

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale¹

En collaboration avec des banques centrales et autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse plusieurs séries de statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale. Le commentaire ci-après s'appuie sur les dernières données disponibles : deuxième trimestre 2006 pour le marché bancaire international ; premier semestre 2006 pour les positions sur dérivés de gré à gré ; troisième trimestre 2006 pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés. La section comporte un encadré sur les crédits consortiaux en Asie.

Marché bancaire

Statistiques bancaires territoriales

Au **deuxième trimestre 2006**, les créances transfrontières ont progressé de \$602 milliards, pour atteindre \$24 000 milliards, soit une croissance de +15 % en un an, en repli par rapport au trimestre précédent (+18 %) mais plus proche de la moyenne des cinq dernières années (+11 %).

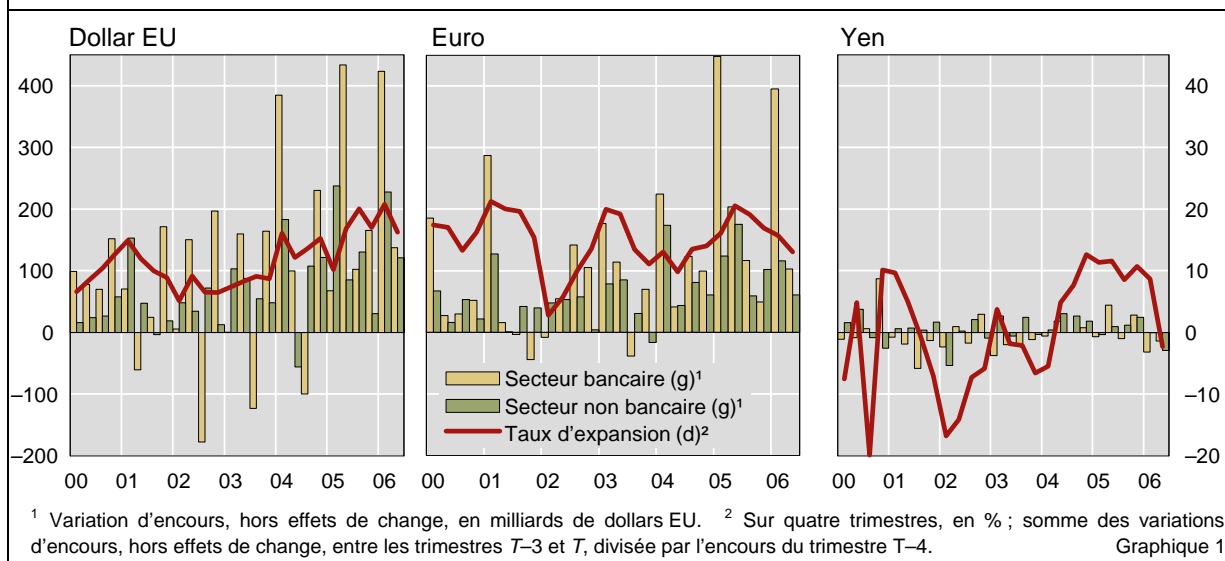
Les créances transfrontières retrouvent des taux de croissance plus habituels

Le retour à une progression plus modeste de l'encours total s'explique par une décélération de la croissance des créances dans la zone euro et au Royaume-Uni, après l'augmentation du premier trimestre. Les \$92 milliards de prêts accordés par la zone euro et le Royaume-Uni sont davantage conformes aux niveaux antérieurs. Le rythme de croissance en un an s'est ralenti pour les trois grandes monnaies (graphique 1).

L'interbancaire (+\$363 milliards) a représenté une part importante de l'expansion des créances transfrontières, et notamment les transactions interétablissements (79 % de ce montant). Si l'on exclut ces transferts intragroupes, ce sont les créances transfrontières des banques en France et en Allemagne et aux îles Caïmans qui ont le plus progressé, de \$22 milliards, \$27 milliards et \$82 milliards, respectivement.

¹ Pour toute question concernant les statistiques BRI, s'adresser à Ryan Stever (statistiques bancaires territoriales et titres de dette internationaux), Goetz von Peter (statistiques bancaires consolidées) ou Christian Upper (dérivés).

Créances transfrontières des banques, par secteur débiteur et par monnaie



Pour le deuxième trimestre consécutif, l'encours des créances en yens, qui évoluait en hausse depuis début 2002 (culminant à \$1 100 milliards au quatrième trimestre 2005), a baissé, retombant à \$1 000 milliards (graphique 2, cadre de gauche), principalement du fait des établissements situés au Royaume-Uni, dans les places franches et dans la zone euro. Le total mondial des créances en yens des banques japonaises (à l'exclusion de celles sur les résidents du Japon) reste relativement stable depuis 2000, à \$30 milliards (graphique 2, cadre de droite). En revanche, celui des banques suisses a fortement reculé, à \$113 milliards, par rapport au pic (\$170 milliards) du troisième trimestre 2004. Les banques allemandes et françaises ont, elles aussi, réduit leurs créances en yens depuis le quatrième trimestre 2005, de \$22 milliards et \$16 milliards respectivement.

Les créances en yens régressent pour le deuxième trimestre consécutif

Les créances nettes sur les économies émergentes ont progressé pour la première fois depuis cinq trimestres (+\$66 milliards au total). La croissance des engagements envers ces économies a, de son côté, régressé, revenant de \$115 milliards au trimestre précédent à \$61 milliards. C'est vis-à-vis de l'Amérique latine (+\$22 milliards) et des économies d'Asie en développement (+\$11 milliards) que la hausse des créances nettes a été la plus marquée.

L'augmentation des prêts aux économies émergentes d'Asie-Pacifique a surtout bénéficié à la Chine et à la Corée. Les créances sur la Chine ont progressé de \$7,2 milliards, pratiquement comme au trimestre précédent ; étant donné que les engagements envers ce pays n'ont guère varié, les créances nettes se sont accrues (+\$5,4 milliards). Avec une hausse des prêts octroyés aux agents bancaires et non bancaires, les créances nettes sur la Corée ont enregistré une progression record (+\$21,7 milliards).

