

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 : troisième trimestre 2007 pour le marché bancaire international et quatrième trimestre 2007 pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés.

Marché bancaire

Au **troisième trimestre 2007**, l'activité bancaire internationale a poursuivi son expansion, dans le contexte de tensions grandissantes sur les marchés financiers mondiaux. Les trois parties ci-après examinent l'évolution de l'interbancaire à partir des trois séries de données recueillies par la BRI. La première partie, présentant les flux bancaires internationaux, met l'accent sur l'activité des banques au Royaume-Uni au troisième trimestre 2007. La deuxième partie fournit une analyse de l'évolution des besoins de financement en dollars EU des banques internationales. Les statistiques donnent à penser que, depuis 2000, les établissements européens empruntent de plus en plus sur l'interbancaire pour financer des positions longues nettes croissantes vis-à-vis du secteur non bancaire. Ce phénomène a pu entraîner des problèmes sur l'interbancaire lorsque le refinancement est devenu plus difficile. La troisième partie, enfin, étudie les expositions interbancaires bilatérales de divers systèmes bancaires nationaux à partir des statistiques consolidées BRI. Elle révèle que, rapportées aux fonds propres de base, les expositions interbancaires internationales varient fortement entre systèmes, et que celles-ci représentent généralement une proportion plus importante pour les établissements européens que pour les banques américaines.

¹ Pour toutes questions concernant les statistiques BRI, s'adresser à Patrick McGuire et Goetz von Peter (statistiques bancaires) ou à Naohiko Baba (titres de dette internationaux et dérivés).

Flux mondiaux et rôle du marché interbancaire de Londres

Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont continué de s'accroître au troisième trimestre 2007, augmentant de \$1 100 milliards, pour s'établir à \$32 000 milliards. L'essor de l'interbancaire a participé à cette dynamique à hauteur de \$661 milliards, une contraction de plus en plus nette dans différents compartiments du marché. Ces derniers trimestres, l'expansion du crédit bancaire international a atteint des niveaux jamais observés depuis vingt ans. La hausse des créances totales en glissement annuel, qui n'a cessé de s'accroître depuis 2002, s'est inscrite à 22 % au troisième trimestre 2007. Il faut revenir à la période d'avant l'effondrement des cours boursiers de 1987 pour retrouver un tel niveau. Comme l'explique plus en détail l'encadré, les épisodes de ralentissement économique et de turbulences financières passés étaient souvent précédés d'une accélération de la croissance du crédit bancaire international, et notamment de l'interbancaire.

Les deux cadres du haut du graphique 1 représentent les flux nets de fonds qui ont transité par le système bancaire international au troisième trimestre 2007. Les flux nets des États-Unis vers le Royaume-Uni (\$172 milliards), schématisés par la flèche la plus grosse, s'expliquent notamment par l'évolution des positions interbancaires (cadre supérieur de droite). Les créances en dollars EU des banques aux États-Unis sur les établissements situés au Royaume-Uni se sont accrues de \$89 milliards, entraînant un flux net interbancaire estimé à \$71 milliards. Les statistiques bancaires BRI par pays d'origine des banques, qui ne fournissent pas de ventilation par pays contrepartie, suggèrent que ces flux ont surtout reflété l'activité intragroupe des banques ayant leur siège au Royaume-Uni².

Le transfert net de fonds des États-Unis vers le Royaume-Uni (graphique 1, cadre supérieur de gauche) s'explique aussi par l'évolution des positions envers le secteur non bancaire³. Les banques au Royaume-Uni ont réduit leurs créances sur la clientèle non bancaire aux États-Unis de \$26 milliards, ce qui traduit une diminution à la fois des prêts (\$39 milliards) et des placements en actions (\$23 milliards)⁴. Cette évolution a contribué à la première baisse, importante (\$56 milliards), de leurs créances nettes sur cette clientèle, qui étaient en hausse régulière depuis 2002. Globalement, les

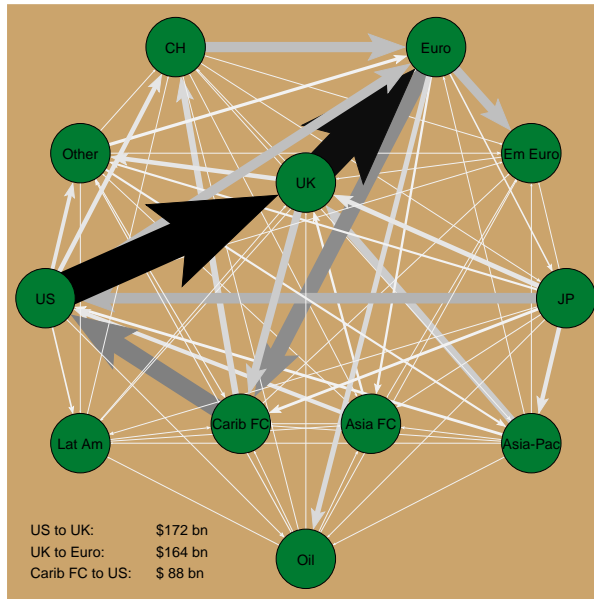
² Les statistiques déclarées par les États-Unis indiquent une hausse de \$72 milliards des créances comptabilisées sur leurs propres succursales à l'étranger par les banques situées aux États-Unis ayant leur siège au Royaume-Uni.

³ Prêts à des entreprises et à des institutions financières non bancaires ainsi que placements en titres de dette et en actions. Pour l'ensemble des pays déclarants, les créances sous forme de titres de dette sur des entités non bancaires sont passées de \$1 200 milliards (soit 35 % des créances totales sur le secteur non bancaire) au premier trimestre 2000 à \$4 300 milliards (soit 37 %) au troisième trimestre 2007.

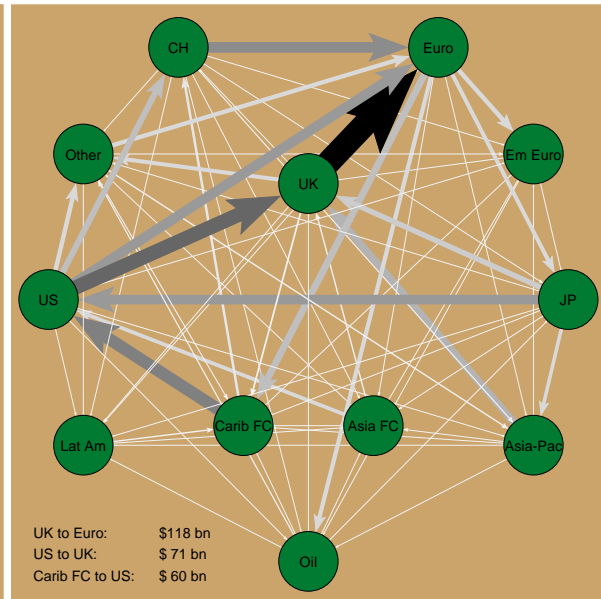
⁴ Ce phénomène a été en partie compensé par une hausse des placements en titres de dette (\$37 milliards), qui reflétait peut-être un report sur les titres du Trésor américain. Les statistiques bancaires consolidées BRI indiquent que les créances des banques allemandes, britanniques et françaises sur le secteur public des États-Unis ont augmenté globalement de \$71 milliards, sans qu'il soit possible d'en indiquer le détail.

