

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).