur le cours dollar/euro¹

Le 19 juillet 2000, après l'annonce du rachat imminent de l'opérateur américain de téléphonie mobile VoiceStream par l'Allemand Deutsche Telekom, pour \$53 milliards en numéraire et en actions, l'euro s'est replié de 1,06% face au dollar, baisse significative sur une seule journée. Lors du communiqué officiel, le 24 juillet, il a cédé 0,17% et a continué de se déprécier de 2,94% au total sur les dix séances suivantes. À la date de réalisation de la transaction, le 31 mai 2001, il avait perdu environ 1,30% de sa valeur par rapport au dollar (graphique 1).

Des opérations
retentissantes



¹ Les auteurs remercient Angelika Donaubauer et Marian Micu pour leur aide précieuse dans les recherches. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

Les annonces de fusions-acquisitions (F-A) transfrontières figurent en bonne place dans le débat public, en raison notamment du montant élevé de certaines opérations retentissantes, comme celle citée plus haut, mais aussi de leur impact potentiel sur les changes². Depuis quelques années, les analyses de marché soulignent le poids sur l'euro des flux continus de capitaux liés aux F-A qui vont de la zone euro vers les États-Unis. Il reste toutefois à déterminer l'incidence réelle de ces F-A, étant donné que l'activité journalière sur les marchés des changes se chiffre en milliers de milliards de dollars³. De surcroît, bon nombre d'OPA donnent lieu, du moins en partie, à un règlement en actions plutôt qu'en numéraire et n'ont pas de conséquences directes sur les transactions de change au comptant.

Le cours de change peut être affecté de trois manières

Cette étude cherche à définir dans quelle mesure les F-A transatlantiques⁴ se sont accompagnées de fluctuations de la parité dollar/euro du 1^{er} janvier 1999 au 30 septembre 2001. Trois hypothèses sont généralement avancées pour expliquer la répercussion potentielle des fusions transfrontières sur le change: l'effet de transaction, l'effet de portefeuille et l'effet d'annonce. Nous vérifions ici si ce dernier effet transparaît dans les données relatives aux F-A transatlantiques et présentons également des éléments à l'appui de la première hypothèse.

Pour le reste, l'étude est ainsi structurée. La première partie retrace les F-A transatlantiques et l'évolution du cours dollar/euro en 1999-2001, la deuxième décrivant les mécanismes de base des F-A transfrontières. La troisième, par l'application de la méthode empirique, met en évidence une incidence statistiquement significative sur la parité dollar/euro et le fait que son ampleur ne dépend pas du mode de financement, résultat qui ne cadre pas avec l'effet de transaction.

La conclusion globale est que la direction et l'ampleur des F-A transatlantiques ont correspondu au renforcement du dollar en 1999 et 2000. Cependant, étant donné que les F-A transfrontières récemment annoncées représentent des volumes mensuels nettement inférieurs, en moyenne, aux niveaux records de l'année dernière, il semble que le ralentissement constaté depuis peu dans ce domaine pourrait être associé à un affaiblissement du dollar.

² Les grosses F-A, telles que l'opération Telekom-VoiceStream, peuvent avoir des conséquences importantes pour la couverture des paiements courants. Dans ses tableaux financiers pour mai 2001, la BCE fait état de sorties nettes de capitaux assez substantielles (€40,4 milliards) sous forme d'investissements directs. La réalisation de cette opération, pour \$27,1 milliards (€31,9 milliards), a représenté ainsi quelque 78% de ces sorties nettes le mois en question. Voir BCE (2001).

³ Selon la dernière enquête triennale des banques centrales, les transactions journalières sur les marchés des changes traditionnels auraient atteint, en moyenne, \$1 210 milliards en avril 2001. Voir BRI (2001b).

⁴ Notre définition des F-A transatlantiques inclut les opérations transfrontières faisant intervenir des sociétés dont le siège est situé dans la zone euro ou aux États-Unis.

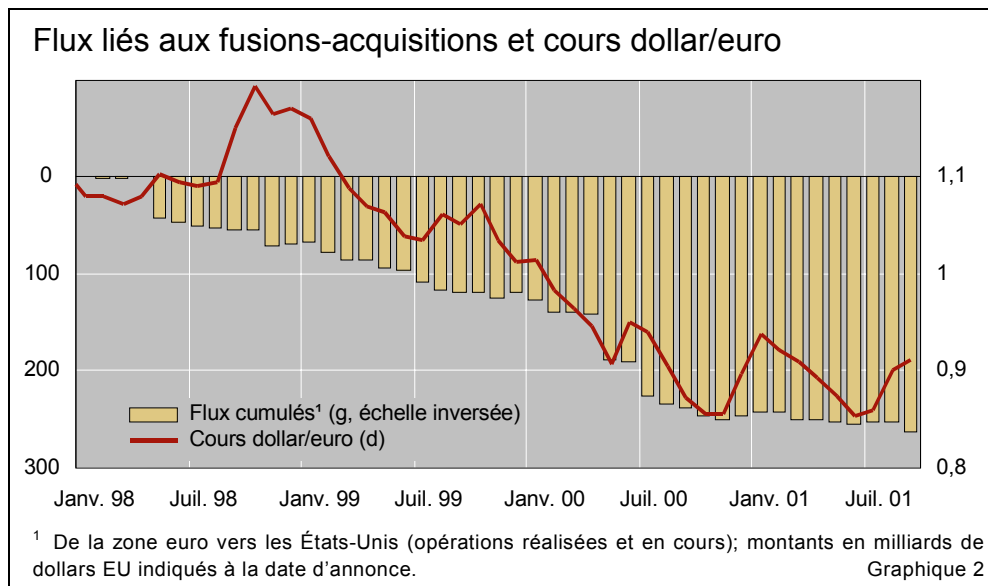
Rétrospective sur les F-A et le cours dollar/euro

La vigueur du dollar entre le milieu des années 90 et la mi-2001 a été généralement attribuée à la perception de meilleures perspectives de croissance à moyen terme pour les États-Unis que pour les autres économies. Fort logiquement, les révisions des anticipations des différentiels de croissance entre les trois principales zones monétaires, à l'horizon d'un à deux ans, paraissent globalement coïncider avec les variations de change⁵. En 1999, et plus encore en 2000, ces anticipations semblent avoir favorisé des entrées de capitaux régulières aux États-Unis, sous forme d'investissements de portefeuille, qui ont soutenu le dollar.