Flux nets au sein du système bancaire international¹

Flux nets totaux² (T3 2007)

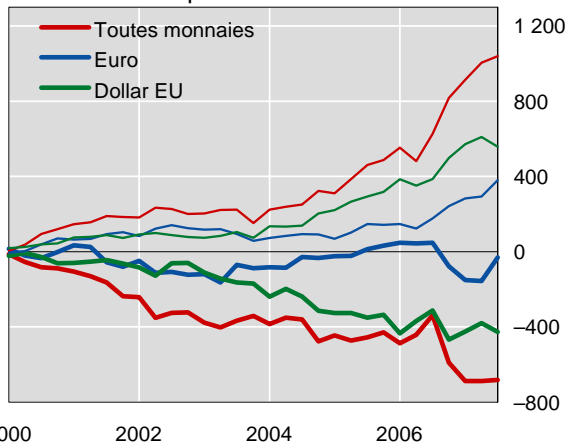


Flux nets interbancaires² (T3 2007)

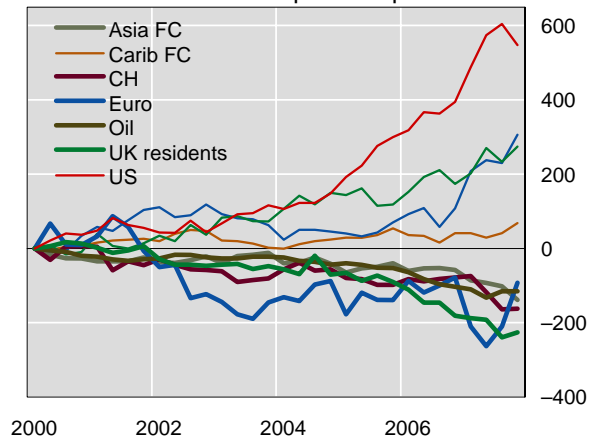


Flux nets cumulés transitant par les banques au Royaume-Uni³

Par monnaie et par secteur



Par marché de la contrepartie et par secteur



Asia FC = centres financiers asiatiques (Hong-Kong RAS, Macao RAS et Singapour) ; Asia-Pac = Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Pakistan, Philippines, Taïwan (Chine) et Thaïlande ; Carib FC = centres financiers des Caraïbes (Antilles néerlandaises, Aruba, Bahamas, Bermudes, îles Caïmans et Panama) ; CH = Suisse ; Em Euro = Europe émergente (Bulgarie, Chypre, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie, Turquie et Ukraine) ; Euro = pays participant à la zone euro (hors Slovénie) ; JP = Japon ; Lat Am = Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou ; Oil = États membres de l'OPEP (hors Indonésie) plus Russie ; Other = Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suède ; UK = Royaume-Uni, Guernesey, île de Man et Jersey ; US = États-Unis.

¹ Corrigés des effets de change, sur la base du cours de change constant de fin 2007 T3. ² L'épaisseur des flèches est proportionnelle au montant des flux bancaires nets entre pays/groupes de pays, les proportions étant les mêmes dans les deux cadres. L'orientation des flèches indique le sens des flux nets positifs (ex. de A vers B), calculés comme la somme des : 1) créances interbancaires nettes (avoirs moins engagements) des banques dans le pays/groupe de pays A sur le secteur bancaire dans le pays/groupe de pays B ; 2) créances nettes des banques dans A sur le secteur non bancaire dans B ; moins les créances nettes des banques dans B sur le secteur non bancaire dans A (ce dernier élément est absent si B n'est pas un pays déclarant). Le graphique ne fait pas apparaître les flux à l'intérieur des régions, ni les prêts des banques déclarantes aux résidents. Voir aussi P. McGuire et N. Tarashev, « Tracking international bank flows », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2006. ³ Royaume-Uni tel que défini dans la liste des abréviations ; en milliards de dollars EU. Lignes épaisses : flux interbancaires nets ; lignes fines : flux nets vers le secteur non bancaire.

Source : BRI, Statistiques bancaires territoriales par pays de résidence des établissements bancaires.

Graphique 1

créances nettes des banques au Royaume-Uni (y compris les îles britanniques) sur le secteur non bancaire (dans le monde entier) se sont accrues, selon les estimations, de \$1 000 milliards depuis fin 1999, une grande partie d'entre elles étant libellées en dollars EU⁵. Simultanément, leurs engagements nets vis-à-vis des banques ont augmenté d'un montant similaire ; la répartition par secteur est indiquée au graphique 1 (cadre inférieur de gauche)⁶. La hausse des engagements nets vis-à-vis de banques situées en Suisse, dans la zone euro, dans les centres extraterritoriaux d'Asie et dans les pays exportateurs de pétrole a sans doute servi à financer leurs créances nettes sur la clientèle non bancaire, essentiellement aux États-Unis (graphique 1, cadre inférieur de droite).

Les financements en dollars EU sur l'interbancaire

La présente partie analyse plus en détail la transformation sectorielle opérée par les banques établies à Londres, dans le but d'identifier les systèmes bancaires nationaux impliqués. Des observateurs du marché ont signalé que les banques européennes auraient eu des difficultés à obtenir des financements en dollars EU au second semestre 2007, alors que les tensions sur l'interbancaire se développaient. Les statistiques bancaires BRI *par pays d'origine des banques* permettent une reconstruction (partielle) des bilans mondiaux des banques d'une nationalité donnée, et fournissent donc des informations, certes incomplètes, sur les besoins de financement nets de ces banques dans une devise donnée⁷.

Dans l'ensemble, ces données révèlent d'importantes différences dans les schémas mondiaux de financement des banques américaines et européennes. Les cadres du haut du graphique 2 représentent les créances nettes agrégées, ventilées par secteur, des succursales de banques américaines et européennes situées dans divers pays déclarants (précisés dans les cadres du bas)⁸. Comme le montre le cadre supérieur de gauche, les banques des États-Unis ont emprunté des dollars EU à des entités non bancaires et les ont affectés sur l'interbancaire. Au troisième trimestre 2007, leurs créances nettes

Les banques des États-Unis acheminent des dollars EU vers l'interbancaire...

⁵ Sur une base brute, les banques au Royaume-Uni ont déclaré \$3 000 milliards de créances sur le secteur non bancaire au troisième trimestre 2007, dont environ la moitié en dollars EU.

⁶ Les engagements envers les banques comprennent les positions vis-à-vis des implantations à l'étranger, des autres banques et des autorités monétaires officielles. Dans les statistiques BRI, il n'est pas possible de distinguer entre positions interbancaires non garanties et transactions garanties (pensions).

⁷ Les *statistiques bancaires BRI par pays d'origine des banques* retracent, pour chaque pays déclarant, les positions transfrontières totales des banques (en toutes monnaies) et les positions vis-à-vis des résidents (en monnaies étrangères), ventilées en fonction du *pays d'origine de la banque mère*. Les positions sont en outre ventilées par secteur (non bancaire, interbancaire et intragroupe) et par monnaie, mais pas par pays contrepartie.