Les pays exportateurs de pétrole ont continué d'effectuer des dépôts auprès des banques déclarantes au deuxième trimestre 2006, à un rythme toutefois plus lent qu'au cours des trimestres précédents. Globalement (graphique 3, cadre de gauche), les banques déclarantes auraient reçu

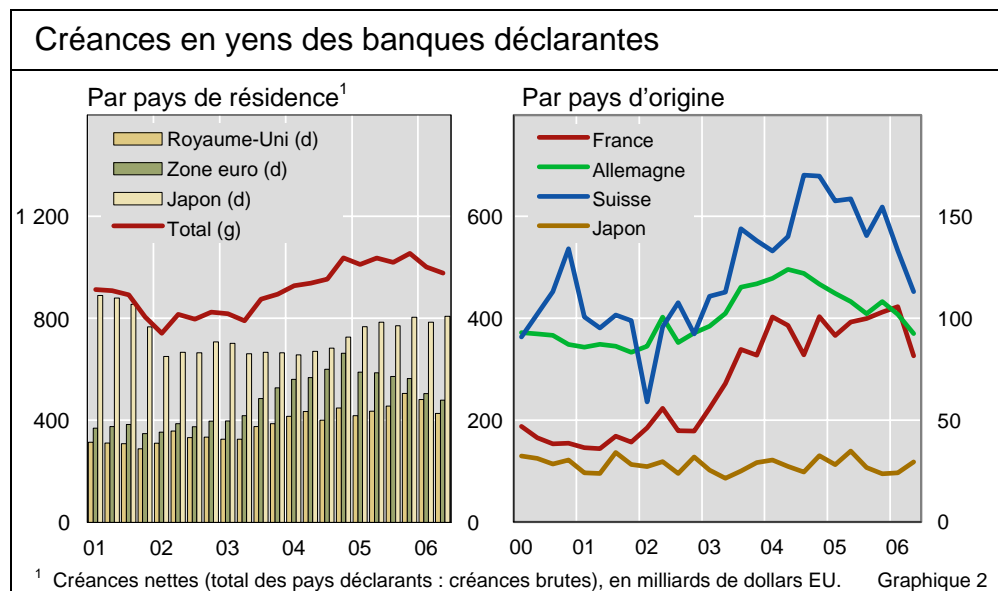
Vive hausse des dépôts russes...

...et baisse de la part du dollar EU dans les dépôts des pays exportateurs de pétrole

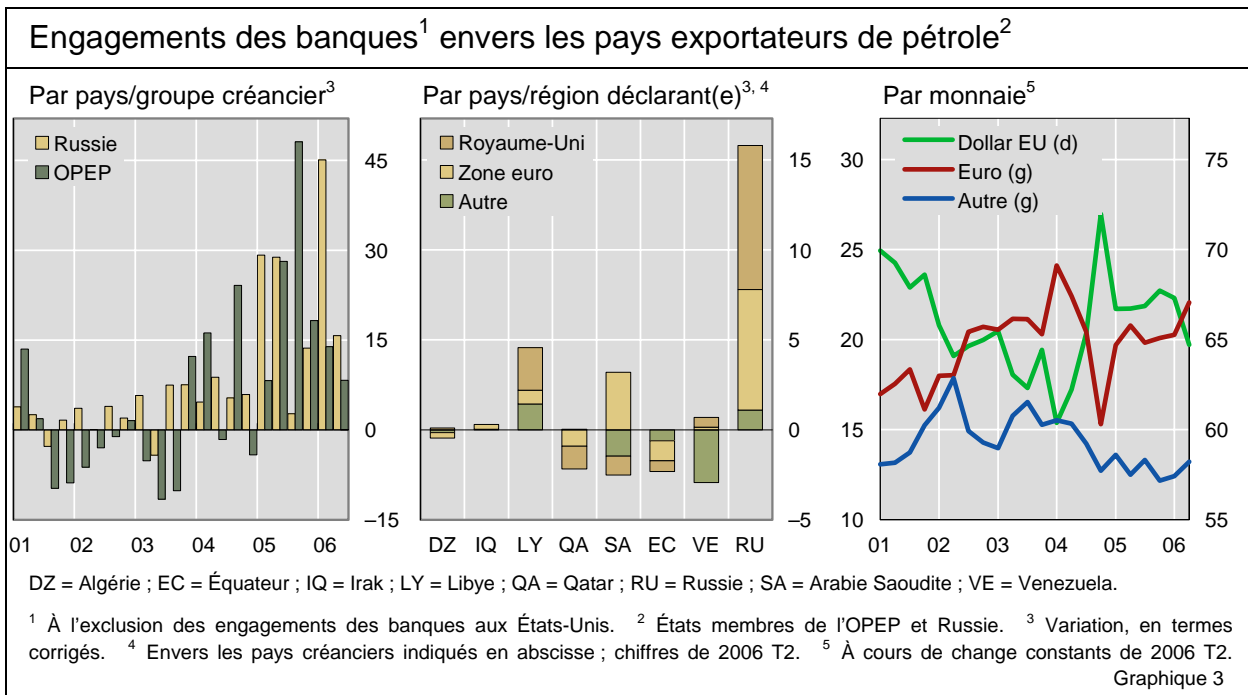
\$8 milliards des résidents d'États membres de l'OPEP, et (en particulier au Royaume-Uni) \$15 milliards des résidents russes (dont l'encours total atteint \$220 milliards), ce qui a porté à \$632 milliards le total de leurs engagements envers ce groupe. De ce fait, parmi les économies émergentes, la Russie a enregistré la plus importante sortie nette (graphique 3, cadre du milieu).