De plus, ces anticipations se sont souvent traduites par des apports substantiels d'IDE aux États-Unis, en raison d'une intense activité de F-A transfrontières; en fait, ces dernières années, elle est devenue une importante source de flux financiers internationaux, avec \$1 100 milliards en 2000, soit près de 50% de plus qu'en 1999. Pour ce pays, les annonces d'entrées nettes à ce titre se sont élevées à \$217 milliards (2,3% du PIB). Sur la même période, dans la zone euro, les F-A annoncées ont entraîné \$278 milliards et \$395 milliards respectivement de sorties nettes et brutes⁶. La faiblesse persistante de l'euro vis-à-vis du dollar en 1999 et 2000 correspond donc, pendant ces deux années, aux flux continus de capitaux F-A de la zone euro vers les États-Unis (graphique 2)⁷.

Les perspectives de croissance aux États-Unis attirent des flux nets d'investissements de portefeuille ...

... et de capitaux liés aux F-A



⁵ Voir BRI (2001a).

⁶ Voir Montgomery *et al.* (2001).

⁷ Voir BRI (2001a) et *The Economist* (2000).

Mécanismes des F-A transfrontières

Trois hypothèses sont habituellement avancées pour expliquer l'effet potentiel des fusions transfrontières sur les changes: effet de transaction, effet de portefeuille et effet d'annonce. Nous nous proposons de vérifier ci-après si les données disponibles accréditent la troisième hypothèse.

Effet de transaction ...

Selon la première hypothèse sur l'effet de transaction, seuls les flux de change effectifs entrent en ligne de compte pour les variations de change. En raison de cet effet de flux, l'acquisition d'une société américaine par une entreprise européenne renforce la demande de dollars par rapport à l'euro et influence donc le cours de change.

Pour que la première hypothèse se vérifie, il faut que les paiements liés à des F-A soient convertis en liquide et acheminés par les marchés des changes (au comptant). Ainsi, toute incidence d'une transaction F-A sur le change dépendra énormément du mode de financement: utilisation de liquidités, émission d'instruments de dette ou obtention de prêts bancaires, émission et/ou transfert d'actions, ou solution mixte⁸. Si toutes ces sources de financement, à l'exception des opérations en actions, font intervenir des espèces, le recours à l'une d'elles n'entraînera pas forcément des transactions de change si le rachat est financé dans la monnaie de l'entreprise cible⁹.

... effet d'équilibre du portefeuille ...

La deuxième hypothèse, qui intervient parallèlement à l'influence des flux financiers, invoque un effet d'équilibre du portefeuille (effet de stock): elle fait valoir que les F-A transatlantiques accroissent l'encours net souhaité de l'exposition en dollars par rapport aux positions en euros. Si les actifs libellés en dollars et en euros sont des substituts imparfaits, les investisseurs doivent être dédommagés par un rendement attendu supérieur, ce qui exige d'ajuster le cours de change pour que le rendement concorde à nouveau avec la composition du portefeuille. L'incidence des flux F-A sur les cours de change dépend énormément du degré de couverture des positions en devises. Cependant, par suite du manque d'informations à cet égard, il est très difficile de vérifier empiriquement cette hypothèse.

... et effet d'annonce

La troisième hypothèse repose sur l'idée que la simple annonce d'une opération, plutôt que sa réalisation et son règlement, influe sur le change, et ce de deux manières. Tout d'abord, le cours de change pourrait réagir aux annonces, les opérateurs se hâtant de prendre des positions en prévision de tensions sur la monnaie (effet d'anticipation). D'autre part, les annonces de F-A peuvent apparaître comme des signaux révélateurs des anticipations des entreprises sur les perspectives de croissance dans les zones monétaires concernées (effet de signal), indiquant que l'une des économies est plus

⁸ Dans le cadre des F-A, les échanges d'actions peuvent avoir par ce canal des effets indirects. S'ils ne comportent pas de paiement liquide immédiat, ils sont appelés à affecter le cours de change, ne serait-ce qu'indirectement à travers le retour des titres. Ces flux en retour varient, pour leur part, en fonction des ajustements de portefeuille des investisseurs ainsi que de l'ampleur du rapatriement éventuel du produit des titres vendus.

⁹ Cet aspect est particulièrement important pour les États-Unis et la zone euro, en raison de la liquidité de leurs marchés d'obligations d'entreprises.

dynamique que l'autre - notamment si les nouvelles transactions vont constamment dans la même direction (graphique 2). En raison de ces deux aspects de l'effet d'annonce, les cours de change pourraient être affectés même lorsque la nouvelle d'une F-A n'entraîne pas immédiatement de transactions de change et quelle que soit la stratégie de financement.

En ce qui concerne l'effet d'anticipation, la grande incertitude liée aux F-A rend difficile la prévision des transactions de change, car les montants effectifs peuvent différer nettement de ceux qui sont avancés lors de l'annonce de l'opération. L'acquisition de VoiceStream par Deutsche Telekom, évoquée au début de cette étude, en est de nouveau l'illustration: lorsque les modalités du projet sont apparues, le groupe américain était valorisé à environ \$53 milliards (€57,6 milliards), dont \$7,8 milliards en numéraire. Au moment de la conclusion de l'affaire, il était évalué à \$27,1 milliards (€31,9 milliards), dont \$4,6 milliards en numéraire, soit 49% en deçà du chiffre initial (graphique 3)¹⁰. Quoi qu'il en soit, même si son ampleur réelle et sa part en numéraire avaient nettement diminué entre l'annonce et le règlement final, l'opération restait importante pour le financement des paiements courants¹¹. L'exemple de Deutsche Telekom montre ainsi que les grosses F-A peuvent avoir des répercussions notables, en générant des flux de fonds susceptibles d'affecter le cours de change. Il permet également de voir que les informations sur le montant total et la part en numéraire d'une transaction peuvent varier sensiblement dans le temps. Il en résulte que les opérateurs éprouvent des difficultés pour anticiper correctement les volumes de capitaux liés aux F-A et que les effets d'annonce peuvent s'en trouver affectés.

