

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 : quatrième trimestre 2007 pour le marché bancaire international, premier trimestre 2008 pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés et second semestre 2007 pour les dérivés de gré à gré.

Marché bancaire

Au **quatrième trimestre 2007**, l'activité bancaire internationale a poursuivi son expansion, malgré les tensions persistantes sur l'interbancaire. Cette croissance s'explique en grande partie par de nouveaux crédits aux économies émergentes. En outre, les engagements des banques déclarantes ont, dans quelques cas majeurs, beaucoup fluctué. Certaines banques centrales ont réduit leurs avoirs de réserve détenus auprès des banques commerciales, tandis que les exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et le secteur bancaire chinois ont déposé des montants records auprès de banques à l'étranger. L'évolution de l'activité bancaire internationale dans les économies avancées et l'incidence statistique des perturbations persistantes sur les marchés financiers sont examinées en détail dans l'étude *International banking activity amidst the turmoil*. L'analyse qui suit donne une vue d'ensemble de l'évolution des positions des banques déclarantes BRI vis-à-vis des économies émergentes au second semestre 2007.

Crédits bancaires aux économies émergentes

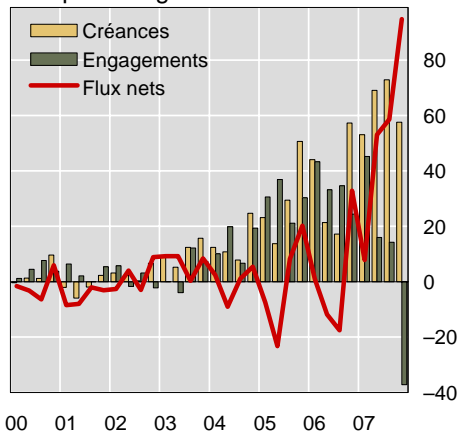
Les crédits aux économies émergentes ont vivement progressé au quatrième trimestre 2007, et des hausses records ont été enregistrées en Asie-Pacifique ainsi qu'en Afrique et au Moyen-Orient (graphique 1). Les créances totales des banques déclarantes BRI ont augmenté de \$1 200 milliards (+21 % d'une

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).

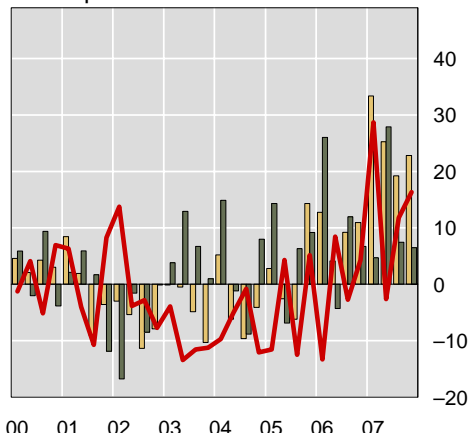
Flux bancaires avec les économies émergentes¹

En milliards de dollars

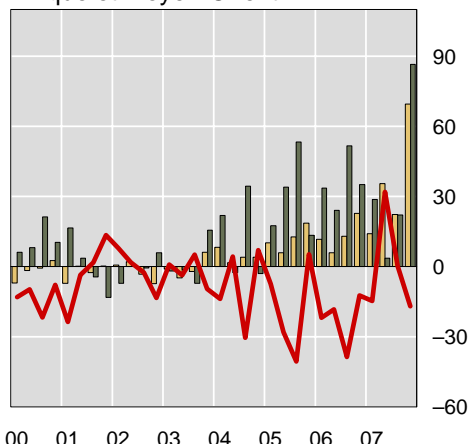
Europe émergente



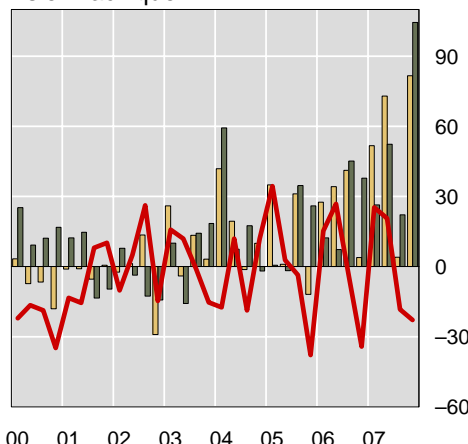
Amérique latine



Afrique et Moyen-Orient



Asie-Pacifique



¹ Variations trimestrielles, hors effets de change, des positions des banques déclarantes BRI vis-à-vis des économies émergentes, par région (citée en titre de cadre). Flux nets = créances moins engagements.

Source : BRI, Statistiques bancaires territoriales.

Graphique 1

année sur l'autre), soit une expansion d'au moins \$1 000 milliards pour le cinquième trimestre consécutif. Les créances sur les économies émergentes ont représenté une part assez importante de l'accroissement (\$232 milliards, soit 20 %), portant leur encours à \$2 600 milliards (soit 7 % des créances totales, contre 6 % au trimestre précédent et 5 % début 2005).