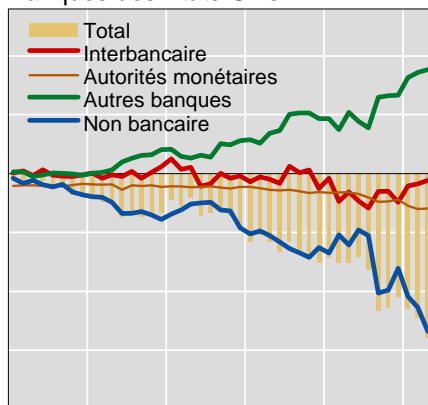
⁸ Une interprétation prudente de ces données s'impose, car elles excluent les créances en dollars EU sur les résidents comptabilisées par les succursales aux États-Unis ainsi que les créances sur toutes les contreparties comptabilisées par les succursales dans les pays non déclarants. Les chiffres du graphique 2 exprimant les créances nettes sur d'autres banques ne comprennent pas les emprunts intragroupes sauf, en ce qui concerne les positions en dollars EU, pour l'Allemagne et la France.

Financement en dollars EU sur l'interbancaire

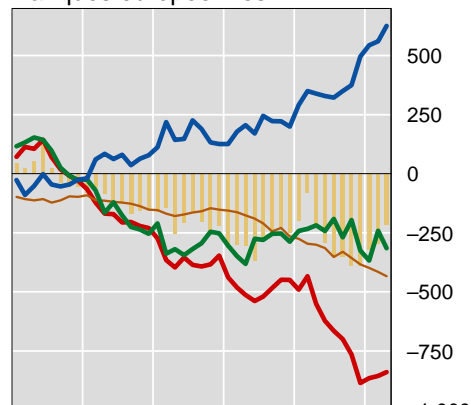
En milliards de dollars EU

Créances nettes¹, par pays d'origine de la banque

Banques des États-Unis²



Banques européennes²

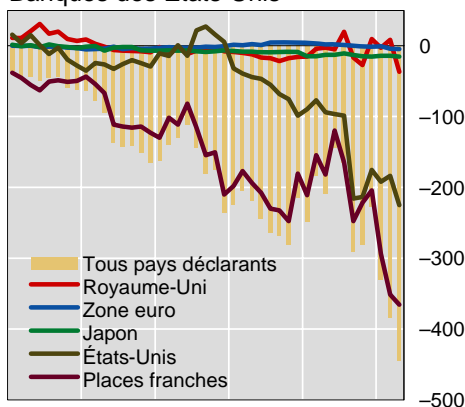


1997 1999 2001 2003 2005 2007

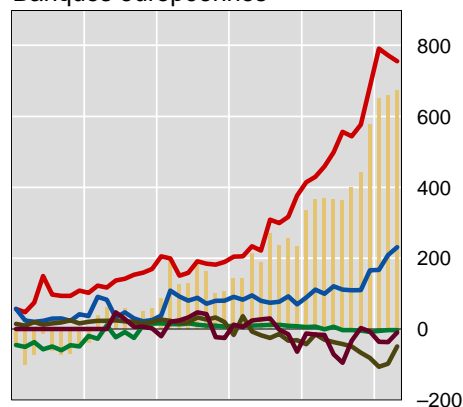
1997 1999 2001 2003 2005 2007

Créances nettes¹ sur le secteur non bancaire, par lieu de comptabilisation

Banques des États-Unis



Banques européennes



1997 1999 2001 2003 2005 2007

1997 1999 2001 2003 2005 2007

¹ Créances transfrontières moins engagements transfrontières. L'élément « Interbancaire » se décompose en créances intragroupes (non représentées), créances sur d'autres banques et créances sur les autorités monétaires officielles. ² Les créances nettes des filiales implantées dans les pays déclarants BRI sont agrégées par pays d'origine de la banque mère.

Source : BRI, Statistiques bancaires territoriales (consolidées par pays d'origine des banques déclarantes).

Graphique 2

totales sur le secteur bancaire (hors créances intragroupes) atteignaient \$442 milliards, alors qu'elles étaient proches de zéro en 1999.

Simultanément, les banques européennes ont emprunté auprès d'autres établissements pour financer leurs créances en dollars EU sur le secteur non bancaire (graphique 2, cadre supérieur de droite). Depuis 1997, leurs engagements nets envers les banques (qui incluent aussi bien les prêts en blanc que les pensions) ont progressivement augmenté, pour atteindre plus de \$800 milliards, dont une grande partie envers des établissements non apparentés et des autorités monétaires officielles. Une part importante des créances des banques européennes sur le secteur non bancaire ont été comptabilisées par leurs bureaux à Londres (graphique 2, cadre inférieur de droite). Ce sont les établissements allemands, britanniques et, dans une

...pour financer les placements des banques européennes auprès du secteur non bancaire

moindre mesure, néerlandais et suisses qui ont le plus accru leurs créances nettes. Ainsi, les créances nettes en dollars EU des banques allemandes sur des entités non bancaires sont passées de \$50 milliards en 2000 à \$463 milliards au troisième trimestre 2007.

Ces divergences entre positions des banques américaines et européennes semblent indiquer que ces dernières ont des besoins de financements en dollars EU relativement importants, ce qui peut aider à comprendre la crise de liquidité sur l'interbancaire au second semestre 2007. Les emprunts sur ce marché sont généralement à court terme, tandis que les placements des banques auprès du secteur non bancaire couvrent différentes échéances. Si le risque d'échéance qui en découle a pu être couvert, il est possible que l'accumulation par les banques européennes d'engagements en dollars EU vis-à-vis d'autres banques (sans doute utilisés pour financer leurs actifs non bancaires dans cette monnaie) ait nécessité de fréquents renouvellements sur l'interbancaire que l'accumulation des tensions sur ce marché a rendu difficiles.

