

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.

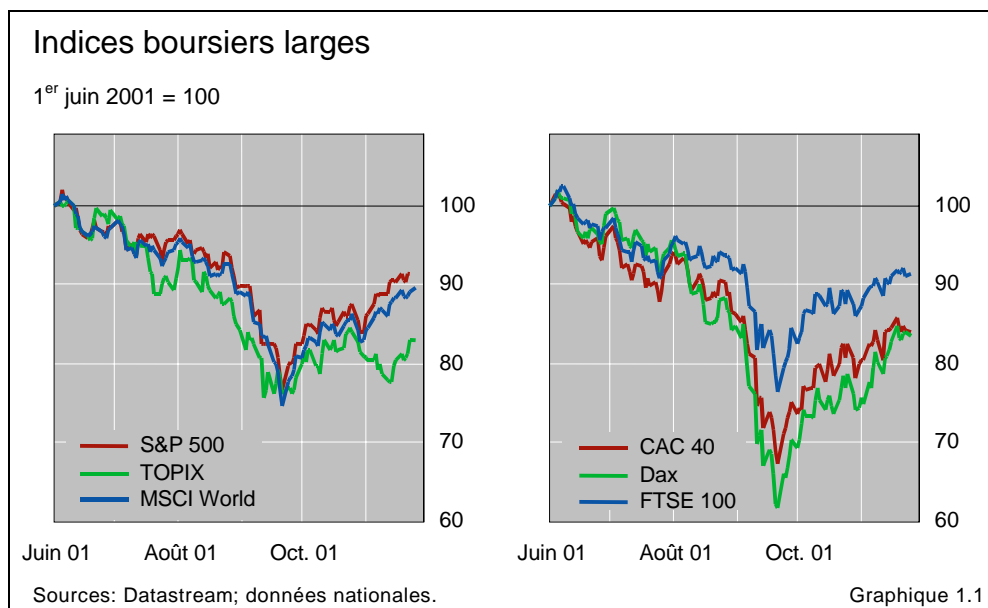
Grâce aux mesures officielles, au rétablissement des moyens de communication et à la coopération entre intervenants, la plupart des marchés retrouvèrent en une semaine un fonctionnement à peu près normal. La volatilité intrajournalière des fonds fédéraux est demeurée exceptionnellement élevée jusqu'en 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

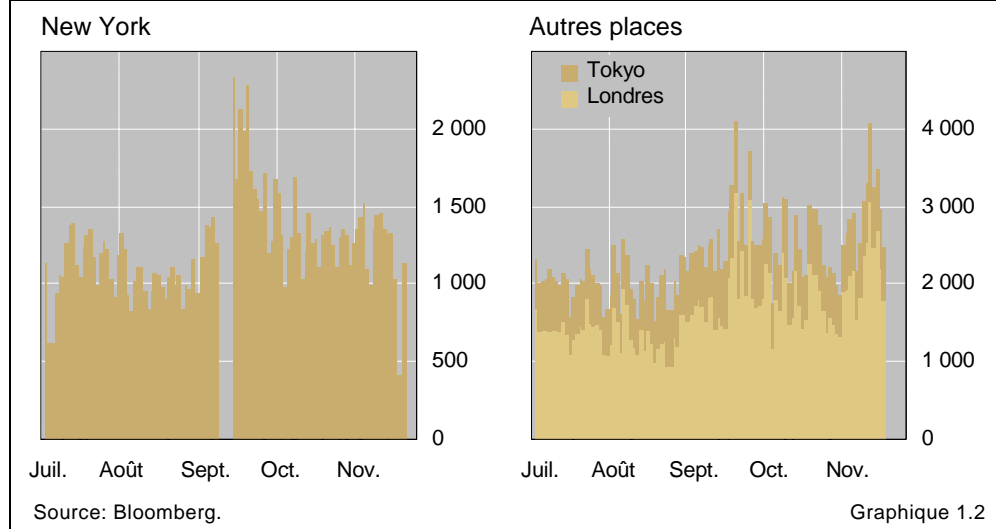
Lors de la réouverture du marché américain le lundi suivant, le S&P 500 fléchit de 4,9% sur la séance et de 11,6% sur la semaine. Entre le 10 et le 21 septembre, la baisse cumulée de l'indice MSCI World a représenté 12%, soit une perte de valeur de \$3 000 milliards pour l'ensemble du marché mondial. 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.