Pays exportateurs de pétrole

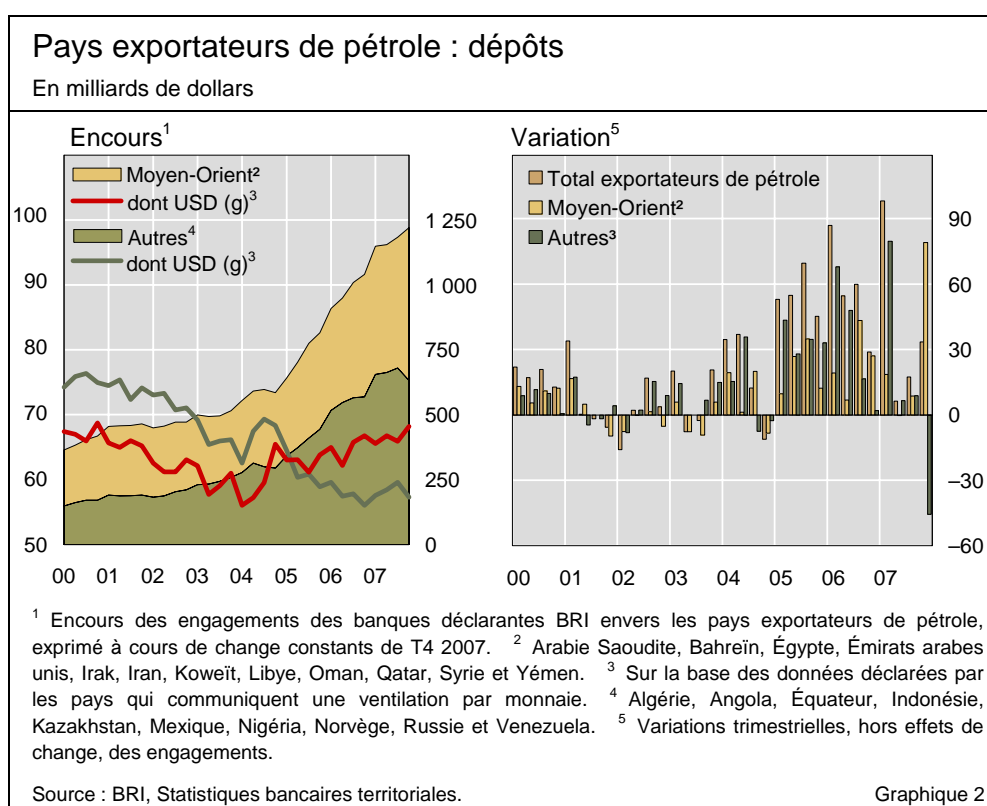
Les crédits à l'Afrique et au Moyen-Orient ont fortement augmenté au quatrième trimestre 2007 (graphique 1, cadre du bas, à gauche) : \$70 milliards, ce qui représente la plus vive hausse jamais enregistrée par la région en un trimestre. Les banques déclarantes, essentiellement dans la zone euro et au Royaume-Uni, ont octroyé \$23 milliards aux Émirats arabes unis, \$10 milliards à l'Arabie Saoudite et \$6 milliards au Koweït. Dans le même temps, les établissements aux États-Unis, qui ne fournissent pas de ventilation par pays, ont également déclaré une augmentation de \$15 milliards de leurs créances agrégées vis-à-vis des exportateurs de pétrole du Moyen-Orient.

Forte hausse des crédits aux pays exportateurs de pétrole...

...contrebalancée par un recyclage accru de pétrodollars

Simultanément, les résidents des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont déposé des sommes importantes auprès des banques étrangères (graphique 2), avec pour conséquence des sorties nettes de la région. Le total des engagements des banques déclarantes BRI vis-à-vis de ces pays a progressé de \$80 milliards, la plus forte hausse trimestrielle jamais enregistrée. Une grande partie de ces apports étant libellés en dollars, la part de cette monnaie dans le total a gagné 2 %, à 68 %, son plus haut niveau depuis fin 2000². Les banques au Royaume-Uni et dans la zone euro (Pays-Bas, essentiellement) ont déclaré une augmentation de \$66 milliards, surtout vis-à-vis des établissements bancaires en Arabie Saoudite et aux Émirats arabes unis.

En revanche, la Russie a fortement réduit ses dépôts auprès des banques en Europe (graphique 2, cadre de droite). Le total des engagements des banques déclarantes BRI vis-à-vis de ce pays a enregistré une chute sans précédent de \$55 milliards, qui n'est que le troisième repli en cinq ans. Les banques dans la zone euro (essentiellement en Allemagne, en France et en Belgique) ainsi qu'au Royaume-Uni ont toutes été concernées. Le total des engagements en euros envers les résidents russes a reculé de \$21 milliards et ceux en dollars de \$39 milliards, de sorte que la part estimée du dollar est revenue à 45 %, son plus bas niveau depuis que cette ventilation est disponible (fin 1993). Cette baisse d'ensemble semble s'expliquer, en partie du



² Environ 17 % du total des engagements envers les exportateurs de pétrole du Moyen-Orient sont déclarés par des pays ne fournissant pas de ventilation par monnaie.

moins, par des arbitrages opérés par la Banque de Russie. Les données sur les réserves de change communiquées par la Russie au FMI indiquent que les avoirs officiels détenus auprès de banques à l'étranger se sont repliés de plus de \$17 milliards (puis de \$39 milliards au premier trimestre 2008), tandis que le portefeuille-titres du pays s'accroissait de \$92 milliards.

Asie-Pacifique

Les crédits à l'Asie-Pacifique ont aussi été exceptionnellement vigoureux au quatrième trimestre 2007 (graphique 1, cadre du bas, à droite). Les créances sur la région ont crû de \$82 milliards (la plus forte hausse jamais enregistrée en un trimestre), dont \$36 milliards pour la Corée. Les banques aux États-Unis ont déclaré une augmentation de \$15 milliards de leurs créances (ainsi que de leurs engagements) sur leurs homologues en Corée, après une baisse du même ordre au trimestre précédent. L'acquisition de titres de dette internationaux émis par des signatures coréennes (\$11 milliards), essentiellement par des établissements situés au Royaume-Uni et dans les places franches, a également contribué à la progression des créances sur ce pays. En ce qui concerne le reste de la région, les crédits octroyés à l'Inde et à la Chine ont aussi beaucoup augmenté, de \$18 milliards et \$9 milliards respectivement.