Positions interbancaires mondiales

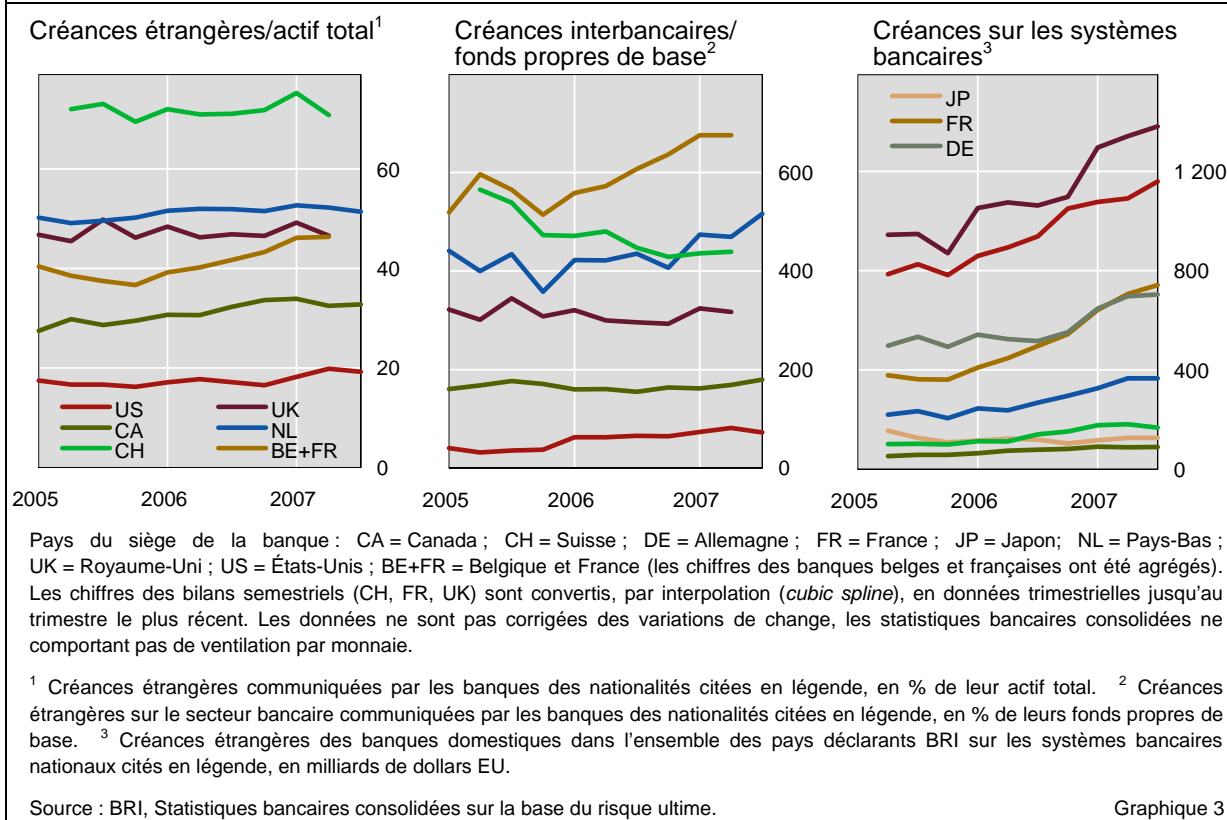
Après avoir examiné le risque de financement et de liquidité, le rapport se concentre dans cette partie sur l'analyse du risque de contrepartie sur l'interbancaire. De ce point de vue, les statistiques consolidées BRI sur la base du risque ultime (RU) fournissent des informations pertinentes sur les systèmes bancaires nationaux, comprenant les positions aussi bien transfrontières que locales⁹. Ces statistiques peuvent être utilisées pour rendre compte des expositions bilatérales des systèmes bancaires nationaux (quel que soit le lieu où se situent leurs établissements), ce qui aide à comprendre la structure d'ensemble des expositions interbancaires mondiales au début des turbulences.

L'ampleur de l'exposition étrangère diffère fortement entre systèmes bancaires. Ce sont les banques britanniques et allemandes qui détiennent les créances étrangères (sur une base RU) les plus élevées (\$4 100 milliards dans chaque cas), suivies par les banques françaises (\$3 200 milliards), suisses, néerlandaises et japonaises (plus de \$2 000 milliards dans chaque cas) et les banques américaines (\$1 700 milliards). En rapportant ces expositions étrangères aux actifs totaux des banques (c'est-à-dire en incluant les actifs domestiques), on peut mieux comparer l'importance des transactions internationales dans les différents systèmes bancaires nationaux (graphique 3, cadre de gauche). Les ratios obtenus révèlent une relative stabilité des créances étrangères, mais ils varient nettement selon les pays. Ainsi, les créances étrangères représentent moins de 20 % des actifs totaux des

L'exposition étrangère peut être élevée par rapport au total des actifs...

⁹ Le concept de risque ultime (RU), combiné à la ventilation sectorielle, fournit une estimation de l'exposition interbancaire *bilatérale* des systèmes bancaires nationaux. Ainsi, sur une base RU, les créances interbancaires déclarées par les États-Unis vis-à-vis du Royaume-Uni constituent une estimation des créances mondiales des banques américaines sur les banques britanniques, alors que les statistiques consolidées BRI sur la base de l'emprunteur direct (ou ED) donnent une estimation des créances des banques américaines sur les établissements situés au Royaume-Uni.

Positions globales de certains systèmes bancaires nationaux



banques américaines, contre 30 % à 50 % pour les banques canadiennes, britanniques et belges–françaises, et plus de 50 % pour les établissements suisses et néerlandais.

...et par rapport
aux fonds propres
de base

Les créances sur les autres systèmes bancaires nationaux représentent une part importante des créances étrangères totales des banques. Par rapport aux fonds propres de base, les créances interbancaires des banques des États-Unis sont relativement faibles (environ 72 %), même si elles ont augmenté depuis 2005 (40 %, graphique 3, cadre du milieu). À l'autre extrême se situent les établissements belges et français, dont les créances interbancaires internationales agrégées représentent environ sept fois les fonds propres de base, les établissements néerlandais et suisses affichant quant à eux un ratio supérieur à 4.

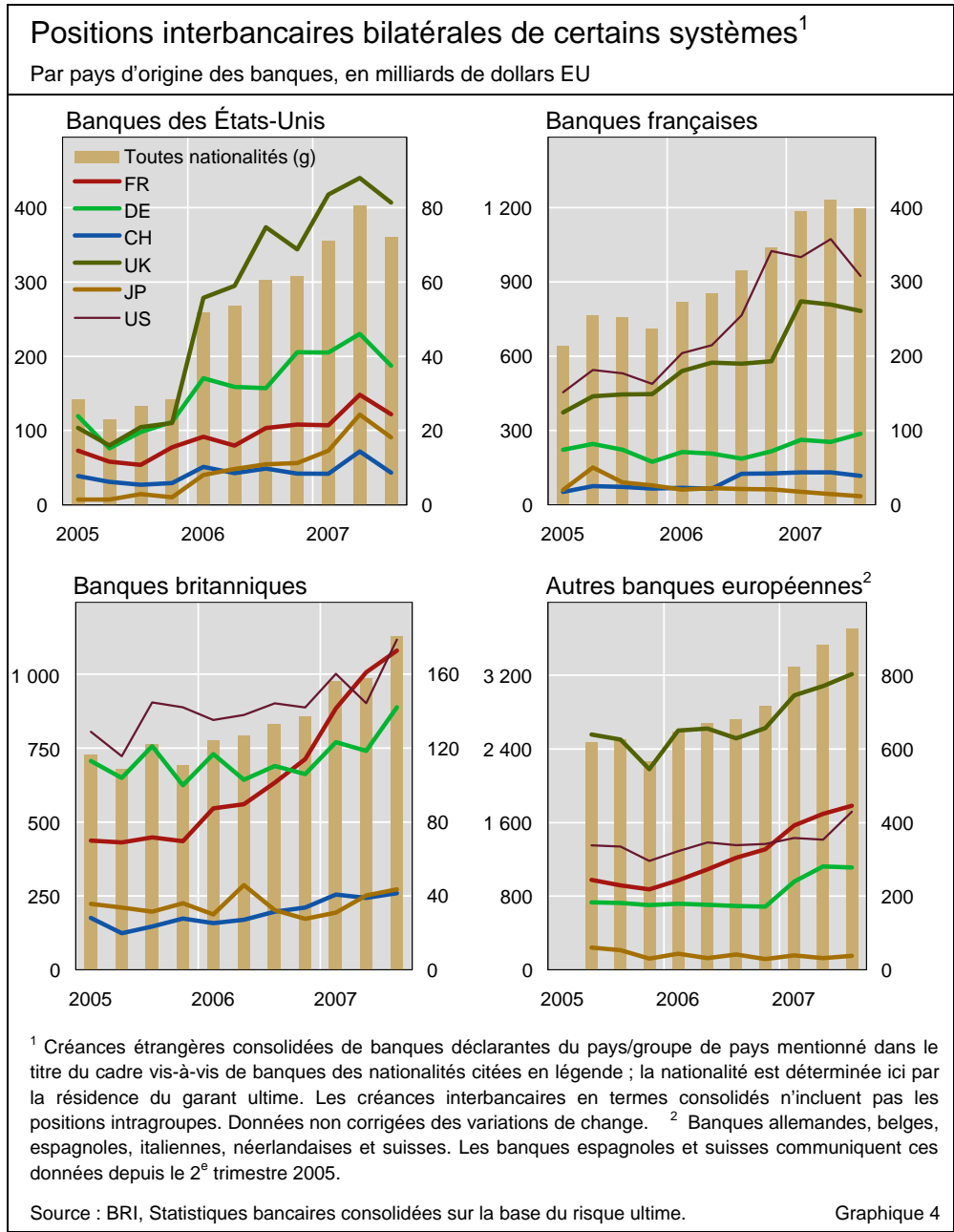
Depuis 2005, les banques constituent des positions de plus en plus importantes vis-à-vis de certains systèmes bancaires nationaux. Les créances étrangères sur les banques américaines déclarées par les établissements ayant leur siège hors de ce pays sont ainsi passées de \$785 milliards au deuxième trimestre 2005 à près de \$1 200 milliards (graphique 3, cadre de droite), ce qui représente 15 % du total des créances étrangères sur le secteur bancaire dans son ensemble. Les créances sur les banques britanniques ont également beaucoup augmenté, atteignant près de \$1 400 milliards au troisième trimestre 2007, soit 18 % du total des créances étrangères sur les banques. Les positions *bilatérales* sous-jacentes sont représentées au graphique 4. Au deuxième trimestre 2007, les créances des banques