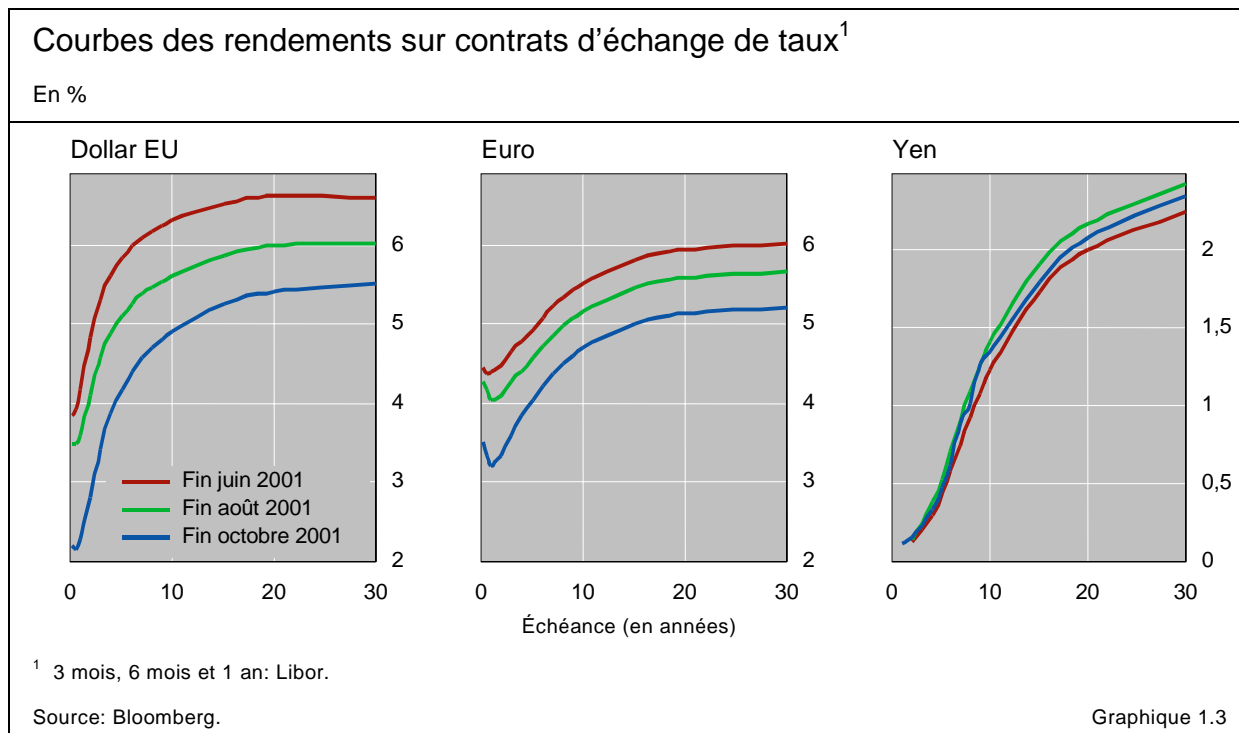
Les mesures prises par plusieurs autorités et investisseurs contribuèrent à éviter une spirale descendante des cours. La Réserve fédérale abaissa de 50 points de base ses taux directeurs, en début de matinée le 17 septembre, juste avant la réouverture des marchés de New York, suivie peu après par la 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.