La progression globale des prêts s'est accompagnée d'une hausse encore plus importante des dépôts, entraînant des sorties nettes pour la région. Les engagements des banques déclarantes BRI envers les résidents chinois (essentiellement des banques) se sont accrus de \$61 milliards au troisième trimestre 2007 et de \$72 milliards au quatrième (soit les deux plus fortes augmentations trimestrielles enregistrées par le pays). Les banques au Royaume-Uni et dans la zone euro ont collecté globalement \$38 milliards et les centres extraterritoriaux d'Asie (Hong-Kong RAS et Singapour) ont reçu \$77 milliards. Les dépôts étant, pour la plupart, libellés en dollars, la part de cette monnaie dans le total des engagements des banques déclarantes BRI envers la Chine est passée de 64 % fin juin 2007 à 77 % fin 2007³.

Les engagements des banques déclarantes BRI envers l'Inde, en revanche, ont beaucoup diminué au second semestre 2007 : ils ont reculé de \$42 milliards (soit 46 %) depuis fin juin, quand ils s'établissaient à \$90 milliards. La hausse n'ayant porté que pour moitié sur le dollar, la part de cette monnaie a encore progressé, pour atteindre 67 % (contre 64 % au trimestre précédent et 55 % fin 2006), son plus haut niveau depuis 1993⁴. Cette diminution d'ensemble paraît liée, au moins en partie, à des interventions de la banque centrale. Selon des chiffres communiqués au FMI, les réserves

Les banques chinoises déposent des fonds dans des établissements à l'étranger

³ Ces chiffres reposent sur les positions déclarées par les banques dans les pays fournissant une ventilation complète par monnaie et par celles de Hong-Kong RAS, qui indiquent une ventilation des positions en dollars seulement. Au quatrième trimestre 2007, environ 13 % du total des engagements des banques déclarantes envers la Chine étaient déclarés par des établissements de pays ne fournissant aucune ventilation par monnaie.

⁴ Au quatrième trimestre 2007, environ 16 % du total des engagements des banques déclarantes envers l'Inde étaient déclarés par des pays ne fournissant aucune ventilation par monnaie.

de l'Inde sous forme de dépôts auprès des banques à l'étranger se sont contractées de \$36 milliards au second semestre 2007 et de \$10 milliards supplémentaires au premier trimestre 2008.

Europe émergente et Amérique latine

Entrées nettes
records en Europe
émergente

Les crédits accordés à l'Europe émergente ont continué de progresser à un rythme soutenu au second semestre 2007 : pas moins de \$130 milliards, soit +42 % d'une année sur l'autre, à \$899 milliards. Cette hausse, conjuguée à une baisse des engagements envers la Russie (*supra*), a contribué à un afflux net de fonds de \$95 milliards vers la région au quatrième trimestre, le plus important à ce jour (graphique 1, cadre du haut, à gauche). Si les deux tiers de ces entrées nettes sont allées à la Russie, plusieurs autres pays (comme la Pologne, l'Ukraine, la Turquie, la Roumanie et la Slovaquie) ont attiré plus de \$4 milliards chacun, la seule baisse notable ayant concerné Chypre (−\$3 milliards).

De même, la progression des créances (34 % d'une année sur l'autre, alors qu'elle était encore négative en 2005) sur l'Amérique latine a eu pour résultat des entrées nettes de fonds vers la région. Ainsi, la région est devenue emprunteur net auprès des banques internationales pour la première fois depuis 2003. Les créances sur les banques d'Amérique latine, qui se sont accrues de 75 % par an, ont représenté près de la moitié de l'afflux de \$23 milliards (graphique 1, cadre du haut, à droite). Dans l'ensemble, les banques ont acheminé des fonds au Brésil, au Mexique et au Chili (les plus gros emprunteurs de la région), plus de la moitié (52 %) des nouvelles créances sur le Brésil prenant la forme d'achats de titres de dette internationaux.

Créances étrangères sur les économies émergentes du point de vue des créanciers

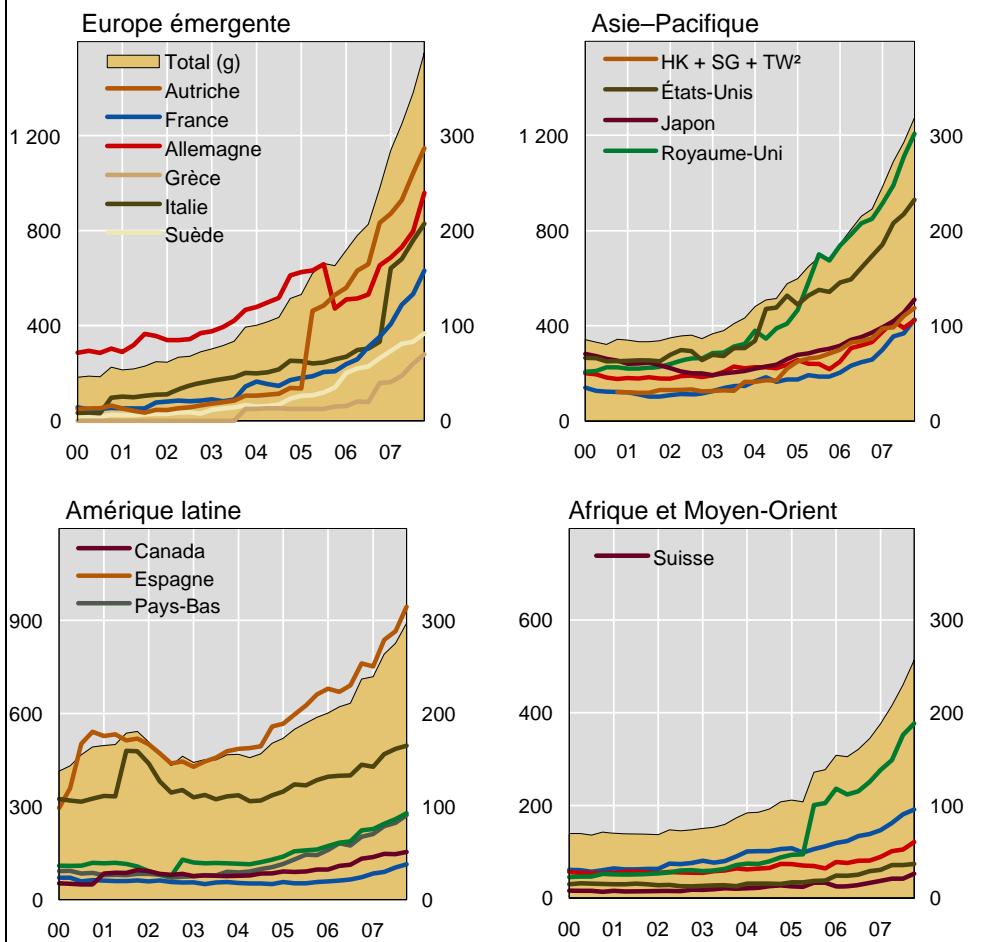
L'expansion des créances sur les économies émergentes reflétée par les statistiques territoriales BRI apparaît également dans les statistiques consolidées⁵. De fait, les marchés émergents ont attiré 92 % de la hausse totale des créances (sur la base du risque ultime) au quatrième trimestre 2007, soit \$402 milliards, pour atteindre \$4 000 milliards, ou 14 % des créances étrangères totales des banques déclarantes BRI (contre 12 % début 2007)⁶. Ce sont les créances étrangères sur l'Europe émergente et l'Asie-Pacifique qui se sont le plus étoffées : elles ont atteint respectivement 44 % et 24 % des nouveaux crédits aux pays émergents.