françaises sur leurs homologues américaines et britanniques étaient passées à respectivement \$357 milliards et \$270 milliards.

Les créances étrangères des banques ayant leur siège aux États-Unis sur les autres systèmes bancaires se sont nettement accrues depuis 2005, atteignant \$403 milliards au deuxième trimestre 2007, dont \$88 milliards envers les établissements britanniques.

Des signes de contraction du crédit dans certains segments de l'interbancaire sont apparus au troisième trimestre 2007. Les banques américaines ont réduit leur exposition vis-à-vis de la plupart des grands systèmes bancaires nationaux, diminuant ces créances étrangères, selon les estimations, de \$42 milliards (graphique 4, cadre supérieur de gauche). Il s'agit de la plus vive baisse des créances interbancaires déclarée par les banques américaines depuis la mise en place des statistiques RU (premier trimestre

Les banques des États-Unis réduisent leur exposition envers les autres systèmes bancaires



Croissance cyclique sur le marché interbancaire

Patrick McGuire et Karsten von Kleist

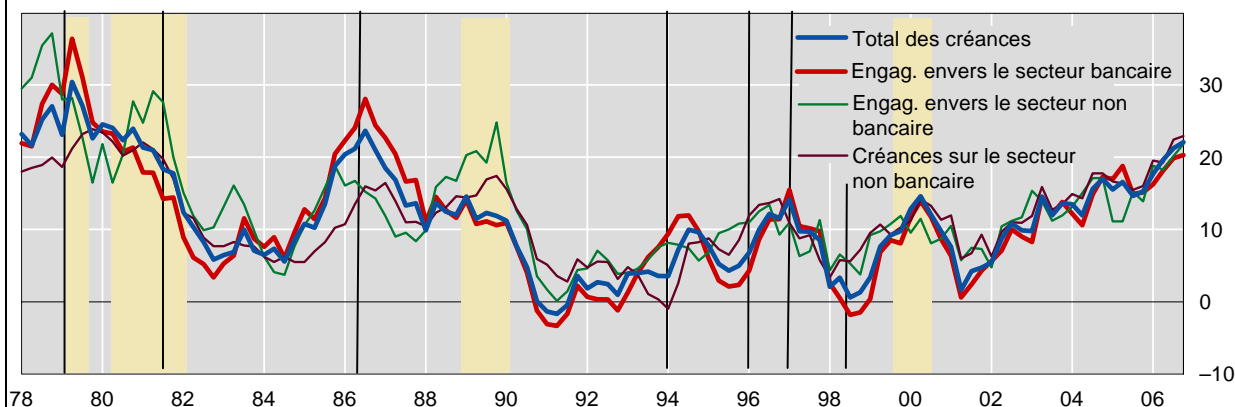
La croissance du crédit bancaire international varie fortement dans le temps. Le présent encadré propose, sur la base des statistiques bancaires territoriales BRI, une évaluation de l'expansion de l'activité bancaire internationale autour de périodes de vives tensions sur les marchés financiers mondiaux et de fluctuations de l'activité économique réelle sous-jacente. Cet exercice montre que la croissance des créances bancaires internationales s'est, à plusieurs reprises, accélérée au cours des années ayant précédé un important choc financier, particulièrement dans le segment du dollar EU du marché interbancaire, avant de ralentir dans la phase suivant le choc.

Les principales mesures utilisées sont des taux de croissance d'une année sur l'autre des positions internationales aux bilans des banques déclarantes BRI. Une analyse de ces séries sur le long terme, simple il est vrai, n'en apporte pas moins un indicateur adéquat de l'expansion du crédit sur les marchés internationaux tout au long du cycle économique. Le graphique A représente le taux de croissance de l'encours total des créances et des dettes internationales, ventilées par secteur¹. Les lignes verticales indiquent les chocs économiques clairement identifiés ou le début de périodes de turbulences financières, tandis que les zones ombrées représentent les périodes de récession aux États-Unis, conformément à la définition NBER.

Les données signalent une relation assez nette entre ces périodes de tensions financières dans le monde et les grandes variations de la croissance sur un an des encours de positions. S'agissant des taux de croissance des créances internationales totales des banques, cinq pics majeurs ont été observés au cours des trente dernières années. Le point haut suivi d'un ralentissement de l'expansion, au début de la période analysée, correspond au reflux de l'activité économique mondiale consécutif au deuxième choc pétrolier. Comme le montre le cadre supérieur du graphique B, les banques ont recyclé les pétrodollars vers les économies émergentes durant la période qui a précédé la crise de la dette latino-américaine dans les années 1980. Les prêts mondiaux ont connu un nouveau pic à la fin de 1987, à l'époque du très fort repli des marchés d'actions américains. Le cadre inférieur du graphique B, qui indique les contributions à la croissance totale par *nationalité* du système bancaire déclarant, fait apparaître que l'augmentation des prêts consentis par les banques japonaises a contribué largement à l'expansion globale durant les années 1980. L'accélération et le ralentissement de la croissance vers 1987 ont essentiellement reflété des changements d'orientation des politiques de prêt des banques américaines et européennes. La croissance a connu plusieurs pics pendant les années 1990 et au-delà, qui ont

Croissance de l'activité bancaire internationale¹

Variation sur 1 an, en %



Les lignes verticales représentent : second choc pétrolier (1979) ; défaillance du Mexique (1982) ; correction des marchés boursiers (1987) ; dévaluation du peso mexicain (1994) ; crise financière en Asie (1997) ; défaillance de la Russie et faillite du fonds LTCM (1998) ; pic record du Nasdaq (2000). Les zones ombrées matérialisent les périodes de récession aux États-Unis (telles que définies par le NBER).

¹ Croissance des créances transfrontières en toutes monnaies et des créances en devises sur les résidents communiquées par les banques déclarantes BRI.