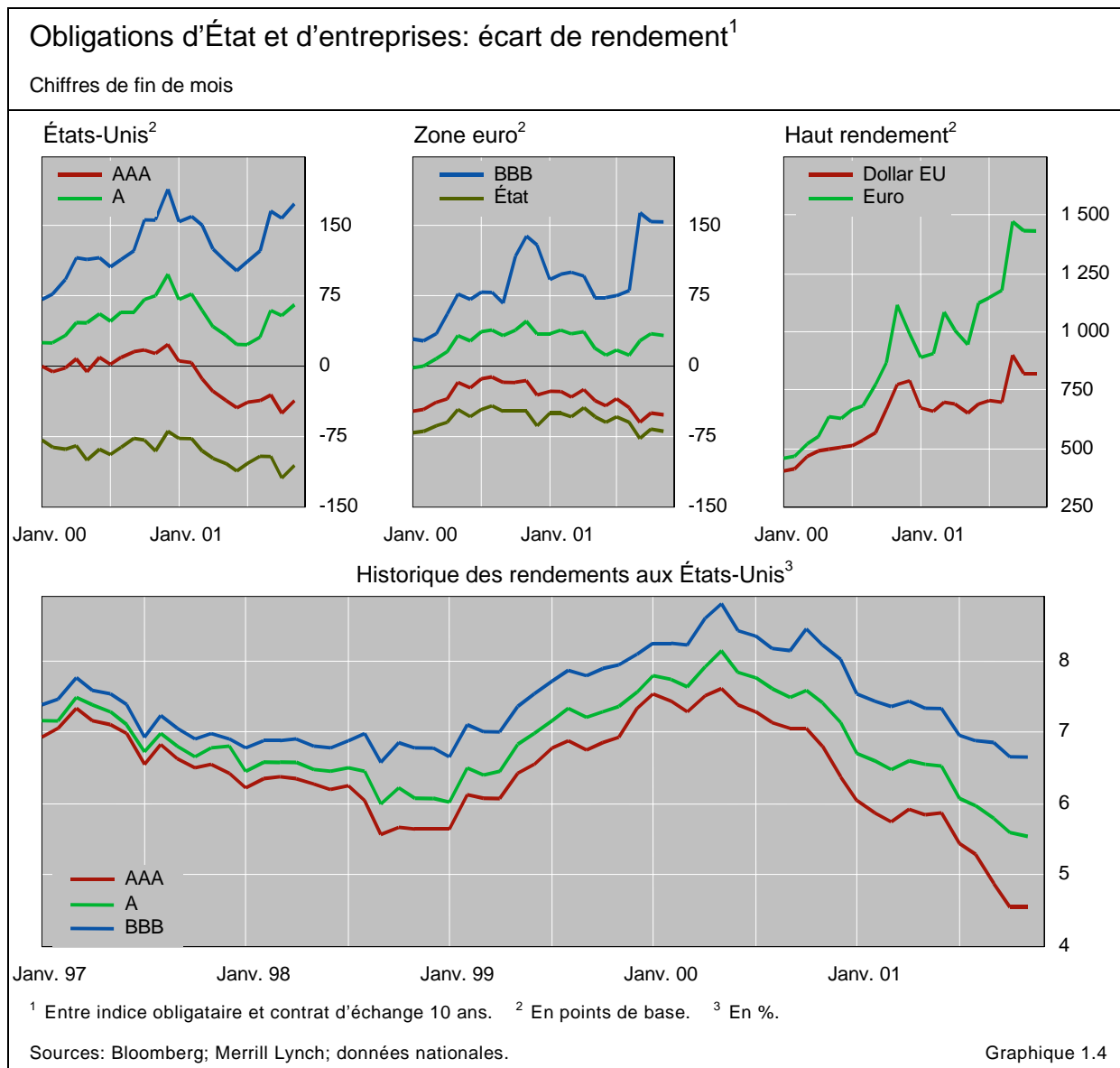
Concernant le Japon, les taux à long terme ont augmenté, tandis que les taux courts sont demeurés très bas. Cette situation traduisait la persistance de mauvaises nouvelles sur le plan économique et, parallèlement, l'attente d'une poursuite de la politique budgétaire expansionniste. Les marchés n'ont 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 ...