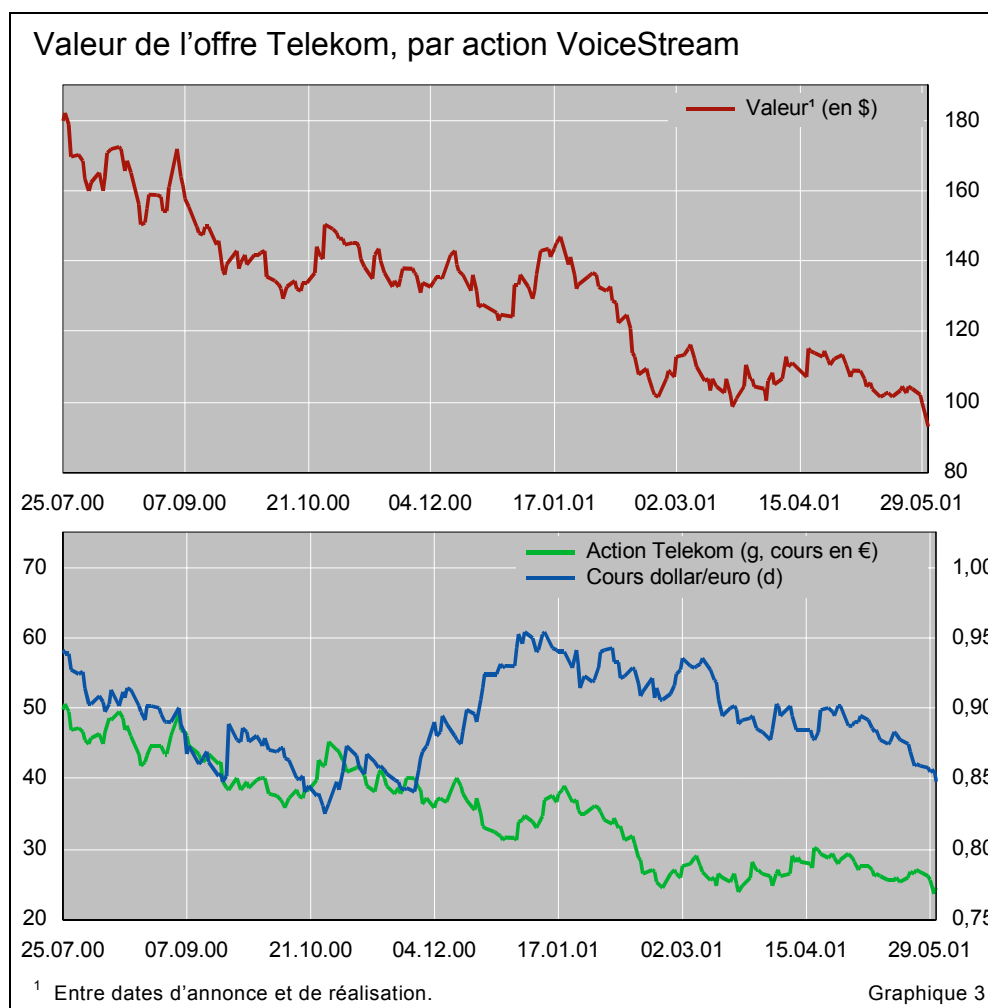
La taille et le financement de l'opération peuvent évoluer avec le temps

Calculs et estimations empiriques

L'indisponibilité de certaines données complique la détermination empirique des trois effets exercés par les F-A sur le change, en particulier parce qu'il est parfois impossible d'accéder à des chiffres exacts sur le financement effectif d'une F-A et sur les opérations de couverture correspondantes. Le manque de données détaillées sur les portefeuilles empêche donc de contrôler l'existence d'effets de stocks et d'effets de flux distincts. En revanche, les informations concernant les annonces de F-A transatlantiques permettent de vérifier la troisième hypothèse, c'est-à-dire l'effet d'annonce. En outre, des éléments confirmant indirectement l'hypothèse de l'effet de transaction peuvent aussi

¹⁰ Le 20 juillet 2000, lorsque les modalités du projet sont apparues, l'offre de rachat, à savoir 3,2 actions de Deutsche Telekom et \$30 en numéraire pour chaque action de VoiceStream, valorisait le groupe américain à environ \$53 milliards. Le 24 juillet, date du communiqué officiel, le montant global n'était plus que de \$46,5 milliards, car le titre Deutsche Telekom avait perdu autour de 15% par rapport à son cours de clôture, le 19 juillet (€60,4). Peu de temps avant la réalisation, l'offre a été modifiée comme suit: quelque 3,7 actions Deutsche Telekom plus \$15,90 en numéraire pour chaque action VoiceStream, ramenant ainsi la transaction à \$27,1 milliards le 31 mai 2001 (voir *Financial Times* (2000, 2001)).

¹¹ Voir ci-dessus et BCE (2001).



être obtenus en examinant si l'effet d'annonce varie en fonction du mode de financement des opérations, c'est-à-dire si une transaction donnée comporte ou non un volet en numéraire.

L'examen empirique de la relation entre le cours dollar/euro et les annonces de F-A transatlantiques se fonde sur une série de données extraites des observations quotidiennes de ces transactions entre États-Unis et zone euro. Ces données, empruntées à Bloomberg, portent sur les opérations annoncées entre janvier 1999 et fin septembre 2001. Les montants sont exprimés en dollars EU et la série de données comprend des informations sur l'ampleur et le financement de tous les montages supérieurs à \$100 millions. Le tableau 1 fournit quelques indications sur les transactions considérées. Sur cette période, dans 499 cas, les entreprises américaines ont été les cibles et les européennes les acquéreurs, contre 372 pour l'inverse. Le tableau inclut également des statistiques globalisées sur les F-A transatlantiques.