Graphique A

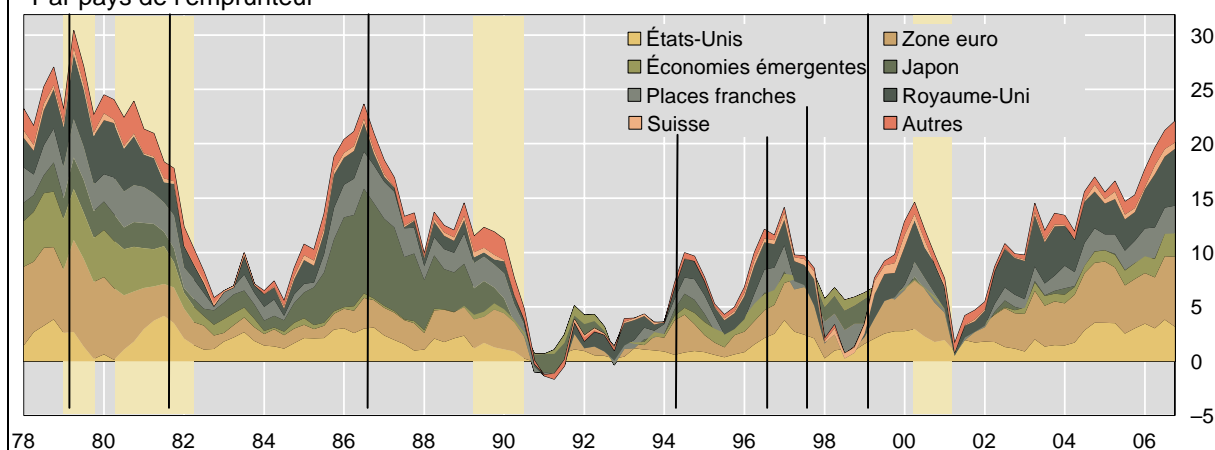
correspondu peu ou prou à la crise du peso mexicain et au repli obligataire en 1994, à la crise financière asiatique en 1997 et à l'éclatement de la bulle informatique en 2000, qui a été suivi par une récession aux États-Unis. Lors de ces différentes périodes, les crédits consentis aux emprunteurs aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro ont contribué de manière significative à l'expansion globale de l'activité bancaire internationale (graphique B, cadre supérieur).

Dans une perspective de long terme, la croissance de l'activité *interbancaire* a correspondu plus étroitement à ces époques de tensions financières, alors que les taux d'accroissement des créances et engagements envers le secteur non bancaire ont eu des profils d'évolution plus variables. Cela ressort d'une comparaison des taux de croissance dans les différents secteurs (graphique A). La croissance des engagements vis-à-vis du secteur non bancaire s'est ralentie à plusieurs reprises au cours des trimestres ayant précédé un événement particulier, même si les crédits bancaires continuaient de croître.

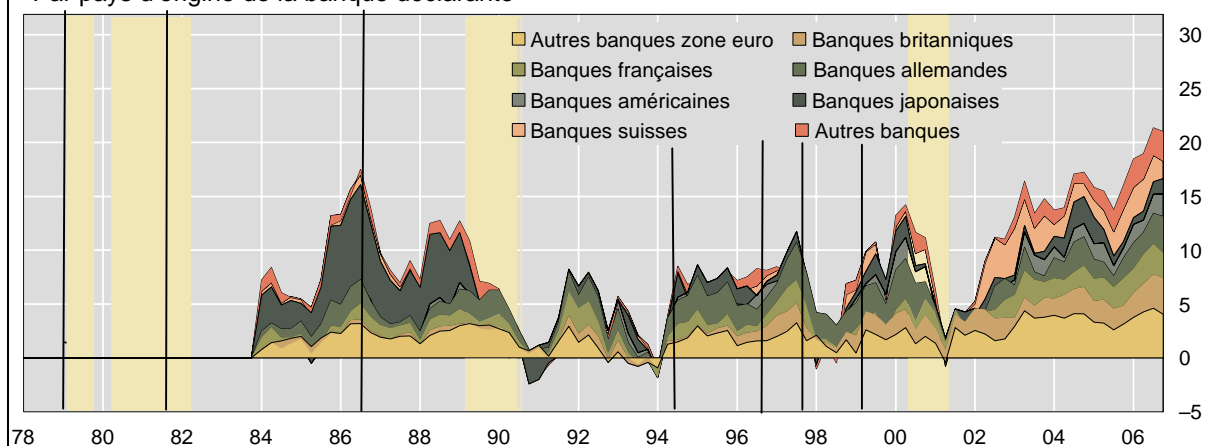
Contributions à la croissance des créances bancaires internationales

Variation sur 1 an, en points de %

Par pays de l'emprunteur¹



Par pays d'origine de la banque déclarante²



Les lignes verticales représentent : second choc pétrolier (1979) ; défaillance du Mexique (1982) ; correction des marchés boursiers (1987) ; dévaluation du peso mexicain (1994) ; crise financière en Asie (1997) ; défaillance de la Russie et faillite du fonds LTCM (1998) ; pic record du Nasdaq (2000). Les zones ombrées matérialisent les périodes de récession aux États-Unis (telles que définies par le NBER).

¹ Sur la base des statistiques bancaires territoriales BRI, par pays de *résidence* des établissements bancaires. ² Sur la base des statistiques bancaires territoriales BRI, par pays d'*origine* des banques (premières données disponibles : 1983). Les différences de taux de croissance par rapport au cadre du haut s'expliquent par le nombre plus faible d'établissements déclarants ainsi que par la non-prise en compte des positions intragroupes.

Graphique B

Au cours du cycle plus récent, les prêts au secteur non bancaire ont également contribué à l'expansion globale. L'encours total des créances bancaires internationales a crû à un rythme supérieur à 20 %, d'une année sur l'autre, au cours des trois derniers trimestres, un taux qui n'avait plus été observé depuis le milieu des années 1980, juste avant le krach boursier de 1987. En outre, la croissance s'est accélérée depuis 2002, soit à peu près depuis que des mesures plus larges (en termes relatifs) montrent une forte hausse de l'activité sur le marché bancaire mondial^①. Depuis 2002, les créances totales sur le secteur non bancaire se sont accrues de \$8 000 milliards, pour atteindre \$13 400 milliards, un quart environ de cette progression représentant une hausse des crédits aux résidents des États-Unis et un autre quart un mouvement similaire en faveur des résidents de la zone euro.

① Les fluctuations des encours sur un an sont calculées en additionnant les variations trimestrielles, hors effets de change, au cours des trimestres t à $t-3$ et en divisant ensuite le résultat par l'encours au trimestre $t-4$. ② Ainsi, les graphiques 1 et 2 de l'étude de McGuire et Tarashev intitulée « Tracking international bank flows » et publiée dans le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2006 indiquent que l'encours total des créances bancaires internationales rapportées au PIB mondial s'est inscrit en hausse en 2000. Une analyse des engagements totaux par rapport à M2 donne des résultats similaires.

2005), qui a de plus été enregistrée en dépit d'effets de change favorables¹⁰. Les banques suédoises ont également réduit leurs créances étrangères interbancaires de \$43 milliards (-17 %), pour moitié envers les établissements allemands. La plus forte diminution bilatérale (\$49 milliards, soit -14 %) a été déclarée par les banques françaises vis-à-vis de leurs homologues américaines (graphique 4, cadre supérieur de droite).