Même si elles ne sont pas exhaustives, les données semblent indiquer une légère baisse de la part du dollar EU dans les engagements vis-à-vis des pays exportateurs de pétrole² : les dépôts en dollars EU ont diminué (-\$5,3 milliards), tandis que ceux en euros et en yens se sont accrus (+\$2,8 milliards et +\$3,8 milliards, respectivement). Les apports en dollars EU des résidents russes ont certes augmenté (+\$5 milliards), mais leurs dépôts (\$16 milliards) étaient, en majorité, libellés en euros. De ce fait, la part du dollar EU a diminué, de 67 % à 65 %, et celle de l'euro a gagné 2 points de pourcentage, pour atteindre 22 % (graphique 3, cadre de droite).

Cette variation de la part du dollar EU est manifeste dans certains États membres de l'OPEP, mais pas dans tous. Ainsi, les dépôts en dollars EU des résidents d'Iran auprès des banques d'Europe ont diminué de \$4 milliards. De même, les résidents d'Arabie Saoudite ont réduit de \$3 milliards leurs dépôts en dollars EU auprès de banques du Royaume-Uni, tout en augmentant d'un montant comparable leurs dépôts en yens auprès de ces mêmes banques. Les apports en dollars EU des résidents de l'Équateur, de l'Indonésie et du Qatar ont baissé de respectivement \$2,3 milliards, \$1,9 milliard et \$2,4 milliards. En revanche, les résidents de Libye ont placé davantage de fonds (\$5 milliards) en dollars EU, surtout au Royaume-Uni, dans la zone euro et en Suisse.



² Il convient d'interpréter ces chiffres avec prudence, dans la mesure où les États-Unis déclarent leurs positions pour l'ensemble du Moyen-Orient (région qui inclut des pays non membres de l'OPEP), sans indiquer le détail par pays. C'est ainsi que, pour de nombreux pays et pour l'OPEP, les statistiques BRI ne comprennent pas les chiffres des banques sises aux États-Unis.



Statistiques bancaires consolidées sur la base de l'emprunteur direct

Les statistiques consolidées, qui sont compilées par pays d'origine et compensent les positions intragroupes, font apparaître une forte expansion, à \$24 700 milliards, des créances étrangères des banques déclarantes³. L'augmentation de l'encours (\$1 300 milliards, soit +5,5 %) résulte en partie des effets de change, le dollar EU s'étant déprécié face à plusieurs grandes monnaies entre fin mars et fin juin⁴. Les banques allemandes, françaises et néerlandaises ont été les plus actives, augmentant leurs crédits aux emprunteurs du Royaume-Uni, des États-Unis et des économies émergentes.

Forte expansion, due, en partie, aux effets de change

Les créances sur les économies émergentes sont demeurées stables. La part des marchés émergents est restée inchangée dans le portefeuille de créances étrangères : 11 % (pour un total de \$ 730 milliards), contre 10 % un an plus tôt. Ce sont les banques autrichiennes qui ont le plus accru leurs engagements, presque exclusivement envers l'Europe émergente ; leur poids, inférieur à 2 % des créances mondiales, atteint 20 % des créances sur l'Europe émergente. L'expansion des réseaux et les acquisitions à l'étranger ont contribué à multiplier par trois cette proportion depuis mars 2005. Pour les banques autrichiennes et grecques, les positions vis-à-vis de l'Europe

La part des créances sur les économies émergentes reste stable...

³ Les créances étrangères des banques déclarantes englobent leurs créances internationales (créances transfrontières en toutes monnaies plus créances locales en devises) et les créances locales en monnaie locale sur les résidents de leurs établissements à l'étranger.

⁴ On estime que \$700 milliards (+3,3 %), à cours constants, correspondent à une augmentation des prêts et des positions en titres. Les statistiques consolidées ne rendant pas compte de la ventilation par monnaie, les variations corrigées des effets de change (à cours constants) ne peuvent qu'être estimées à partir des informations tirées des statistiques territoriales.

émergente représentent quelque 50 % de leur portefeuille étranger, bien davantage que pour les banques des autres pays.

La répartition par échéance et par secteur des créances internationales sur les économies émergentes est restée proche des moyennes des sept dernières années, à l'exception d'un repli des échéances à 12 mois maximum (-1 point, à 47 %, en raison d'une augmentation relative des créances à long terme) et du secteur public : entre juin 2005 et juin 2006, la part de ce dernier est revenue à 16 % (-4 points), les parts respectives des banques et des groupes privés non bancaires augmentant de 2 points. Toutefois, cela est davantage dû à l'accroissement généralisé des créances sur le monde émergent qu'à une contraction des créances sur le secteur public.

Statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime

...et les expositions
sont largement
réparties

L'exposition des banques au risque-pays peut être évaluée à partir des statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime, lesquelles font entrer en ligne de compte les transferts de risque et intègrent des informations sur les expositions conditionnelles des banques. Le vaste mouvement de repli de mai-juin sur les marchés financiers n'a pas réduit les positions agrégées des banques : les créances ont progressé à l'égard de la plupart des pays au deuxième trimestre 2006, totalisant \$20 300 milliards pour les créances étrangères, après \$19 200 milliards. La valeur de marché des positions en produits dérivés s'est fortement accrue vis-à-vis des pays dont les marchés financiers ont fait preuve de volatilité, notamment l'Afrique du Sud, le Chili, la Corée, la Hongrie, l'Inde et l'Indonésie.

Les banques déclarantes ont augmenté leur exposition envers plusieurs économies émergentes, notamment la Chine, la Corée et la Russie. La part des créances sur la Chine et la Corée dans le portefeuille des trois plus importants prêteurs est restée assez stable, mais celle des créances sur la Russie a diminué, passant de 57 % à 44 %.

Les prêts
accordés par les
établissements à
l'étranger sont très
importants...