La méthodologie comporte une régression des différences logarithmiques du couple dollar/euro (XR) sur ses variations passées, le logarithme des volumes de F-A courants et décalés (M) et une série d'autres variables

Examen des données F-A de janvier 1999 à fin septembre 2001

Flux liés aux fusions-acquisitions entre États-Unis et zone euro ¹								
	Vers les États-Unis				Vers la zone euro			
	Nombre d'opérations		Taille		Nombre d'opérations		Taille	
	Total	Avec règlement en numéraire (%)	Moyenne (en millions de \$)	Total (en milliards de \$)	Total	Avec règlement en numéraire (%)	Moyenne (en millions de \$)	Total (en milliards de \$)
1999	154	51,3	715	89,2	147	42,9	240	40,0
2000	234	44,0	778	176,4	133	31,6	330	50,1
2001	111	49,5	360	35,2	92	50,0	195	18,9

¹ Opérations réalisées et en cours; 2001: jusqu'à fin septembre.

Source: Bloomberg. Tableau 1

explicatives (X)¹². Une différenciation entre les flux de F-A est opérée selon leur direction. Pour distinguer effet d'annonce et effet d'actualité (informations macroéconomiques publiées le jour de l'annonce), une variable figurant l'actualité macroéconomique a été ajoutée pour chacune des deux zones économiques. Pour les États-Unis, le choix s'est porté sur la composante non anticipée du NAPM et, pour la zone euro, de l'indice Ifo, deux indicateurs étroitement surveillés par les intervenants¹³. Enfin, des variables fictives représentant chaque jour ont été incorporées aux variables explicatives, afin de neutraliser les effets liés au jour de la semaine.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=0}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

L'équation a été établie à l'aide de données sur les cours journaliers au comptant de New York, à midi heure locale (tableau 2). Les signes attribués aux différents coefficients des flux de F-A en direction et en provenance des États-Unis se sont révélés corrects. Ainsi, l'annonce du rachat d'une entreprise américaine par une société européenne favorisait le dollar par rapport à l'euro, tandis que l'acquisition d'une firme européenne avait généralement tendance à soutenir l'euro. En revanche, si l'impact instantané, sur le couple dollar/euro, des F-A transatlantiques ciblant une entreprise américaine s'est avéré statistiquement significatif au niveau de 6%, les flux de F-A en direction de la zone euro n'ont eu aucun effet statistique notable sur le change. En outre, les coefficients cumulés pour les volumes courants de F-A et cinq décalages étaient extrêmement significatifs pour les flux vers les États-Unis. L'effet correspondant des acquisitions d'entreprises européennes par des acheteurs américains, bien qu'assorti du même signe, n'apparaît pas non plus significatif.

Effets d'annonce statistiquement significatifs

¹² Pour les besoins de cette étude, le cours dollar/euro est exprimé en termes de dollar pour un euro.

¹³ Le nombre des variables macroéconomiques a été limité pour éviter les problèmes de quasi-colinéarité liés à la présence de nombreuses variables explicatives. L'utilisation d'autres variables n'a pas modifié les principales conclusions. Voir Galati et Ho (2001).

Flux liés aux fusions-acquisitions: incidence sur le cours dollar/euro (estimations)

Janvier 1999-septembre 2001

	Décalage	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification	Décalage	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification
Vers la zone euro	0	0,118	1,23	0,22	0 à 5	0,346	1,55	0,12
Vers les États-Unis	0	-0,157	-1,89	0,06	0 à 5	-0,481	-2,52	0,01
NAPM industrie	0	-0,972	-1,36	0,17	0 à 5	0,377	0,22	0,82
Ifo (Allemagne)	0	4,551	5,04	0,00	0 à 5	7,857	3,28	0,00

Variable dépendante: différence logarithmique; données F-A: niveau logarithmique; indicateurs conjoncturels: sous leur forme originale X_k . Coefficient = $\beta \cdot 10^3$. R^2 ajusté = 0,09. Tableau 2

Les résultats de la régression suggèrent que l'importance économique de l'impact des annonces de F-A est en moyenne faible. Toutefois, l'effet estimé des très grosses transactions sur le cours dollar/euro peut être assez substantiel¹⁴.

Globalement, ces résultats révèlent une certaine asymétrie dans la façon dont les annonces ont affecté le marché dollar/euro et, pour les F-A ciblant des entreprises américaines, une persistance de leur incidence sur le cours de change.

L'étape suivante a consisté à analyser plus en détail les annonces de F-A. Il est bon de rappeler que les mécanismes de ces transactions donnent à penser que l'ampleur d'un effet d'annonce dépend de plusieurs caractéristiques, dont la taille de l'opération et son mode de financement. Au moyen des informations sur la composition en numéraire/actions de chacune des transactions considérées, la première chose a été de déterminer si la réaction du change aux annonces dépendait du type de règlement (à travers d'éventuels transferts de liquidités). À cette fin, l'équation de régression a été enrichie de deux variables fictives (une pour chaque direction des flux de F-A) égales à un, en cas de règlement en numéraire, et à zéro autrement. Une seconde spécification incluait, le cas échéant, des variables d'interaction égales au montant de la transaction, dans le premier cas, et à zéro autrement. Les résultats empiriques obtenus par chacune des deux méthodes indiquent que le choix du mode de paiement ne modifie pas de manière statistiquement significative, en moyenne, l'incidence des F-A sur le couple dollar/euro¹⁵.

De surcroît, il a été vérifié si la taille des opérations des F-A transatlantiques en affectait l'incidence, c'est-à-dire si les mégafusions produisaient des effets supplémentaires. À cette fin, une autre équation de

Le mode de financement ne semble guère importer ...

... et les mégafusions n'ont pas d'incidence supplémentaire

¹⁴ Le tableau 2 semble indiquer que \$1 milliard de F-A ayant pour cibles des entreprises américaines se traduit par une appréciation de 0,11% du dollar à l'égard de l'euro. L'annonce par Deutsche Telekom du rachat de VoiceStream pour un montant de \$46,5 milliards implique donc une appréciation de 0,169%, correspondant à la variation de 0,17% du cours dollar/euro le 24 juillet 2000.