Marché des titres de dette

En termes nets,
les émissions
demeurent faibles

Au **quatrième trimestre 2007**, les émissions de titres de dette internationaux sont demeurées faibles, dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers. Elles se sont légèrement redressées par rapport au trimestre précédent, mais en restant très inférieures au niveau atteint avant les turbulences. En termes nets, les émissions d'obligations à moyen et long terme sont passées de \$399 milliards à \$487 milliards. Leur taux d'accroissement annuel, qui s'inscrivait à 20 % en moyenne depuis 2000, a chuté à -45 %, plus bas encore que les -23 % enregistrés au trimestre précédent.

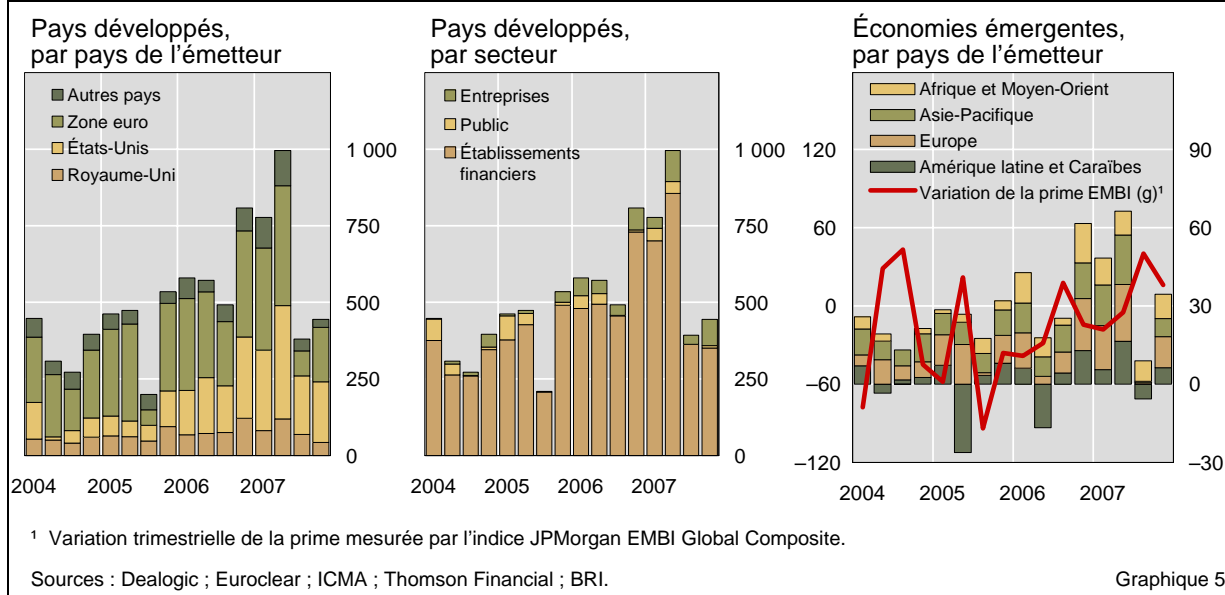
Progression des
emprunts en euros

Ce rebond par rapport au troisième trimestre s'explique essentiellement par les obligations à moyen et long terme en euros, dont les émissions nettes se sont accrues de \$90 milliards à \$207 milliards. En revanche, l'activité en dollars EU et livres sterling est revenue respectivement de \$221 milliards à \$203 milliards et de \$48 milliards à \$30 milliards. La baisse des émissions de titres à moyen et long terme libellés en yens a été plus modérée, de \$18 milliards à \$14 milliards. Les émissions brutes dans cette monnaie effectuées sur le marché domestique par des emprunteurs non résidents (emprunts samourai) ont augmenté de \$3 milliards, à \$5 milliards, soit un taux de croissance annuel de 27 % reflétant peut-être la relative stabilité des marchés japonais du crédit.

¹⁰ La dépréciation du dollar EU pendant le trimestre tend à gonfler les stocks de fin de période des autres monnaies lorsqu'ils sont exprimés en dollars.

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes

En milliards de dollars EU et en points de base



L'augmentation des émissions en euros a été observée dans plusieurs pays de la zone euro (graphique 5, cadre de gauche). Ainsi, les émissions nettes sont passées de \$10 milliards à \$35 milliards en Irlande, de \$17 milliards à \$39 milliards en Espagne et de \$12 milliards à \$30 milliards en France. Dans ces pays, la hausse est surtout attribuable aux établissements financiers, dont les emprunts en titres s'étaient pratiquement taris au troisième trimestre, au début des turbulences financières. En revanche, les émissions nettes sont restées négatives en Allemagne (-\$8 milliards), essentiellement en raison de la faiblesse des emprunts des établissements financiers publics. Le repli enregistré dans ce pays était cependant moins marqué qu'au trimestre précédent (-\$26 milliards).

En dehors de la zone euro, peu de pays développés ont enregistré une progression marquée par rapport au troisième trimestre. Les émissions nettes sont demeurées pratiquement stables aux États-Unis et au Japon, et ont quelque peu diminué au Royaume-Uni et en Australie. La seule exception notable a été le Canada, où elles sont passées de \$3 milliards à \$19 milliards, annulant presque totalement l'effondrement du trimestre précédent. Cette augmentation a été essentiellement le fait des établissements financiers.

La baisse des émissions (en termes bruts, seules données disponibles) a concerné toutes les catégories de notations. Les émissions brutes de titres AAA ont diminué par rapport au troisième trimestre, revenant de \$283 milliards à \$255 milliards, soit un taux de croissance de -31 % en glissement annuel. Dans le reste de la catégorie investissement et dans la catégorie spéculative, les émissions brutes se sont inscrites en recul, de respectivement \$279 milliards à \$264 milliards et de \$5 milliards à \$2 milliards, soit des taux de progression annuels de -34 % et -92 %.

Les emprunts des établissements financiers ont fortement contrasté avec ceux des entreprises. Dans les pays développés, les émissions nettes des établissements financiers ont encore baissé au quatrième trimestre, revenant

Le mouvement baissier a touché toutes les catégories de notations

Contraste marqué entre émissions des établissements financiers et des entreprises

de \$363 milliards à \$351 milliards, ce qui représente une variation de -52 % d'une année sur l'autre (graphique 5, cadre du milieu). Cette baisse est essentiellement due aux établissements financiers privés américains. Les émissions nettes des entreprises ont, quant à elles, augmenté de \$30 milliards au troisième trimestre à \$86 milliards au quatrième, ce qui correspond à un accroissement de 21 % en glissement annuel. Cette hausse a été principalement le fait des entreprises américaines et européennes.

Dans le monde émergent, les émissions nettes ont crû de \$3 milliards, à \$34 milliards, entre le troisième et le quatrième trimestre, même si elles sont demeurées inférieures aux \$66 milliards du deuxième trimestre (graphique 5, cadre de droite). Ce rebond s'explique par une reprise des émissions en Amérique latine (de -\$6 milliards à \$6 milliards), en Europe émergente (de \$1 milliard à \$12 milliards) et en Asie (de \$1 milliard à \$7 milliards). Il a coïncidé avec une baisse des primes, qui avaient fortement augmenté au troisième trimestre.

Marchés dérivés

Nette baisse de l'activité...