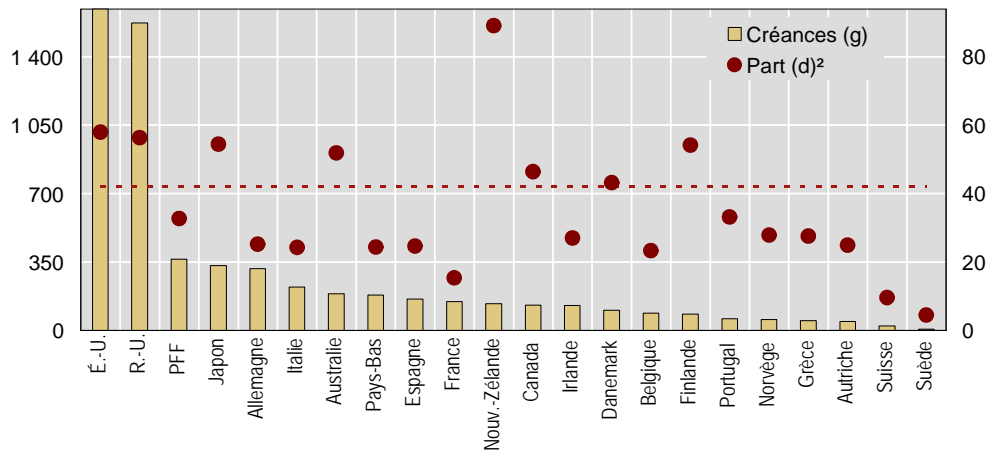
Une proportion importante de créances étrangères prennent la forme de prêts accordés par l'intermédiaire d'établissements à l'étranger (« créances locales », voir note 3) : 44 % de l'encours sur la base du risque ultime pour l'ensemble des 26 pays déclarants. Ce sont les systèmes bancaires octroyant les plus gros montants de créances locales (plus de \$600 milliards) pour lesquels la part des créances locales est la plus importante dans leurs créances étrangères : plus de 50 % pour les banques britanniques, espagnoles, néerlandaises et suisses ; 50 % pour les banques américaines ; 30 % pour les banques allemandes et françaises.

Ces crédits consentis via les établissements locaux sont surtout destinés aux places financières actives – en premier lieu les États-Unis et le Royaume-Uni, puis les places franches, les pays de la zone euro et le Japon (graphique 4). Les économies émergentes en reçoivent seulement 15 %, soit \$1 300 milliards. De ce total, 90 % étaient presque également répartis entre l'Amérique latine, l'Asie-Pacifique et l'Europe émergente, l'Afrique et le Moyen-Orient comptant ensemble pour 10 %.

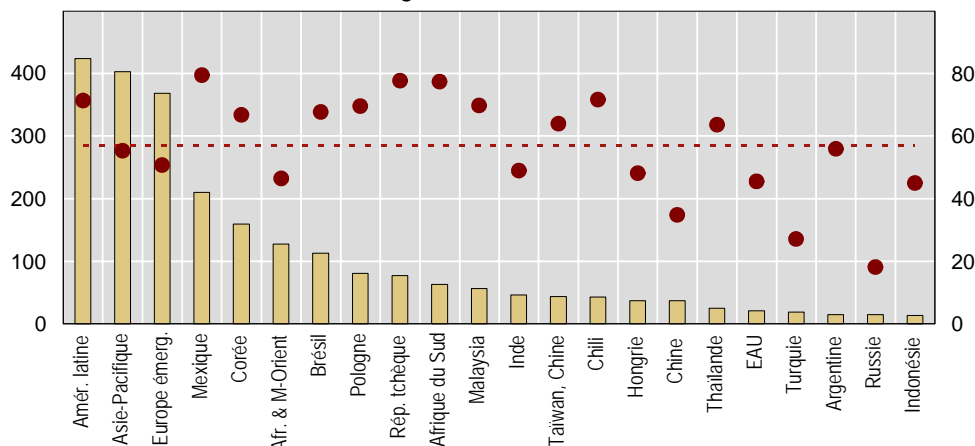
Créances locales¹

Encours, en milliards de dollars EU ; parts, en %

Vis-à-vis des pays avancés



Vis-à-vis des économies émergentes



EAU = Émirats arabes unis ; PFF = places franches financières. Certaines économies émergentes sont également comptabilisées dans leur groupe régional (c'est notamment le cas du Mexique).

¹ Créances locales sur les résidents, en toutes monnaies, des établissements à l'étranger des banques déclarantes ; chiffres de 2006 T2 ; pour les États-Unis : \$ 3 059 milliards. Données provenant des statistiques consolidées au niveau mondial, compilées sur la base du risque ultime et déclarées par les banques mères établies dans 26 pays déclarants. ² En % des créances étrangères. Les lignes en pointillé matérialisent la moyenne pondérée de l'ensemble des parts ; la moyenne inclut la totalité des économies avancées et des places franches (cadre du haut) et la totalité des économies émergentes, y compris celles non citées (cadre du bas).

Source : BRI, statistiques bancaires internationales consolidées.

Graphique 4

La **part** des créances étrangères correspondant à des prêts octroyés par les établissements locaux varie grandement selon le pays bénéficiaire (graphique 4) ; elle est supérieure, en moyenne, pour les économies émergentes (57 %, cadre du bas) que pour les pays avancés (42 %, cadre du haut), avec cependant d'importants écarts à l'intérieur de ces deux groupes. Le chiffre élevé pour la Nouvelle-Zélande (89 %) tient à la densité d'implantation des banques étrangères, notamment australiennes, et celui du Royaume-Uni (56 %) s'explique par le rôle majeur de Londres sur le marché bancaire

...et leur destination est très variable

Prêts à effet de levier et intégration financière en Asie : l'exemple du financement de casinos

Blaise Gadanecz et Robert N. McCauley

Dans quelle mesure les banques d'Asie financent-elles l'investissement dans leur région ? L'essor récent de la construction de casinos (parfois associés à des hôtels) à Macao et, maintenant, à Singapour est intéressant à trois égards. Premièrement, ces projets d'investissement servent la demande locale au sens large (ciblant la clientèle touristique de Chine continentale) ; cela est exceptionnel par rapport au schéma habituel, dans l'Est asiatique, de déséquilibre entre dépenses d'investissement faibles et niveau d'épargne élevé – or ce schéma peut contribuer, selon de nombreux analystes, aux excédents des paiements courants de la région. Deuxièmement, le secteur du tourisme et des jeux est l'un des rares en Asie à avoir été financé par des prêts à fort effet de levier ces deux dernières années (les investisseurs de la région ne sont guère attirés par la dette à haut rendement). Troisièmement, pour ces projets immobiliers, les financements en monnaie locale sont importants.