¹⁵ Le manque de place ne permet pas de présenter ces résultats, qui corroborent cependant ceux de Breedon et Fornasari (2000) et montrent que les opérations sans versement en numéraire affectent, elles aussi, le change, mais leur effet n'est pas significatif.

Flux liés aux fusions-acquisitions: incidence sur le cours dollar/euro (estimations)								
Septembre 2000-septembre 2001								
	Décalage	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification	Décalage	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification
Vers la zone euro	0	0,494	2,85	0,00	0 à 5	1,089	2,63	0,01
Vers les États-Unis	0	- 0,483	- 3,23	0,00	0 à 5	- 0,616	- 1,45	0,15
NAPM industrie	0	- 2,159	- 1,94	0,05	0 à 5	3,699	1,08	0,28
Ifo (Allemagne)	0	1,595	0,93	0,35	0 à 5	9,007	2,25	0,02

Variable dépendante: différence logarithmique; données F-A: niveau logarithmique; indicateurs conjoncturels: sous leur forme originale X_t . Coefficient = $\beta \cdot 10^3$. R^2 ajusté = 0,18.

Tableau 3

régression a été utilisée, avec deux variables fictives, pour chaque direction de flux, égales à un, quand le montant de l'opération dépassait \$1 milliard, et à zéro dans les autres cas¹⁶. Une seconde formule a fait intervenir des variables d'interaction. Aucune de ces deux méthodes n'a toutefois confirmé l'existence d'effets de taille significatifs.

Enfin, l'analyse a cherché à déterminer si l'incidence des flux de F-A annoncés avait changé fin 2000, quand les flux nets vers les États-Unis ont sensiblement diminué¹⁷. Les tests de Chow indiquant une rupture structurelle à la fin du mois d'août 2000, les principales équations de régression ont été recalculées pour la période septembre 2000-fin septembre 2001. Contrairement aux observations pour l'ensemble de janvier 1999-septembre 2001, les résultats (tableau 3) semblent montrer que les annonces de rachats d'entreprises de la zone euro par des firmes américaines ont eu en moyenne, pendant ce laps de temps, une incidence positive statistiquement significative sur le cours de l'euro vis-à-vis du dollar.

Conclusion

Cette étude a examiné le degré de corrélation entre les annonces de F-A transatlantiques et les variations du cours dollar/euro au comptant sur la période janvier 1999-septembre 2001. Il est apparu que les annonces de rachats d'entreprises américaines par des acquéreurs européens avaient un impact statistiquement significatif sur le change, dont l'ampleur n'était pas liée au mode de financement des transactions; en revanche, les opérations ciblant des entreprises européennes n'avaient aucune incidence significative. Par ailleurs, les mégafusions ne paraissent pas exercer d'effets supplémentaires. Les apports nets massifs de F-A de la zone euro aux États-Unis concordent donc avec la baisse tendancielle de l'euro par rapport au dollar.

Ces résultats impliquent que les effets d'annonce ne paraissent pas refléter entièrement les caractéristiques d'une transaction donnée (mode de

¹⁶ Les résultats restent valables avec des seuils de \$2 milliards ou \$5 milliards. Faute de place, ils ne sont pas présentés ici mais peuvent être obtenus auprès des auteurs.

¹⁷ Voir *The Economist* (2001).

financement, par exemple), c'est-à-dire qu'ils ne traduisent pas nécessairement la réaction des opérateurs aux flux de change anticipés résultant de la transaction. L'absence d'incidence statistiquement significative de la taille et du mode de financement semble plutôt indiquer que la réaction des cours de change aux annonces de F-A dépendrait du niveau cumulé des flux, autrement dit de la perception, par le marché, de la tendance générale des flux de F-A. On pourrait en déduire l'existence d'effets de signal: l'annonce d'une transaction de F-A est considérée comme un indicateur de la vigueur relative des perspectives de croissance de chacune des deux économies concernées et, donc, de la future activité de F-A. Cette interprétation de l'effet d'annonce est également accréditée par le fait que les annonces d'acquisitions d'entreprises européennes par des acheteurs américains ont commencé à soutenir l'euro vers la fin de 2000, mettant ainsi un terme effectif à l'asymétrie antérieure des réactions du change selon que la cible annoncée était européenne ou américaine.

En conclusion, il apparaît que les F-A transfrontières ont globalement contribué à l'appréciation du dollar entre 1999 et 2000. Toutefois, il est à noter que le rythme de ces opérations s'est nettement ralenti à partir du quatrième trimestre 2000. D'après la série de données, les volumes mensuels moyens d'annonces d'opérations transatlantiques sont tombés, en termes nets, d'environ \$10,5 milliards en 2000 à \$1,8 milliard sur les trois premiers trimestres 2001. Il faut y voir le signe d'une évolution de la vigueur relative des perspectives de croissance de part et d'autre de l'Atlantique, qui pourrait avoir pesé négativement sur le dollar.

Références

Banque centrale européenne (2001): «Euro area balance of payments», *ECB Statistical Press Release*, 30 juillet.

Banque des Règlements Internationaux (2001a): *71^e Rapport annuel*, Bâle, juin, pp. 87-107.

Banque des Règlements Internationaux (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Bâle, octobre.

Breedon, F. et F. Fornasari (2000): «FX impact of cross-border M&A», Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, avril.

Financial Times (2000): «Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$50bn deal», 24 juillet.

Financial Times (2001): «Deutsche Telekom deals give big US presence», 1^{er} juin.

Galati, G. et C. Ho (2001): «The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate», *BIS Working Papers*.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch et R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, juillet.

The Economist (2000): «Bouncing back», 2 novembre.

The Economist (2001): «The great merger wave breaks», 25 janvier.

Évolutions structurelles et réglementaires

Initiatives et rapports concernant les établissements financiers

Juillet

Le CBCB publie les commentaires de la profession sur le Nouvel accord de Bâle ...

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a publié sur le site internet BRI tous les commentaires à caractère non confidentiel formulés par la profession en réponse à ses propositions de janvier 2001 concernant un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres¹. Plusieurs groupes de travail et comités du CBCB procèdent à un examen approfondi de ces commentaires en vue d'affiner les propositions.