⁵ Les statistiques consolidées, qui sont compilées par pays d'origine et compensent les positions intragroupes, sont disponibles sur la base de l'emprunteur direct et du risque ultime. Les créances exprimées sur la base du risque ultime prennent en compte les garanties et sont réaffectées au pays de résidence du garant ultime.

⁶ Les données consolidées ne sont pas ajustées des fluctuations de change étant donné que les ventilations par monnaie ne sont pas communiquées. La dépréciation du dollar au cours des derniers trimestres tend à gonfler les stocks de fin de période des autres monnaies exprimés en dollars.

Créances étrangères sur les économies émergentes¹

En milliards de dollars



¹ Créances étrangères consolidées sur la base de l'emprunteur direct (ED) vis-à-vis des économies émergentes, déclarées par les banques des nationalités citées en légende. Les créances étrangères se composent des créances transfrontières et des créances locales (autrement dit, les créances comptabilisées par les implantations locales des banques étrangères), sous forme de prêts et de titres, mais à l'exclusion des engagements par signature, tels les engagements de crédit et les garanties.

² Hong-Kong RAS, Singapour et Taïwan (Chine).

Source : BRI, Statistiques bancaires consolidées (base ED).

Graphique 3

En outre, les systèmes bancaires les plus présents dans les économies émergentes sont aussi ceux qui ont le plus contribué à l'expansion récente des créances étrangères⁷. Le graphique 3 montre les principaux systèmes bancaires créanciers. Les créances étrangères (sur la base de l'emprunteur direct) sur l'Europe émergente, à \$1 500 milliards, sont essentiellement le fait de banques autrichiennes, allemandes et italiennes et reflètent une hausse à la fois des prêts transfrontières et des acquisitions (graphique 3, cadre du haut, à

⁷ Les créances étrangères incluant les créances locales des banques étrangères, elles sont beaucoup plus élevées (\$4 000 milliards sur la base du risque ultime) que les créances transfrontières (\$2 600 milliards). Les créances locales représentent un pourcentage stable, à 55 %, du total des créances étrangères sur les économies émergentes, contre 44 % pour les économies avancées. Elles sont particulièrement développées en Amérique latine (71 % du total, essentiellement le fait des banques espagnoles), puis viennent l'Europe émergente (55 %), l'Asie-Pacifique (50 %) et l'Afrique et Moyen-Orient (41 %).

gauche). Ensemble, ces trois systèmes bancaires sont également à l'origine de la moitié des \$302 milliards de nouveaux crédits accordés à la région depuis mi-2007. Les expositions des banques grecques et suédoises envers l'Europe émergente ont triplé depuis 2005, à partir d'un niveau il est vrai assez faible.

Dans les trois autres régions émergentes, la proximité géographique de la maison mère semble avoir joué un rôle moins important. Les banques britanniques et américaines représentent 45 % des créances étrangères sur les marchés émergents d'Asie et près de 40 % de l'accroissement depuis mi-2007. La même proportion des créances étrangères sur la région Afrique et Moyen-Orient, aussi bien en termes d'encours que de flux récents, est attribuable aux seuls établissements du Royaume-Uni. En Amérique latine, les banques espagnoles sont à l'origine de 36 % des créances étrangères et de 34 % des flux récents, essentiellement sous forme de créances locales.

Marché des titres de dette

Poursuite de la baisse des émissions nettes de titres à moyen et long terme...

...mais signes de reprise dans la catégorie investissement et pour les instruments du marché monétaire

Au **premier trimestre 2008**, les émissions de titres de dette internationaux sont restées faibles, dans le contexte des turbulences persistantes sur les marchés financiers. Les émissions nettes d'obligations à moyen et long terme ont continué de baisser, revenant à \$360 milliards, niveau encore inférieur à celui du troisième trimestre 2007, lorsque la vague de perturbations a pris une dimension globale. Des signes de reprise sont toutefois apparus dans des segments tels que la catégorie investissement et les instruments du marché monétaire. Ces derniers, notamment, ont fortement progressé, passant de -\$24 milliards à \$153 milliards en termes nets, soit un accroissement jamais enregistré auparavant.

La diminution des émissions nettes de titres de dette à moyen et long terme est essentiellement attribuable aux emprunts en euros, qui, après s'être repris au quatrième trimestre 2007, ont chuté de près de moitié, à \$105 milliards. Les contractions les plus importantes ont été observées, par ordre décroissant, en Espagne, en Irlande et en France, où elles sont imputables surtout à des établissements financiers privés, peut-être du fait de la faiblesse des marchés liés à l'immobilier.