Afin d'évaluer le degré d'intégration des marchés financiers d'Asie dans le cadre de ces crédits, nous analysons la composition des consortiums de prêt^①. À l'instar de McCauley *et al.* (2002)^②, nous concluons que ce sont les banques des États-Unis et d'Europe, plutôt que celles d'Asie, qui tiennent les rôles plus rémunérateurs d'arrangeurs ; nous confirmons en même temps que les banques d'Asie apportent une part importante des ressources (près de la moitié, en moyenne), avec des exceptions, cependant ; leur participation est plus importante pour les crédits en monnaie locale.

Ces douze derniers mois, plus de \$4 milliards ont été collectés, sous forme de crédits consortiaux, pour le financement de quatre projets de construction de casinos ou de complexes hôtel-casino à Macao. En outre, des montages sont en cours, pour \$2,9 milliards, en faveur de projets à Macao et à Singapour. L'un des projets émane d'un groupe de casinos des États-Unis et plusieurs sont des projets locaux associant des groupes de casinos des États-Unis ou (dans un cas) d'Australie. Tous sont largement financés par l'emprunt, avec une prime de 250 pb au minimum par rapport au Libor. Les crédits sont libellés à hauteur d'au moins 17 % en dollars de Hong-Kong et de Singapour (les financements en renminbi ne sont pas disponibles pour l'immobilier à Macao) et, pour le reste, en dollars EU.

L'examen des banques à la tête du consortium montre une prépondérance des arrangeurs des États-Unis et d'Europe (les banques portugaises y tiennent une grande place, par l'intermédiaire de filiales à Macao). Comme les emprunteurs confient généralement le rôle d'arrangeur, bien rémunéré en commissions, à leurs banques attirées, les groupes de casinos des États-Unis ont tendance à attribuer le montage des prêts aux banques de leur pays et les banques d'Asie sont habituellement plus présentes à ce niveau dans les projets qui associent un promoteur local.

Au niveau des simples bailleurs de fonds, la composition des consortiums est très variable, selon les données précises publiées. Les banques européennes arrivent au premier rang. Viennent ensuite les banques asiatiques (30–50 %), malgré une très faible participation des établissements japonais. Sans surprise, les banques asiatiques sont très actives dans les crédits ou les tranches libellés en dollars de Hong-Kong ou de Singapour ; parfois ces montages, assortis de rehaussements de crédit (sûretés ou garanties) spécifiques, leur sont expressément destinés. Les banques d'Asie sont aussi plus présentes dans les projets de complexes hôtel-casino (ce qui peut s'expliquer notamment par les obstacles opposés, en Chine continentale, au financement de casinos), et dans ceux qui sont conçus en association avec un promoteur asiatique^③. Dans le cas d'un gros montage en faveur d'un complexe

^① Les consortiums bancaires se divisent en deux groupes. Le premier, à la tête du consortium, est dirigé par un ou plusieurs établissements assumant les fonctions d'arrangeur mandaté, d'arrangeur, de chef de file ou d'agent, qui sont chargés de réunir les bailleurs disposés à fournir les fonds aux conditions convenues. Le consortium est ainsi formé autour des arrangeurs – souvent des banques dont l'emprunteur est client attiré –, qui conservent une partie du prêt et recherchent d'autres bailleurs de fonds. Le second groupe se compose de ces banques participantes ou gestionnaires. Pour une analyse plus approfondie, voir B. Gadanecz, « Marché des crédits consortiaux : structure, évolution et implications », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2004. ^② R. N. McCauley, S. S. Fung et B. Gadanecz : « Intégration financière de l'Est asiatique », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2002. ^③ Plus généralement, les banques locales ont été plus présentes sur les prêts à rendement élevé montés dans l'Est asiatique ces deux dernières années lorsque les crédits étaient libellés en monnaie locale (par rapport au dollar EU) et accordés à des projets conçus en coopération avec des promoteurs locaux (par rapport aux filiales locales d'entreprises des États-Unis).

avec participation américaine à Macao, une tranche de grand montant (« *term loan B* ») a été placée auprès d'investisseurs institutionnels aux États-Unis et aux Caraïbes, en marge du consortium, par l'intermédiaire d'une structure (qui assume la dette) établie au Delaware. Comme tout *term loan B* à haut rendement, cette tranche fait l'objet d'un intense négoce et a servi de support à des opérations de titrisation.

En résumé, si l'échantillon réduit que nous avons analysé montre une participation significative des banques locales à ce type de prêts en Asie, les banques d'affaires des États-Unis peuvent également collecter des fonds auprès des établissements financiers non bancaires de leur propre pays, les banques asiatiques demeurant alors à l'écart. Cette possibilité reflète le plus large accès direct des investisseurs institutionnels aux grands crédits à effet de levier.

international. La forte proportion pour le Mexique et l'Amérique latine en général témoigne de la présence locale des banques américaines et espagnoles dans l'intermédiation bancaire.

Les statistiques consolidées permettent en outre de mesurer le degré d'implantation à l'étranger des banques des économies émergentes⁵. Les banques indiennes, taïwanaises et turques ont déclaré une part locale dans les créances étrangères de, respectivement, 23 %, 13 % et 18 %, inférieure donc à celle des banques sises dans les grands pays avancés. Ces données dénotent des liens culturels et économiques : à titre d'exemple, les banques brésiliennes détenaient leurs plus fortes créances locales⁶ sur des résidents du Portugal, des États-Unis et d'Argentine ; pour les banques indiennes, il s'agissait du Royaume-Uni, du Canada et de Singapour.