... et un document de travail sur le traitement NI des pertes anticipées et du produit futur sur marges d'intérêt

Le CBCB a publié un document de travail, préparé conjointement par les Groupes d'études sur les questions comptables et sur la modélisation, consacré au traitement des pertes anticipées et du produit futur sur marges d'intérêt selon la méthode des notations internes (NI)². L'approche NI proposée en janvier 2001 consiste à calculer des exigences de fonds propres pour couvrir les pertes de crédit anticipées et inattendues au titre des portefeuilles de prêts. Si la profession ne conteste pas le bien-fondé de telles exigences pour les pertes inattendues (PI), elle leur est généralement défavorable pour les pertes anticipées (PA). Le document présente une approche pragmatique où les exigences de fonds propres continueraient d'être calibrées par rapport à la somme PI + PA, mais en tenant compte des provisions et, pour le portefeuille clientèle de détail, des marges d'intérêt futures.

La CE lance de nouvelles consultations sur l'adéquation des fonds propres

La Commission européenne a lancé une série de consultations auprès du secteur bancaire sur l'application de nouvelles normes de fonds propres³. Durant les premiers mois de 2002, parallèlement à la consultation organisée par le CBCB, la Commission publiera un document précisant les modalités d'application du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres dans le cadre du droit communautaire.

¹ www.bis.org/bcbs/index.htm. En outre, le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001 présente un résumé des propositions (encadré pages 62-63).

² CBCB, *Working paper on the IRB treatment of expected losses and future margin income*, Bâle, juillet 2001 (www.bis.org).

³ www.europa.eu.int.

Août

Le CBCB a publié un document de travail préparé par le Groupe d'étude sur la modélisation relatif au traitement NI des expositions sur actions détenues dans le portefeuille bancaire⁴. Ce rapport analyse plusieurs questions évoquées dans un document d'appui sur l'approche NI publié en janvier 2001, en tenant compte de discussions ultérieures avec la profession⁵.

Le CBCB publie un document de travail consacré aux expositions sur actions

Le CBCB a publié un document sur l'audit interne au sein des organisations bancaires et sur les relations entre autorités de contrôle et auditeurs internes et externes⁶. Les principes exposés, d'application générale, précisent que des contrôles internes adéquats doivent être complétés par une fonction audit efficace évaluant ces systèmes en toute indépendance.

Le CBCB publie un document sur l'audit interne

Septembre

Tenant à Londres sa sixième réunion, les 6-7 septembre 2001, le Forum sur la stabilité financière (FSF) a examiné les réactions des principaux systèmes et marchés financiers au ralentissement économique mondial. Ses membres ont généralement estimé que la plupart des grands marchés et établissements, qui s'étaient constitués dans une solide situation financière, avaient bien absorbé les difficultés liées à ce ralentissement. En outre, les efforts consentis ces dernières années pour renforcer le système financier international ont souvent contribué à atténuer les effets de contagion. Néanmoins, l'interaction du fléchissement de l'activité et d'éventuelles faiblesses du système a appelé à la vigilance, ces pressions s'accroissant progressivement. Les membres du Forum sont convenus de l'utilité de poursuivre une surveillance et une coopération étroites en matière prudentielle. Le FSF a également discuté de questions connexes, notamment comptabilité et provisionnement dans les établissements financiers, dynamique de marché et grandes organisations financières complexes. De plus, les participants ont mis en relief divers problèmes potentiels liés au recours croissant aux mécanismes de transfert de risque, y compris entre compartiments, et ils ont souhaité analyser plus en détail, sous l'angle prudentiel et systémique, les conséquences de ces innovations. Le FSF a examiné les rapports définitifs de deux groupes de travail, l'un sur les moyens de favoriser la mise en œuvre de normes internationales pour le renforcement des systèmes financiers et l'autre sur la

Sixième réunion du FSF: examen de questions financières internationales

⁴ CBCB, *Working paper on risk sensitive approaches for equity exposures in the banking book for IRB banks*, Bâle, août 2001 (www.bis.org).

⁵ Le document d'appui présentait les principales questions soulevées par l'élaboration de méthodes de calcul des exigences de fonds propres au regard des expositions sur actions selon l'approche NI mise au point pour le risque de crédit; il sollicitait tous commentaires concernant les modalités d'application d'une méthodologie fondée sur l'évaluation par les marchés ou sur les concepts de probabilité de défaillance/pertes en cas de défaillance.

⁶ CBCB, *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*, Bâle, août 2001 (www.bis.org).

formulation de recommandations pour le développement de systèmes efficaces de garantie des dépôts⁷.

Le CBCB renonce à son projet d'exigence additionnelle de fonds propres pour risque résiduel ...

Le Groupe du CBCB sur les fonds propres, chargé de l'élaboration de l'approche standardisée pour le calcul des fonds propres et du traitement des techniques d'atténuation du risque de crédit, a publié un rapport faisant le point sur la préparation du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres⁸. Après une analyse des commentaires de la profession, le groupe a annoncé qu'il renonçait à créer une exigence de fonds propres additionnelle au titre des sûretés, dérivés de crédit et cautions bancaires. Dans son projet initial, le CBCB avait envisagé un «facteur W» de 15% à cet effet, en considérant que ces instruments limitaient le risque de crédit dans une proportion de 85%. Cette disposition visait à prendre en compte le risque résiduel, c'est-à-dire le risque qui se matérialiserait au cas où le mécanisme de protection ne jouerait pas le rôle attendu par son acquéreur. Le Groupe estime maintenant qu'il serait plus efficace de traiter ce risque résiduel dans le cadre du deuxième pilier du dispositif proposé (processus de surveillance prudentielle) plutôt que dans le cadre du premier (exigences minimales de fonds propres)⁹.

... et propose une réduction de l'exigence en regard du risque opérationnel

Le Groupe du CBCB sur la gestion des risques a publié un document de travail sur le traitement réglementaire du risque opérationnel¹⁰, qui présente une vue d'ensemble de son activité et affine les propositions concernant l'exigence réglementaire de fonds propres au titre du risque opérationnel (premier pilier). Ces travaux ont abouti à plusieurs modifications notables des propositions de janvier 2001, dont: réduction du niveau global des fonds propres pour le risque opérationnel, acceptation de méthodologies de pointe dans l'approche «mesure interne» et prise en compte de l'assurance comme facteur d'atténuation des risques. Sur le premier point, un examen des données soumises par les banques a conduit le CBCB à proposer de ramener les exigences minimales de fonds propres de 20% à 12%. Il estime que les niveaux de fonds propres seront ainsi plus conformes au risque opérationnel auquel font actuellement face les grandes organisations complexes.