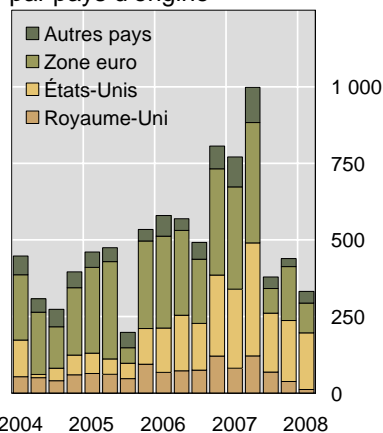
Une contraction a aussi été observée dans toute une gamme d'autres devises. Les émissions de titres à moyen et long terme en dollars sont revenues de \$204 milliards à \$180 milliards, tandis que celles en yens chutaient, de \$14 milliards à \$6 milliards. Simultanément, les émissions brutes de titres en yens effectuées sur le marché domestique par des emprunteurs non résidents (emprunts *samurai*) sont restées soutenues, à \$7 milliards, contre \$5 milliards au dernier trimestre 2007.

La ventilation par nationalité montre que la baisse globale des émissions nettes a été particulièrement marquée dans les pays touchés par le recul des émissions en euros (*supra*) : Espagne, Irlande et France (graphique 4, cadre de gauche). Le Royaume-Uni et les États-Unis ont également connu un repli important, contrairement à des pays tels que la Suisse, l'Australie et l'Allemagne, où les émissions ont augmenté.

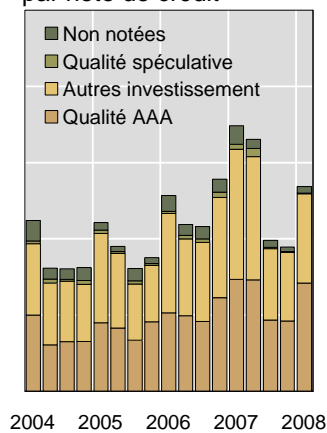
Émissions d'obligations internationales à moyen et long terme

En milliards de dollars et en pb

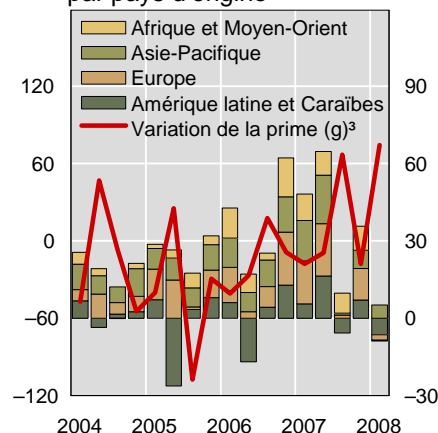
Économies avancées, par pays d'origine¹



Économies avancées, par note de crédit²



Économies émergentes, par pays d'origine¹



¹ Émissions nettes. ² Annonces. ³ Variation trimestrielle, indice JPMorgan EMBI Global Composite ; en pb.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Financial ; Xtrakter Ltd ; BRI.

Graphique 4

La ventilation sectorielle montre que les émissions nettes des établissements financiers et des entreprises dans les économies avancées se sont ralenties, revenant respectivement de \$346 milliards à \$239 milliards et de \$85 milliards à \$54 milliards. Les émissions nettes de titres à moyen et long terme des établissements financiers privés, notamment, ont beaucoup diminué, de \$332 milliards à \$208 milliards. En revanche, les institutions internationales les ont accrues de \$5 milliards, à \$22 milliards.

Les émissions des catégories investissement et spéculative ont enregistré des évolutions divergentes (graphique 4, cadre du milieu). Les émissions brutes (seuls chiffres disponibles pour cette ventilation) de la catégorie investissement ont progressé de respectivement \$278 milliards, à \$426 milliards (soit 59 % de plus que la moyenne sur 5 ans jusqu'en 2007), et de \$270 milliards, à \$352 milliards. En revanche, les émissions brutes de qualité spéculative ont continué de diminuer, revenant à \$2 milliards, leur minimum depuis le quatrième trimestre 2002.

Les titres adossés à des hypothèques se sont encore fortement ralentis. Par rapport au quatrième trimestre 2007, les émissions nettes ont reculé de \$71 milliards, à \$33 milliards, leur plus faible niveau depuis le troisième trimestre 2003. Les baisses les plus importantes ont été enregistrées aux Pays-Bas, suivis des États-Unis, du Canada et de l'Espagne. Dans ce contexte, des agences paragouvernementales américaines ont commencé à jouer un rôle plus actif sur le marché international. Ainsi, Federal Home Loan Banks et Fannie Mae ont lancé respectivement \$97 milliards et \$60 milliards d'emprunts, les plus gros montants bruts jamais levés.

Dans les économies émergentes, les émissions nettes sont devenues négatives, au moment où les primes ont fortement augmenté, après leur baisse du quatrième trimestre 2007 (graphique 4, cadre de droite). Le recul des

Les émissions brutes de titres de la catégorie investissement augmentent nettement

Les titres adossés à des hypothèques continuent de se ralentir

émissions nettes a été particulièrement marqué en Europe émergente, en Amérique latine et dans la région Afrique et Moyen-Orient.

Émissions nettes records pour les titres du marché monétaire

Contrastant avec cette atonie persistante des obligations à moyen et long terme, les instruments du marché monétaire ont enregistré une hausse sans précédent au premier trimestre 2008. Les émissions nettes de papier commercial, en particulier, se sont beaucoup accrues, passant de $-\$88$ milliards à $\$76$ milliards. La plus forte progression a porté sur le compartiment de l'euro, de $-\$65$ milliards à $\$68$ milliards, grâce essentiellement à des établissements financiers européens. Cette évolution correspond globalement au fait que les investisseurs ont retrouvé une certaine tolérance pour le risque, notamment vis-à-vis du papier commercial en euros émis par des établissements financiers relativement bien notés.