Établissements
à l'étranger des
banques des
économies
émergentes

Marché des titres de dette

Les émissions de titres de dette au **troisième trimestre 2006** ont témoigné de la vigueur des marchés financiers internationaux. Avoisinant \$1 100 milliards, les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme ont fait de 2006 la première année dont trois trimestres ont, en termes bruts, dépassé le seuil de \$1 000 milliards. Si elles ont baissé de près de -5 % par rapport au trimestre précédent, elles ont reculé moins de moitié moins qu'elles ne le font habituellement au troisième trimestre sous l'effet de facteurs saisonniers. Les remboursements anticipés étant, eux aussi, restés à des niveaux historiquement élevés, les émissions nettes (\$506 milliards) ont régressé plus que ne l'auraient laissé attendre les tendances saisonnières normales, demeurant néanmoins bien au-dessus du niveau de l'année précédente.

Baisse des
émissions brutes
d'obligations à
moyen et long
terme

Pour les émissions nettes, d'importantes différences sont apparues selon les régions. À \$200 milliards, la zone euro a enregistré la plus forte baisse

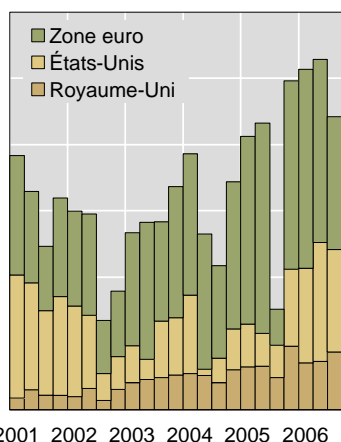
⁵ Les économies émergentes communiquant des statistiques consolidées sur la base du risque ultime sont le Chili, l'Inde, Taïwan (Chine) et la Turquie. Le Brésil et le Mexique déclarent, eux, des données consolidées sur la base de l'emprunteur direct.

⁶ Créances locales en monnaie locale (sur la base de l'emprunteur direct), comme précisé à la note 5.

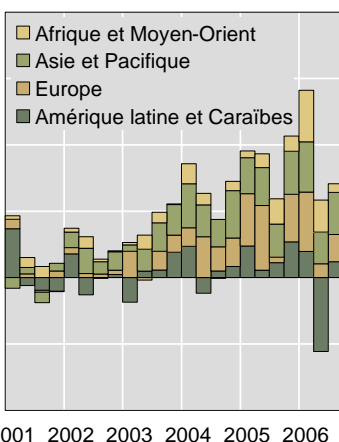
Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes

Par pays d'origine de l'émetteur, en milliards de dollars EU

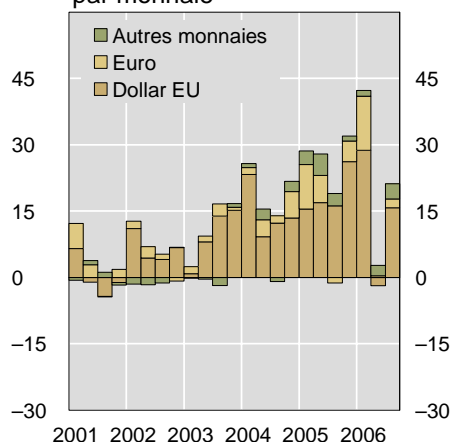
Économies développées



Économies émergentes¹



Économies émergentes, par monnaie¹



¹ 2005 T1 et T2 : à l'exclusion de l'offre d'échange de la République argentine.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ICMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 5

Royaume-Uni :
émissions nettes
particulièrement
fortes

(−\$76 milliards), plus de deux fois le recul saisonnier moyen ; aux États-Unis, la contraction, de \$179 milliards à \$154 milliards, était plus marquée encore en valeurs corrigées des variations saisonnières. Le Royaume-Uni a été l'un des quelques pays développés où les émissions obligataires ont vivement progressé, ce qui confirme la place croissante prise depuis quelque temps déjà par ce pays dans la collecte de fonds internationale (graphique 5, cadre de gauche). Les établissements financiers privés ont été les principaux emprunteurs, notamment avec un grand nombre de titrisations. C'est ainsi que les deux plus grosses émissions étaient des fonds de créances hypothécaires de la Royal Bank of Scotland.

Plusieurs très
grosses opérations
de titrisation

Les émissions nettes ont moins ralenti dans le secteur financier (en particulier non bancaire) : elles étaient pratiquement inchangées par rapport au trimestre précédent (à \$492 milliards), en données cvs. Les opérations de titrisation ont encore représenté une part importante du volume, plusieurs constituant les plus gros emprunts du trimestre. C'est notamment le cas de Canada Housing Trust No 1, qui, avec l'assistance de Canada Mortgage and Housing Corporation, a réalisé la plus forte émission du secteur financier public (\$5,7 milliards).

Bien qu'en recul par rapport au trimestre précédent, les émissions des entreprises non financières ont atteint un sommet historique, à \$449 milliards, avec une large participation des sociétés gazières et électriques. La plus forte émission par une entreprise publique (\$1,6 milliard) était celle de Ras Laffan Liquefied Natural Gas Company, société gazière du Qatar.

Augmentation
des émissions
des économies
émergentes...

Les économies émergentes ont été plus actives que les économies industrielles : leurs émissions brutes ont progressé, de \$31 milliards à \$39 milliards, malgré une tendance saisonnière à la baisse. Les émissions nettes ont, elles aussi, fait un bond, de \$0,8 milliard à \$21,2 milliards, les

économies émergentes d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe ayant toutes été plus présentes (graphique 5, cadre du milieu). L'Amérique latine, en particulier, a repris ses emprunts, après avoir remboursé \$16,8 milliards, en termes nets, au deuxième trimestre.

Dans les pays d'Asie en développement, la Corée et les Philippines ont été parmi les plus actifs. Les émissions des résidents de la Corée ont atteint \$6,8 milliards ; elles ont été, en quasi-totalité, le fait d'établissements financiers privés, bancaires ou non, et libellées, à 90 %, en dollars. Cette proportion était de 100 % pour les Philippines, qui ont collecté \$1,5 milliard. La monnaie américaine reste la première monnaie d'émission pour les économies émergentes, que ce soit en termes bruts ou nets (graphique 5, cadre de droite).