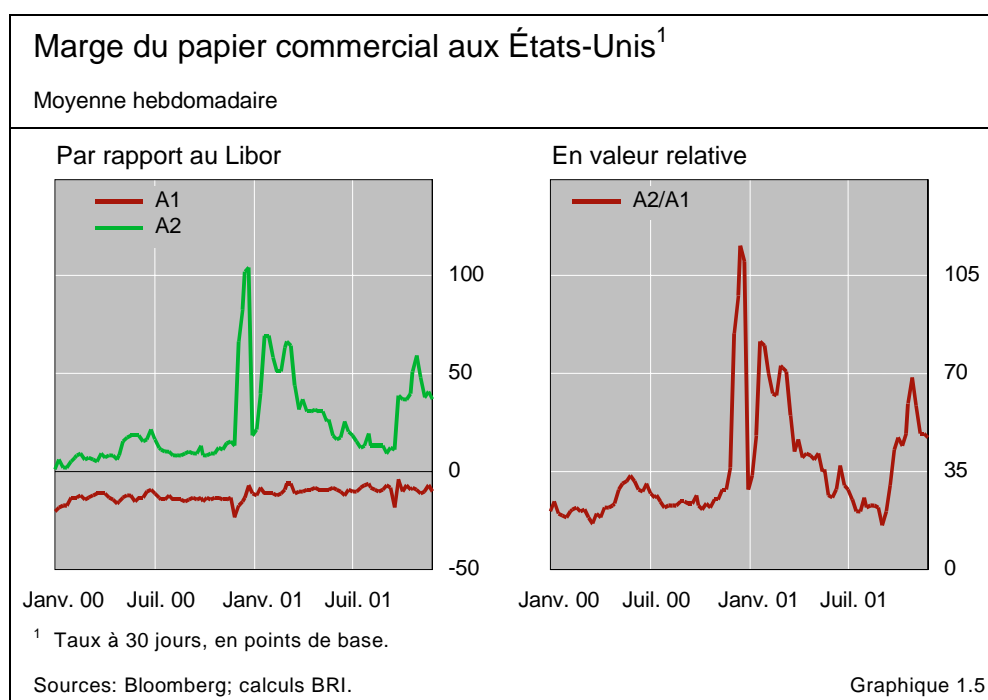
nouvelles économiques aux États-Unis et en Europe ainsi que l'augmentation des taux de défaillance à des niveaux jamais observés depuis au moins dix ans. Si les marges sur les placements de qualité sont restées globalement en deçà de leurs récents maximums de décembre 2000, celles sur les émissions de 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*.