Le CBCB publie un nouvel ensemble d'exigences de communication financière

Le Groupe du CBCB sur la transparence a publié un ensemble révisé d'exigences de communication financière dans le cadre du troisième pilier du Nouvel accord de Bâle¹¹. Les propositions modifiées, rassemblées en trois

⁷ FSF, *Final Report of the FSF Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards et Guidance for developing effective deposit insurance systems*, Bâle, septembre 2001 (www.fsforum.org). Le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2001 contient une étude sur les normes internationales.

⁸ CBCB, *Update on work on the New Basel Capital Accord - Basel Committee Newsletter n° 2*, Bâle, septembre 2001 (www.bis.org).

⁹ Le Nouvel accord de Bâle repose sur trois éléments complémentaires ou «piliers»: le troisième est fondé sur la discipline de marché, apte à renforcer les exigences minimales de fonds propres (premier pilier) et le processus de surveillance prudentielle (deuxième pilier).

¹⁰ CBCB, *Working paper on the regulatory treatment of operational risk*, Bâle, septembre 2001 (www.bis.org).

¹¹ CBCB, *Working paper on Pillar 3 - market discipline*, Bâle, septembre 2001 (www.bis.org).

grandes catégories (champ d'application de l'accord, adéquation des fonds propres et évaluation des expositions au risque), limitent notablement la quantité d'informations requises par rapport au document de janvier 2001.

Initiatives et rapports concernant les marchés financiers et leur infrastructure

Juillet

La Commission européenne a ouvert pour trois mois une consultation sur la modernisation de la Directive sur les services d'investissement (DSI), pour clarifier et élargir les dispositions existantes, garantir aux investisseurs une protection homogène de niveau élevé et renforcer les dispositions actuelles. Entrée en vigueur en 1996, cette directive a instauré un « passeport unique » pour les entreprises d'investissement et les marchés réglementés. Elle a largement contribué à créer des conditions de concurrence équitables en Europe, mais doit être complétée par un nouvel effort d'harmonisation en vue d'une intégration totale du marché des valeurs mobilières. Il s'agit de la deuxième consultation publique lancée par la Commission depuis la parution du Rapport Lamfalussy en février 2001 (*Rapport trimestriel BRI* de juin 2001, encadré page 72).

La Commission européenne ouvre une consultation sur la DSI

Le Parlement européen a rejeté une proposition de directive visant à établir des règles communes pour les OPA au sein de l'Union européenne. Initialement présentée en 1989, cette proposition aurait garanti la solidité juridique des OPA en énonçant des orientations minimales à l'intention des entreprises. L'un de ses objectifs était d'assurer aux actionnaires minoritaires une protection adéquate dans tous les États membres de l'Union, en cas de changement de contrôle.

Le Parlement européen rejette la directive OPA

European Securities Forum (ESF), qui réunit les principales banques d'investissement, a annoncé que son projet de constitution d'une contrepartie centrale unique pour la compensation des positions sur l'ensemble des actions européennes n'avait guère progressé. Le président d'ESF a précisé que de sérieux obstacles juridiques, réglementaires, technologiques et commerciaux avaient compromis les chances d'un succès rapide. En particulier, la poursuite du projet aurait nécessité des apports de fonds que les banques n'étaient pas prêtes à accepter dans le contexte actuel. De plus, la démutualisation des marchés organisés était également devenue un frein, dans la mesure où leur chiffre d'affaires provient désormais en grande partie de leurs activités de compensation et de règlement.

ESF abandonne ses projets de contrepartie centrale

Les principales chambres de compensation du monde ont annoncé la création d'une nouvelle association, CCP 12, destinée à collaborer à la mise en œuvre de services planétaires de compensation, de détermination des positions nettes et de contrepartie centrale. Les membres de cette association ont défini un large éventail de sujets qu'ils s'efforceront de traiter de façon informelle. Il s'agit notamment d'améliorer le partage d'informations, de

renforcer l'utilisation des sûretés, de définir des domaines de collaboration et d'élaborer des normes minimales pour les pratiques de gestion des risques.

Des établissements financiers cherchent à garantir l'impartialité des analyses boursières

Après les orientations énoncées par la Securities Industry Association en juin 2001 (*Rapport trimestriel BRI* de septembre 2001, page 71), deux établissements financiers ont annoncé avoir pris des mesures visant à garantir l'impartialité de leurs analyses boursières, en instituant diverses restrictions à l'achat des actions examinées. Plusieurs commentateurs avaient craint que les avis formulés ne soient subordonnés à la nécessité de remporter des mandats ou de s'attacher une clientèle.

Août

La CFTC et la SEC adoptent des règles communes pour le négoce de contrats à terme sur titres

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et la Securities and Exchange Commission (SEC) ont adopté les premières règles communes autorisant le négoce de contrats à terme sur titres aux États-Unis. Ces règles, qui mettent en application les dispositions du Commodity Futures Modernization Act de 2000, lèvent l'interdiction qui visait depuis dix-neuf ans les contrats à terme sur actions individuelles et indices boursiers étroits. Elles définissent également les critères permettant de faire la distinction entre indices étroits, considérés comme des contrats à terme sur titres et donc réglementés conjointement par la CFTC et la SEC, et indices larges, qui relèvent de la seule CFTC.