...grâce à d'éminentes signatures de l'Asie en développement...

Contrairement au deuxième trimestre, où elles avaient été quasiment absentes du marché des titres de dette, les signatures souveraines se sont montrées actives au troisième trimestre, leurs émissions brutes atteignant \$8,2 milliards, et les émissions nettes sont redevenues positives, à \$2,4 milliards, après des remboursements nets de plus de \$20 milliards au trimestre précédent. Avec \$1,1 milliard, le Brésil a été un gros emprunteur. Quelques pays, toutefois, ont enregistré des remboursements nets. C'est le cas du Venezuela pour le troisième trimestre consécutif ; de même, le Mexique, qui, après avoir totalisé \$874 millions de remboursements nets au deuxième trimestre, a remboursé \$1,3 milliard.

...et au retour de signatures souveraines sur ce marché

Marchés dérivés

Marchés organisés

Au **troisième trimestre 2006**, l'activité des marchés organisés s'est ralentie. Le volume total des contrats – sur taux, indice boursier et devise – a diminué de 4%, à \$465 000 milliards⁷, alors qu'il avait progressé de 13 % au trimestre précédent. Si les trois compartiments ont été touchés, pour une grande part, ce ralentissement était le fait des facteurs saisonniers qui pèsent sur le négoce de contrats sur taux au second semestre.

Repli saisonnier des marchés organisés

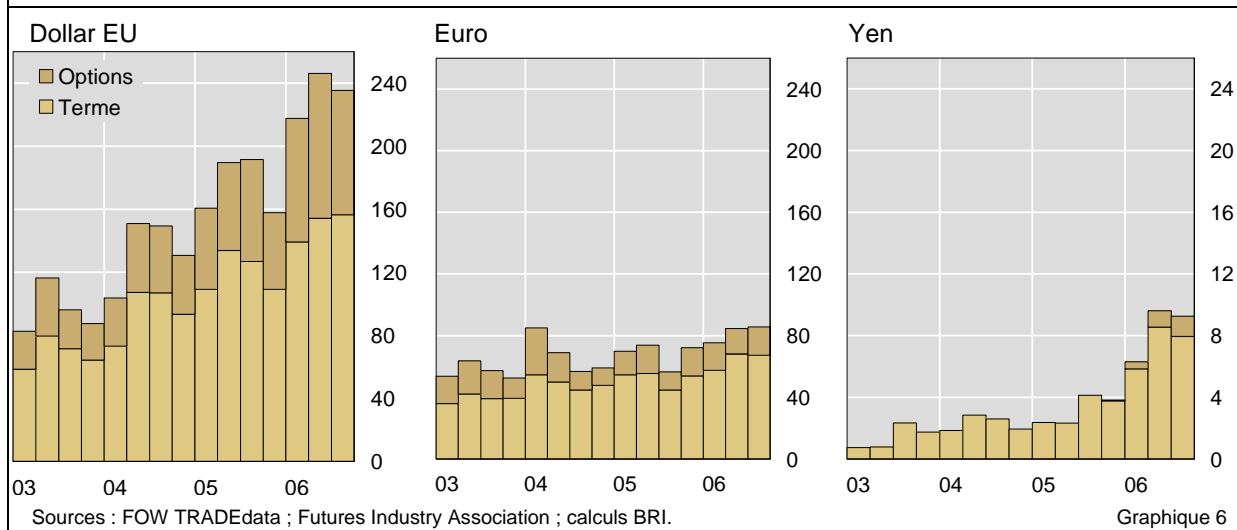
Contrairement aux trimestres précédents, l'évolution des perspectives de la politique monétaire n'a eu que peu d'incidence sur les dérivés du marché monétaire. Le premier relèvement des taux japonais depuis des années, en juillet, était largement anticipé et n'a guère eu d'effet sur le négoce. L'activité sur taux courts du yen a reculé de 4 %, à \$9 000 milliards (graphique 6). Aux États-Unis, une réévaluation temporaire, en août et septembre, des perspectives de la politique monétaire par les investisseurs n'a, paradoxalement, pas beaucoup accru le volume des contrats sur taux courts

Faible incidence de la politique monétaire sur le volume de contrats du marché monétaire

⁷ Les taux de progression cités dans la section Dérivés rendent compte de l'évolution par rapport au trimestre précédent.

Contrats dérivés sur taux à court terme

Volume négocié ; données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



du dollar, en baisse de 4 %, à \$235 000 milliards⁸. Le volume des dérivés sur taux courts de l'euro est resté stable, à \$86 000 milliards, la politique monétaire correspondant globalement aux attentes.

Baisse de l'activité sur les contrats sur indice boursier

Le négoce de contrats à terme et options sur indice boursier a régressé de 7 %, à \$43 000 milliards⁹. Sur les plus grands marchés, le volume mesuré en termes de montants notionnels a diminué de 23 % au Japon, 13 % au Royaume-Uni, 12 % aux États-Unis et 5 % en Corée. La seule augmentation enregistrée l'a été pour les contrats sur indice boursier de la zone euro, et s'explique par des effets de valorisation (+5 %). L'activité (mesurée en nombre de contrats, les montants notionnels n'étant pas disponibles) a également baissé pour les options sur actions individuelles d'entreprises domiciliées aux États-Unis ou dans la zone euro.

Progression du compartiment de l'énergie, annulée par une baisse sur d'autres produits de base

La stabilité d'ensemble du volume des contrats sur produits de base, à un haut niveau en milieu d'année, masque d'amples variations dans chaque catégorie de produits. Le nombre de contrats sur énergie (les montants notionnels ne sont pas disponibles) ont augmenté de 22 %, pour atteindre un nouveau sommet, tandis que le volume du négoce sur d'autres types de marchandises fléchissait, malgré des prix stables ou en hausse.

⁸ De précédents travaux ont montré que les variations des anticipations de taux d'intérêt tendent à influencer fortement sur les dérivés de place sur taux courts, particulièrement les contrats sur taux à 3 mois de l'eurodollar. Voir C. Upper, « Opérations sur dérivés et politique monétaire », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2006.