Marchés dérivés

Marchés organisés

Rebond des contrats à terme et options...

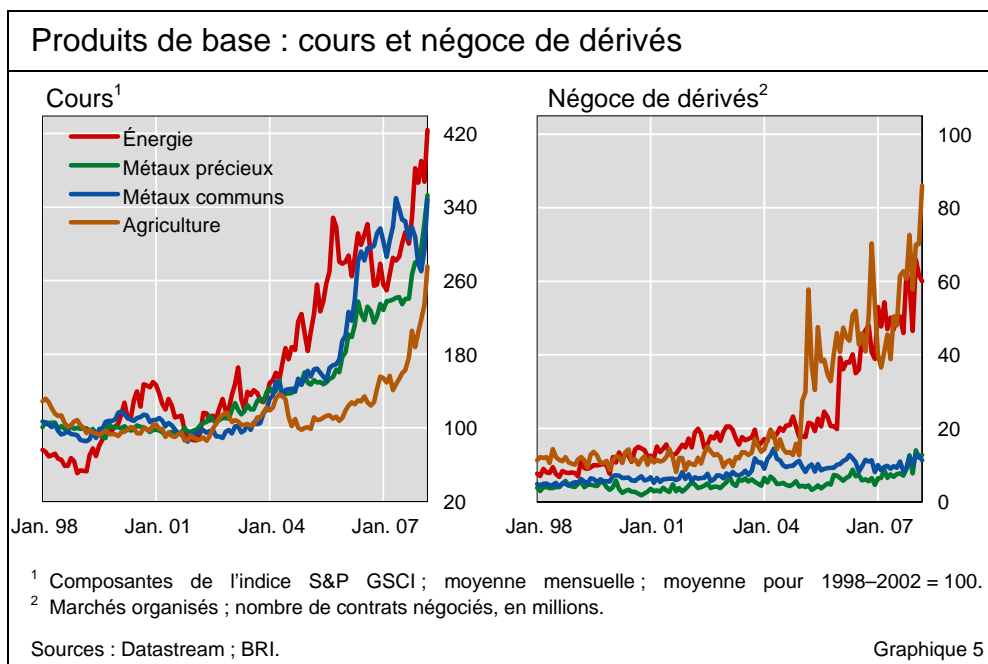
Les marchés dérivés organisés ont rebondi au **premier trimestre 2008**. Le volume des échanges (en valeur notionnelle) s'est élevé à $\$692\,000$ milliards, contre $\$539\,000$ milliards au trimestre précédent, soit un taux de croissance de 30 % d'une année sur l'autre. L'augmentation a essentiellement concerné le compartiment des taux courts, même si les contrats sur taux longs et sur devise ont également progressé. En revanche, le volume de dérivés sur indice boursier a légèrement diminué, peut-être sous l'effet de la faiblesse globale des marchés d'actions. Enfin, le compartiment des produits de base – non inclus dans le total précédent étant donné que les seules statistiques disponibles sont en nombre de contrats – s'est nettement développé, enregistrant un taux d'expansion de 52 % sur un an.

...surtout dans le compartiment des taux courts

Le volume de dérivés sur taux courts est passé de $\$406\,000$ milliards au quatrième trimestre 2007 à $\$548\,000$ milliards, ce qui représente un taux d'expansion annuel de 32 %, essentiellement attribuable aux monnaies qui avaient enregistré un net repli au quatrième trimestre 2007. Ainsi, les segments du dollar et de l'euro ont vivement augmenté, tandis que celui de la livre sterling n'a que légèrement progressé. Le négoce de contrats à terme et options sur eurodollar 3 mois, en particulier, s'est fortement redressé, ce qui laisse penser que les conditions de liquidité sur les marchés monétaires au delà du jour le jour se sont peut-être un peu améliorées, après une fin d'année 2007 difficile. En revanche, le volume de dérivés sur taux des fonds fédéraux a diminué, malgré les réductions des taux directeurs aux États-Unis.

Dans le compartiment des devises, le négoce s'est redressé aussi, passant de $\$6\,000$ milliards à $\$6\,700$ milliards, soit une croissance de 32 % en un an. Cette hausse est due en grande partie aux contrats sur euros, yens et francs suisses, et compense la baisse enregistrée sur certaines monnaies telles que le dollar canadien et la livre sterling.

Par ailleurs, le volume des contrats sur indice boursier a légèrement diminué, de $\$75\,000$ milliards à $\$73\,000$ milliards, même si leur progression annuelle (+22 %) reste très élevée. Ce sont les contrats en wons coréens qui ont le plus chuté, suivis de ceux en roupies indiennes et en livres sterling. En



revanche, la plus forte hausse a concerné les contrats en euros, puis ceux en dollars des États-Unis et en dollars canadiens.

Les contrats à terme et options sur produits de base sont demeurés dynamiques. Le nombre de contrats négociés (les montants notionnels ne sont pas disponibles) a bondi, de 420 millions à 489 millions, soit un accroissement de 52 % en un an, essentiellement du fait des denrées agricoles et des produits énergétiques. Ces dernières années, le négoce de dérivés sur denrées agricoles et produits énergétiques a eu tendance à accompagner le cours de ces sous-jacents plus étroitement que les autres dérivés sur produits de base (graphique 5).

Les dérivés sur produits de base restent dynamiques

Marchés de gré à gré

Malgré la poursuite des turbulences financières, les marchés dérivés de gré à gré ont progressé de façon assez régulière au **second semestre 2007**. L'encours notionnel de l'ensemble des contrats a augmenté de 15 %, à \$596 000 milliards fin décembre, après 24 % au premier semestre⁸. La hausse a été particulièrement marquée dans le compartiment des dérivés de crédit, sans doute en raison d'une demande accrue de couverture. Les autres compartiments (devises, taux et produits de base) ont été également vigoureux, enregistrant chacun une progression à deux chiffres. Seules les actions se sont repliées.