Septembre

Le GAFI rend publiques ses conclusions sur les pays et territoires non coopératifs

Le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI) a rendu publics les résultats de son suivi des pays et territoires «non coopératifs» (PTNC) depuis la publication, en juin 2001, de son deuxième rapport sur ce sujet¹². Le GAFI a annoncé qu'il ne serait pas nécessaire de prendre des sanctions à l'égard de la Russie, celle-ci ayant promulgué des lois palliant les lacunes de la lutte contre le blanchiment, mais qu'il en exigeait l'application concrète avant de retirer ce pays de la liste des PTNC. En revanche, le GAFI a annoncé des contre-mesures envers Nauru, si cet État ne remédiait pas aux insuffisances de sa législation, et les Philippines, si celles-ci n'adoptaient pas des textes législatifs appropriés. Enfin, le GAFI a classé Grenade et l'Ukraine parmi les PTNC, car ces pays n'ont pas mis en œuvre une législation antiblanchiment exhaustive.

La CFTC et la SEC proposent des règles régissant les appels de marge des contrats à terme sur titres

La CFTC et la SEC ont proposé des règles pour l'application du Commodity Futures Modernization Act de 2000, régissant la collecte des marges de garantie pour les contrats à terme sur titres et éliminant les règlements concurrents ou contradictoires concernant la protection des avoirs de la clientèle.

¹² Le GAFI est un organisme international indépendant dont le secrétariat se trouve à l'OCDE (www.fatf-gafi.org).

Intensification de la lutte contre le blanchiment de capitaux après les attentats du 11 septembre

Suite aux actes de terrorisme perpétrés le 11 septembre à New York et Washington, les États-Unis et d'autres pays ont pris un certain nombre de mesures pour identifier l'origine des fonds grâce auxquels des attentats d'une telle envergure ont pu être commandités et pour démanteler les réseaux de financement des groupes soupçonnés d'en être les auteurs.

En application de plusieurs lois parmi lesquelles l'International Emergency Economic Powers Act, le Président des États-Unis a signé un décret visant à geler les avoirs aux États-Unis d'organisations et d'individus ainsi que de certaines associations caritatives, humanitaires ou commerciales pratiquant, finançant ou soutenant le terrorisme. La menace de blocage vise également les actifs aux États-Unis de tout établissement financier étranger offrant ses services, en quelque endroit du globe, aux organisations ou aux individus concernés.

De nouvelles lois accordent en outre au gouvernement américain des pouvoirs supplémentaires (extension des droits de mise sur écoute et de saisie des avoirs) lui permettant de lutter contre le financement du terrorisme. La législation autorise le gouvernement à contraindre les établissements financiers à communiquer et à conserver davantage d'informations sur les comptes de leurs clients. De plus, elle impose de nouvelles obligations au titre du devoir de diligence à l'égard d'établissements ou de comptes susceptibles d'être utilisés pour dissimuler des transactions liées au terrorisme.

Le gouvernement américain a également pris des dispositions en vue de renforcer la coopération internationale pour le blocage des comptes liés au terrorisme dans d'autres pays ou territoires. En conséquence, les nations industrialisées et les économies en développement ont été nombreuses à annoncer de tels plans. Les ministres des Finances du G 7 ont, quant à eux, publié une déclaration soulignant l'importance d'une application plus rigoureuse des sanctions internationales contre le financement du terrorisme; ils ont invité le GAFI à étendre ses activités à cet aspect. Lors d'une session plénière extraordinaire, fin octobre, le GAFI a ainsi élargi sa mission au-delà du blanchiment de capitaux et publié plusieurs recommandations visant à contrecarrer le financement du terrorisme.

Le Trésor des États-Unis, en accord avec le ministère américain de la Justice, a annoncé la mise en œuvre de la Stratégie contre le blanchiment de capitaux (2001), plan global visant à conduire les poursuites judiciaires à l'encontre des grandes organisations de blanchiment et des groupes terroristes introduisant des fonds aux États-Unis dans le but de mener des actions illégales ou terroristes. Cette stratégie repose, en particulier, sur l'institution, à Chicago et à San Francisco, de deux instances antiblanchiment. Le Trésor américain a également créé le Foreign Terrorist Asset Tracking Center, unité chargée de déceler et démanteler les réseaux financiers soutenant les organisations terroristes dans le monde.

Chronologie des principales évolutions structurelles et réglementaires

Mois	Organisme	Initiative
Juillet 2001	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication (site internet) des commentaires de la profession sur ses propositions de janvier 2001 concernant un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres
	Groupes du CBCB sur les questions comptables et sur la modélisation	Publication conjointe d'un document de travail sur le traitement, selon la méthode des notations internes, des pertes anticipées et du produit futur sur marges d'intérêt
	Commission européenne	Lancement d'une série de consultations sur l'application de nouvelles normes de fonds propres
	Commission européenne	Ouverture d'une consultation sur la modernisation de la Directive sur les services d'investissement
	Parlement européen	Rejet d'une proposition de règles communes pour les OPA dans l'Union européenne
	European Securities Forum	Annonce de l'abandon, faute de progrès, du projet de constitution d'une contrepartie centrale européenne pour la compensation des actions européennes
	Principales chambres de compensation	Annonce de la création de CCP 12, destiné à améliorer les services de compensation, de détermination des positions nettes et de contrepartie centrale à l'échelle mondiale
Août 2001	Établissements financiers privés	Annonce de mesures destinées à garantir l'impartialité des analyses boursières
	Groupe du CBCB sur la modélisation	Publication d'un document de travail sur le traitement par les notations internes des risques liés aux expositions sur actions dans le portefeuille bancaire
	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	Publication d'un document sur l'audit interne dans les organisations bancaires
Septembre 2001	Commodity Futures Trading Commission et Securities and Exchange Commission (États-Unis)	Adoption des premières règles communes pour le négoce des contrats à terme sur titres
	Forum sur la stabilité financière	Sixième réunion à Londres
	Groupe du CBCB sur les fonds propres	Publication d'un rapport faisant le point sur la préparation du Nouvel accord de Bâle
	Groupe du CBCB sur la gestion des risques	Publication d'un document de travail sur le traitement réglementaire du risque opérationnel
	Groupe du CBCB sur la transparence	Publication d'une nouvelle série d'exigences de communication financière
	Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux	Annonce des conclusions sur les pays et territoires «non coopératifs»
	Commodity Futures Trading Commission et Securities and Exchange Commission (États-Unis)	Proposition de règles pour l'application des dispositions du Commodity Futures Modernization Act de 2000