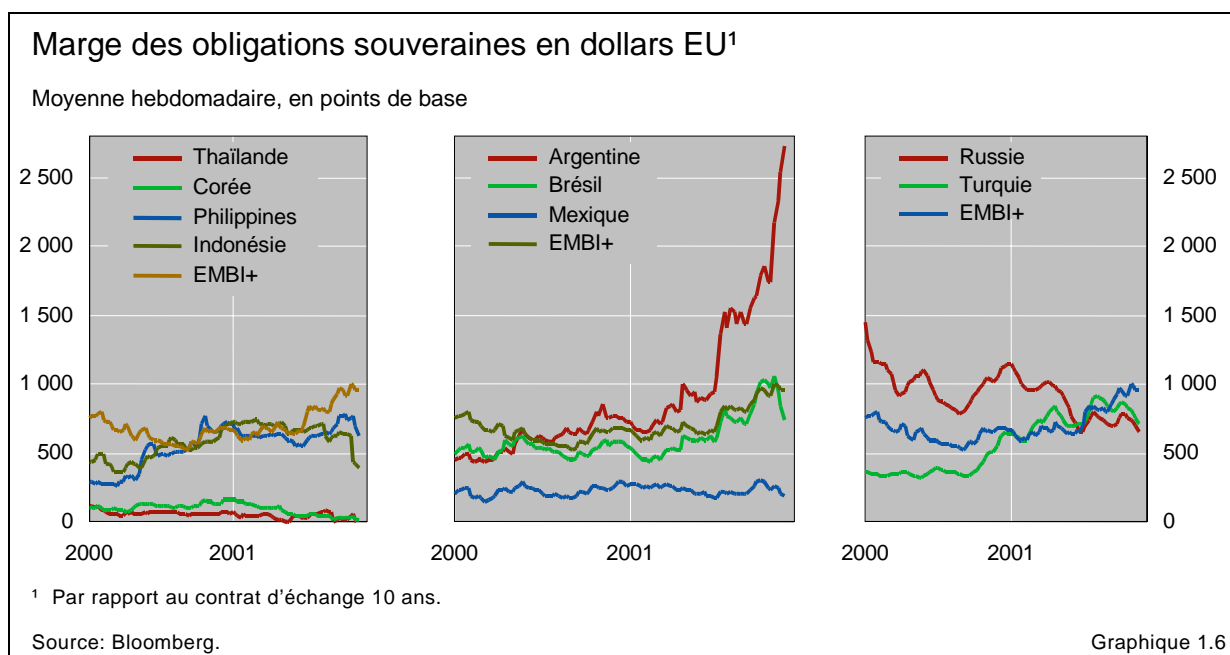
Les marchés émergents affectés par l'aversion croissante pour le risque

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.

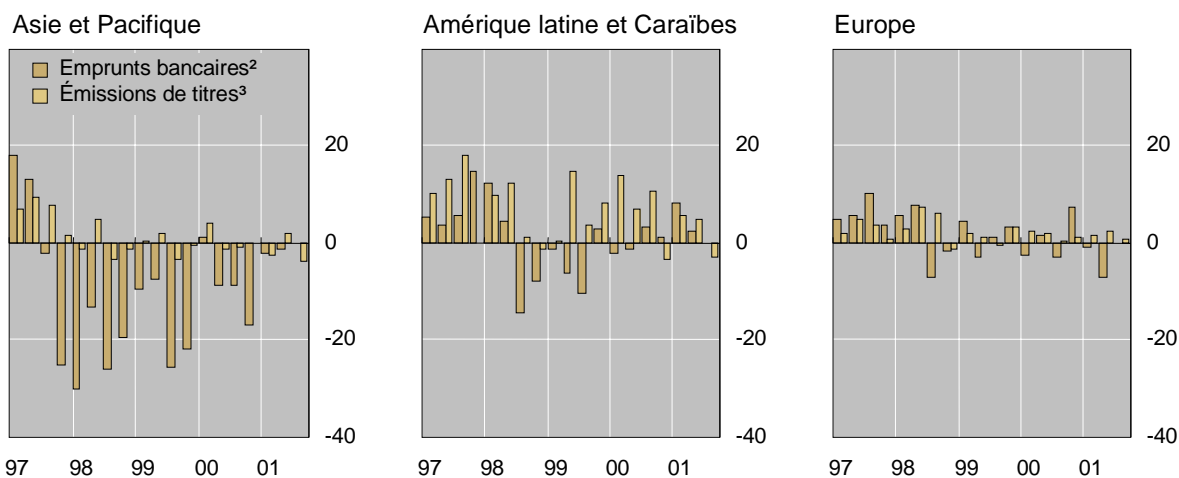
... l'attention étant focalisée sur les problèmes de l'Argentine et de la Turquie ...

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.