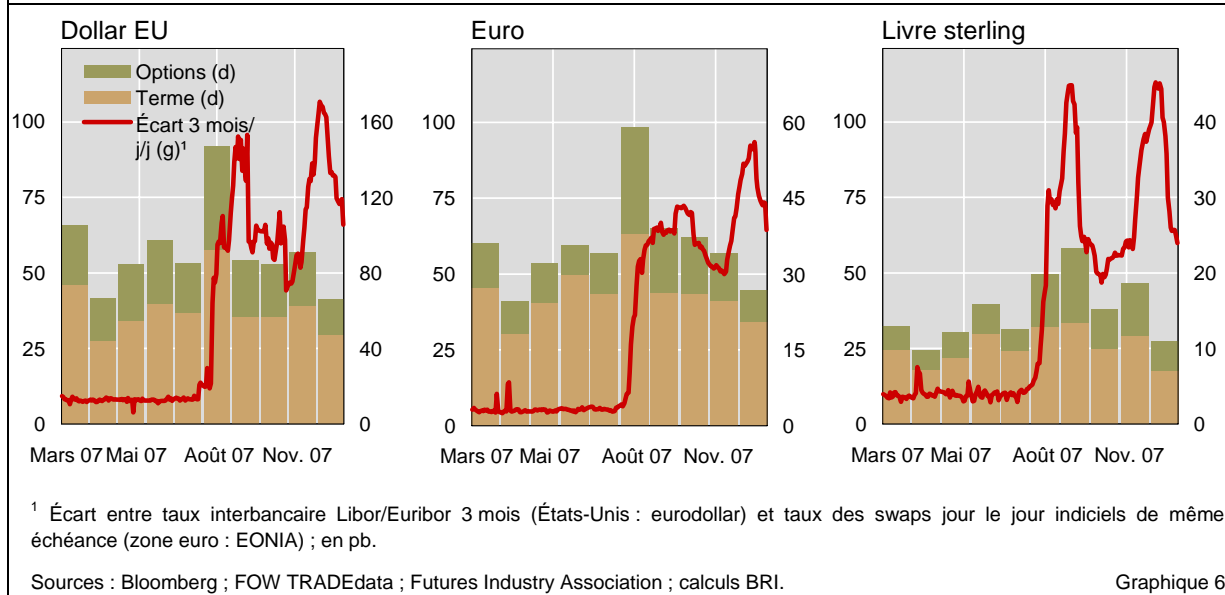
Les marchés dérivés organisés ont subi une nette baisse d'activité au **quatrième trimestre 2007**, alors que les perturbations sur les marchés financiers avaient entraîné une activité record au trimestre précédent. La plus forte diminution a concerné le compartiment des taux courts, dont l'encours notionnel est revenu de \$535 000 milliards au troisième trimestre à \$405 000 milliards. Les compartiments des taux longs et des indices boursiers ont également reculé, de \$59 000 milliards à \$53 000 milliards et de \$81 000 milliards à \$75 000 milliards respectivement. Les contrats sur devise, pour leur part, ont moins diminué, avec \$6 000 milliards, contre \$6 200 milliards. Le volume total des contrats à terme et options sur ces instruments financiers négociés sur les marchés organisés s'est replié de \$681 000 milliards à \$539 000 milliards, même si son taux de progression sur un an est demeuré élevé (+25 %).

...surtout pour les contrats du marché monétaire

Le recul des contrats sur taux courts a fait suite à un trimestre pendant lequel les besoins accrus de couverture des établissements financiers avaient contribué à un recours actif aux dérivés (graphique 6). Même si les perturbations sur les marchés monétaires se sont poursuivies au quatrième trimestre, comme en atteste l'élargissement de la prime entre taux interbancaires à 3 mois et taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS, *overnight index swap*), de nettes baisses ont été enregistrées sur les monnaies fortement affectées par les turbulences récentes sur les marchés financiers. Le segment le plus touché a été celui du dollar EU (de \$319 000 milliards à \$241 000 milliards), suivi par ceux de l'euro (de \$131 000 milliards à \$98 000 milliards) et de la livre sterling (de \$55 000 milliards à \$44 000 milliards). Les contrats libellés en yens ont aussi nettement diminué (de \$10 000 milliards à \$7 400 milliards), de même que ceux en dollars australiens (de \$8 100 milliards à \$6 500 milliards) et en francs suisses (de \$2 900 milliards à \$1 800 milliards).

Contrats sur taux à court terme

Données mensuelles, en milliers de milliards de dollars EU



Le négoce de contrats à terme et options sur eurodollar 3 mois s'est nettement contracté, revenant de \$266 000 milliards à \$187 000 milliards, tandis que celui des instruments sur fonds fédéraux a augmenté de \$34 000 milliards à \$41 000 milliards. Cela laisse penser que les besoins de couverture et l'activité spéculative des établissements financiers et autres investisseurs se sont reportés, dans une certaine mesure, vers le jour le jour, peut-être sous l'effet des anticipations croissantes d'abaissement des taux directeurs aux États-Unis. En outre, les problèmes de liquidité signalés pour les contrats sur échéances déterminées ont pu contribuer à un ralentissement de l'activité dans ce segment.

Le volume des contrats sur indice boursier a aussi diminué, de \$81 000 milliards au troisième trimestre à \$75 000 milliards au quatrième, même si leur taux de progression annuelle reste très élevé, à 66 %. La plus forte baisse a concerné les contrats en wons sud-coréens (de \$21 000 milliards à \$17 000 milliards), suivis des contrats en dollars EU (de \$30 000 milliards à \$27 000 milliards) et en euros (de \$18 000 milliards à \$17 000 milliards). Inversement, la plus importante hausse a été enregistrée pour les contrats en roupies indiennes (de \$2 000 milliards à \$2 500 milliards), talonnés par ceux en livres sterling (de \$2 000 milliards à \$2 300 milliards).

Dans le compartiment des contrats sur devise, le négoce a légèrement diminué, revenant de \$6 200 milliards à \$6 000 milliards. Ce repli est essentiellement dû aux contrats sur yen (en baisse de \$1 100 milliards à \$890 milliards), franc suisse (de \$464 milliards à \$353 milliards) et livre sterling (de \$740 milliards à \$652 milliards). Le net recul des contrats sur yen et franc suisse correspond globalement à un ralentissement des opérations de portage après les dénouements à grande échelle opérés en août et septembre. En revanche, l'activité a augmenté sur des monnaies telles que l'euro (de \$2 000 milliards à \$2 100 milliards), le dollar australien (de \$251 milliards à

Léger repli des dérivés sur devise

\$286 milliards), le dollar EU (de \$562 milliards à \$596 milliards) et le real brésilien (de \$611 milliards à \$630 milliards).

Les contrats sur produits de base poursuivent leur tendance haussière

Contrairement aux dérivés sur produits financiers, les contrats à terme et options sur produits de base ont continué de progresser au quatrième trimestre. Le nombre de contrats négociés (les montants notionnels ne sont pas disponibles) est passé de 456 millions à 528 millions, essentiellement sous l'effet d'une rapide expansion de l'activité sur denrées agricoles (de 257 millions à 296 millions), produits énergétiques (de 140 millions à 160 millions) et métaux précieux (de 25 millions à 34 millions). Les places de Chine ont joué un rôle important, puisque leur volume de négoce a bondi de 203 millions au troisième trimestre à 255 millions au quatrième, soit un accroissement de 112 % en glissement annuel.