⁹ On ne sait pas exactement dans quelle mesure ce ralentissement n'est que le résultat d'effets saisonniers, étant donné qu'il n'a pas été possible d'établir un profil saisonnier stable pour ce marché.

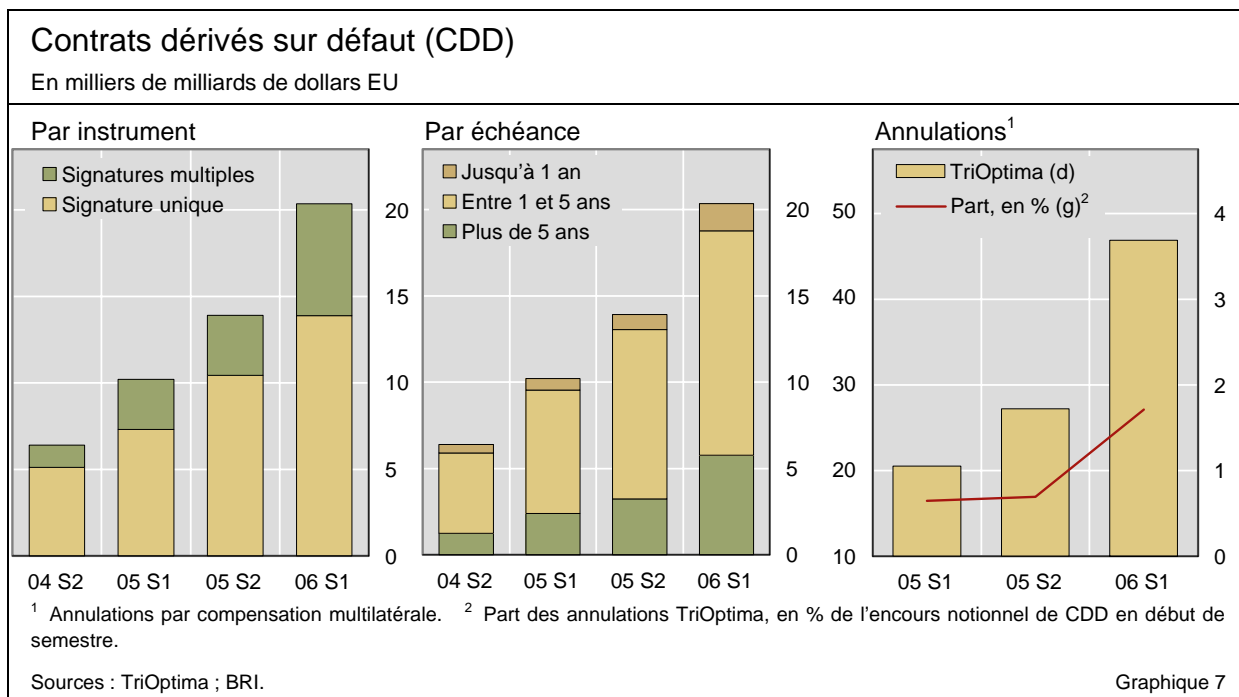
Marchés de gré à gré¹⁰

L'encours des dérivés de gré à gré s'est accru à un rythme soutenu au **premier semestre 2006**. En termes notionnels, il s'est établi à \$370 000 milliards, en hausse de 24 %. L'expansion des contrats dérivés sur défaut (CDD) a été particulièrement vigoureuse, avec une progression de 46 %. D'autres segments de marché ont enregistré, eux aussi, un vif essor. Les positions ouvertes ont augmenté de 24 % dans le segment des taux, et de 22 % dans celui des devises. Les contrats sur actions et sur produits de base ont progressé de 17 % et 18 %, respectivement. Les valeurs brutes de marché, qui mesurent plus précisément le risque de marché à un moment donné que les montants notionnels, ont augmenté de 3 %, atteignant \$10 000 milliards.

L'essor du marché de CDD aurait été plus vigoureux s'il n'y avait eu une augmentation du nombre des annulations anticipées. Les annulations par compensation multilatérale¹¹, comptant pour près de \$4 000 milliards, ont abaissé de près de 30 points de pourcentage le taux d'expansion du marché (graphique 7). Le chiffre équivalent pour les semestres précédents était inférieur à 20 points de pourcentage.

Croissance rapide des dérivés de gré à gré...

...malgré une augmentation du nombre des annulations de CDD par compensation multilatérale



¹⁰ Pour une analyse plus détaillée de l'évolution sur les marchés de gré à gré, consulter le site BRI, à l'adresse : www.bis.org/publ/otc_hy0611.htm.

¹¹ La société privée TriOptima a commencé de proposer des services d'annulation de contrats par compensation multilatérale aux opérateurs sur dérivés début 2003, d'abord pour les swaps de taux, puis pour les CDD. Un cycle d'annulation se déroule en deux temps : 1) les courtiers communiquent à TriOptima les informations relatives à leurs positions sur dérivés, contrat par contrat ; TriOptima vérifie alors que, pour un même contrat, les deux contreparties lui ont annoncé des conditions identiques ; 2) TriOptima établit, entre les participants, un jeu de contrats bilatéraux conservant les mêmes expositions nettes et réduisant les expositions brutes.

La progression a été particulièrement prononcée pour les CDD sur signatures multiples, catégorie englobant les tranches d'indice. Le montant notionnel pour ces instruments a augmenté de 86 %, à \$6 500 milliards, tandis que, pour les CDD sur signature unique, il s'est accru d'un peu moins d'un tiers, à \$13 900 milliards.

L'activité sur le marché des CDD a été mieux répartie entre les diverses échéances. Même si la plupart des CDD restent classés dans la tranche d'échéances de 1 à 5 ans, la progression a été bien plus vigoureuse dans les segments plus court (83 %) et plus long (79 %). L'essor dans le segment court peut correspondre, en partie, à des contrats plus anciens arrivant bientôt à échéance, tandis que la forte progression des CDD à long terme semble dénoter une plus grande liquidité à cette extrémité de la gamme des échéances.