Progression régulière des dérivés de gré à gré

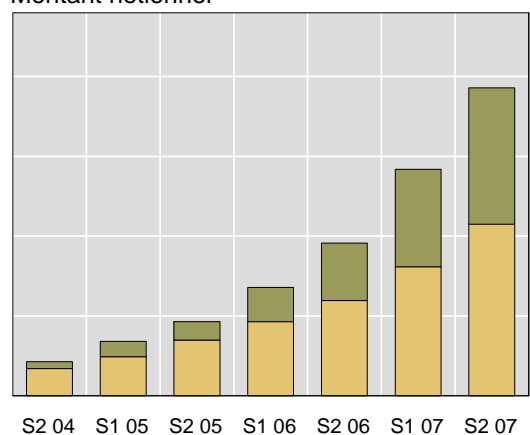
La valeur de marché brute, qui mesure le coût de remplacement des contrats en cours, a augmenté de 30 %, pour s'établir à \$15 000 milliards fin décembre 2007. Celle des CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut), notamment, a presque triplé, à \$2 000 milliards. L'exposition brute au risque de crédit, après compensation, s'est également étoffée, à \$3 000 milliards (+22 %).

⁸ Les taux de progression pour les dérivés de gré à gré indiquent une variation semestrielle.

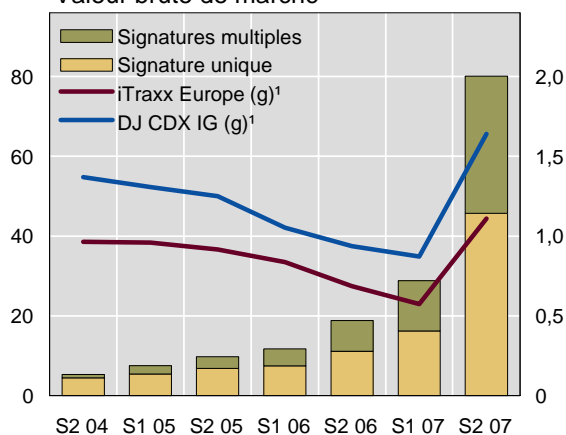
CDS

En milliers de milliards de dollars

Montant notionnel



Valeur brute de marché



¹ Indices CDS 5 ans (dernière définition) de qualité investissement ; moyenne de la moitié des valeurs (du 25^e au 75^e centiles) ; prime journalière moyenne, en pb.

Sources : JPMorgan Chase ; BRI.

Graphique 6

Forte croissance des CDS dans le contexte des turbulences

L'encours notionnel des CDS a continué de s'accroître, à \$58 000 milliards, même si son expansion s'est ralentie, revenant de 49 % au premier semestre à 36 % au second (graphique 6, cadre de gauche). La valeur brute de marché a augmenté de 178 %, à \$2 000 milliards, soit un rythme beaucoup plus rapide que les 53 % des six premiers mois de 2007 (graphique 6, cadre de droite). Cette augmentation exceptionnelle reflète sans doute une hausse des valorisations aussi bien pour les CDS existants que pour les nouveaux, dans le contexte des turbulences financières.

L'encours notionnel des dérivés sur devise a progressé à un rythme soutenu de 16 %, soit un peu moins que les 21 % du premier semestre. Les contrats ayant un volet libellé en dollars, en euros, en yens ou en francs suisses ont enregistré une expansion particulièrement vive, comprise entre 16 % et 21 %. Les contrats d'échéance supérieure à 5 ans ont beaucoup augmenté (+104 %). La valeur brute de marché de l'ensemble des contrats sur devise s'est nettement plus accrue qu'au premier semestre (34 %, contre 6 %). Les compartiments de l'euro, de la livre sterling et du dollar ont affiché une hausse rapide, de respectivement 73 %, 50 % et 32 %, tandis que celui du yen a diminué de 5 %.

En ce qui concerne les autres catégories de risques, l'encours notionnel des dérivés sur taux n'a que modérément augmenté (+13 %), alors que celui des dérivés sur actions a rapidement baissé, son rythme d'accroissement revenant de 15 % au premier semestre 2007 à -1 % au second (le plus faible depuis le second semestre 2004).

Marchés des titres de dette en monnaie locale dans les économies émergentes : état des lieux

Michael Pomerleano et Karsten von Kleist

Le Comité sur le système financier mondial (CSFM) a publié en juin 2007 un rapport sur les marchés des titres de dette en monnaie locale (ci-après CSFM (2007))[®] et chargé la BRI d'en mettre à jour une fois par an les statistiques clés – échéance résiduelle et initiale ainsi que structure des instruments de dette domestiques – dans un large échantillon d'économies émergentes (ÉcÉm). Le présent encadré fournit un résumé des données déclarées pour 2005–2007, à une époque d'expansion globale de ces marchés ; des séries sur plus longue période et les chiffres détaillés par économie sont disponibles sur le site Internet BRI (www.bis.org/statistics/secstats.htm).

Dans l'ensemble, les marchés des titres de dette en monnaie locale se sont rapidement développés dans les ÉcÉm pendant la période 2005–2007. L'encours total[®] (qui sert à mesurer par approximation l'encours de dette en monnaie locale) a enregistré un rythme de progression annuel de 23 % en dollars courants (tableau A, dernière colonne). Hors effets de change, la croissance a été un peu plus faible, en raison de l'appréciation des monnaies locales vis-à-vis du dollar, et se situe à 18 %.

Titres de dette domestiques¹, par région émergente

	Variation d'encours ^{2,3}			Encours ² 2007	Croissance annuelle ⁴	
	2005	2006	2007		Hors effets de change	En dollars courants
Amérique latine	229,7	279,7	91,2	1 647,0	17 %	29 %
Asie	406,8	432,5	653,1	3 908,9	19 %	23 %
Europe centrale	21,1	21,1	20,9	337,1	9 %	16 %
Autres	28,9	21,5	15,0	381,4	7 %	8 %
Total	686,5	754,8	780,2	6 274,4	18 %	23 %

Le présent tableau complète et met à jour le tableau C3 de CSFM (2007).

¹ Instruments à court, moyen et long terme émis par les résidents à l'intention des investisseurs résidents. ² En milliards de dollars. ³ Calculée par pays en monnaie locale chaque trimestre et convertie en dollars au cours trimestriel moyen. ⁴ Moyenne arithmétique des taux de croissance de 2005 à 2007.

Sources : autorités nationales ; BRI.

Tableau A

L'Asie reste la région où ces marchés sont les plus importants et connaissent la croissance la plus rapide (19 % hors effets de change). La Chine et l'Inde ont enregistré des taux de croissance élevés (respectivement 34 % et 27 %) en 2007. Dans l'ensemble, la dette de l'Asie a été particulièrement stimulée par une augmentation des titres émis par les banques centrales accumulant des réserves de change : en Chine, l'encours de titres à court terme émis à des fins de stérilisation s'est accru de \$172 milliards en 2006–2007, après une hausse de \$273 milliards en 2000–2005[®]. Les banques centrales de Thaïlande et d'Indonésie ont émis respectivement environ \$13 milliards et \$7 milliards nets en 2007, tandis que l'institut d'émission de Corée a remboursé un montant net de \$9 milliards.

En Amérique latine, l'encours de la dette domestique s'est accru de 29 % en dollars courants en 2005–2007, mais de 17 % seulement en dollars constants. En Europe centrale également, l'appréciation du change explique une grande part de l'augmentation nominale de l'encours : en termes de monnaie locale, sa croissance n'atteint que 9 % environ.

Certains signes semblent indiquer que la structure des marchés obligataires domestiques (échéances supérieures à 1 an) des ÉcÉm se rapproche de plus en plus de celle des marchés des économies avancées. La part des obligations classiques à taux fixe a augmenté depuis 2000, surtout pour l'Amérique latine. Pour les ÉcÉm d'Asie, les obligations à taux variable ont pratiquement disparu, alors qu'elles représentaient encore 8 % du total en 2000. En conséquence, de nombreuses économies apparaissent moins exposées aux fluctuations des taux courts.

De plus, les obligations avec indexation de change ont été supprimées dans plusieurs pays d'Amérique latine, notamment au Brésil, dans le cadre de politiques macroéconomiques visant à réduire la vulnérabilité à des chocs extérieurs. En conséquence, l'asymétrie de devises, facteur aggravant de nombreuses crises passées, a fortement diminué. Malgré cela, certains pays de l'échantillon conservent une importante proportion de dette avec indexation de change, par exemple le Pérou (même si cette proportion est revenue d'un maximum de 42 % en 2000 à 14 % en 2007) ou l'ont augmentée, comme l'Argentine (où cette forme de dette a légèrement progressé ces derniers temps, pour atteindre 23 %) et le Venezuela (notamment). En revanche, la part des obligations indexées sur l'inflation s'est accrue en Amérique latine, passant de 13 % en 2000 à 25 % en 2007.

Titres d'État¹ : échéances

Échéance initiale² et échéance résiduelle, en années

	2005		2006		2007	
	Initiale	Résiduelle	Initiale	Résiduelle	Initiale	Résiduelle
Amérique latine ³	7,5	3,9	13,7	4,0	13,6	4,3
dont :						
Brésil	...	2,3	...	2,6	...	3,0
Mexique	...	3,4	...	4,4	...	5,9
Asie, grandes ÉcÉm ³	10,1	7,0	11,2	6,9	10,9	7,1
dont :						
Corée	6,1	4,1	6,6	4,2	7,0	4,4
Inde	14,0	10,0	16,9	10,0	14,7	10,0
Asie, autres ÉcÉm ³	8,0	5,5	9,1	5,6	10,1	7,0
dont :						
Indonésie	7,6	7,6	11,5	7,1	13,3	12,7
Malaysia	8,6	5,0	8,4	5,2	10,0	5,4
Europe centrale ³	6,6	4,0	7,4	4,4	8,1	4,6
dont :						
Hongrie	...	4,1	...	4,3	...	4,7
Pologne	6,2	3,6	6,9	3,9	8,0	4,3
Autres ³	7,9	4,4	8,3	4,4	8,2	4,0
dont :						
Afrique du Sud	16,0	8,1	16,8	8,3	17,3	8,3
Turquie	4,3	2,1	4,7	2,4	4,9	2,0
Total	8,8	5,0	10,1	5,1	10,1	5,3

Le présent tableau complète et met à jour le tableau D4 de CSFM (2007).

¹ Instruments à court, moyen et long terme. ² Estimation indicative obtenue par une méthodologie qui n'est pas exactement comparable d'un pays à l'autre. ³ Total par région : moyenne, pondérée par les encours, des chiffres des pays recensés dans le tableau D4.

Sources : CSFM (2007) ; BRI.

Tableau B

L'extension progressive de l'échéance de la dette intérieure du gouvernement central s'est poursuivie par un allongement généralisé de l'échéance résiduelle des obligations à taux fixe (tableau B). Ce phénomène s'observe notamment en Indonésie, ainsi qu'au Brésil et au Mexique (où elle a été portée à respectivement 3 ans et 6 ans). En Turquie, en revanche, elle a été réduite à 2 ans seulement.

^① CSFM, *Financial stability and local currency bond markets*, CGFS Papers, n° 28, juin 2007 (www.bis.org/publ/cgfs28.htm).

^② Les données collectées sur la base du rapport du CSFM comprennent les émissions en monnaie locale des non-résidents.

^③ CSFM (2007), tableau D5.