

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 2008 pour le marché bancaire international ; premier semestre 2008 pour les dérivés de gré à gré ; et troisième trimestre 2008 pour les titres de dette internationaux et les marchés organisés de produits dérivés.

Marché bancaire

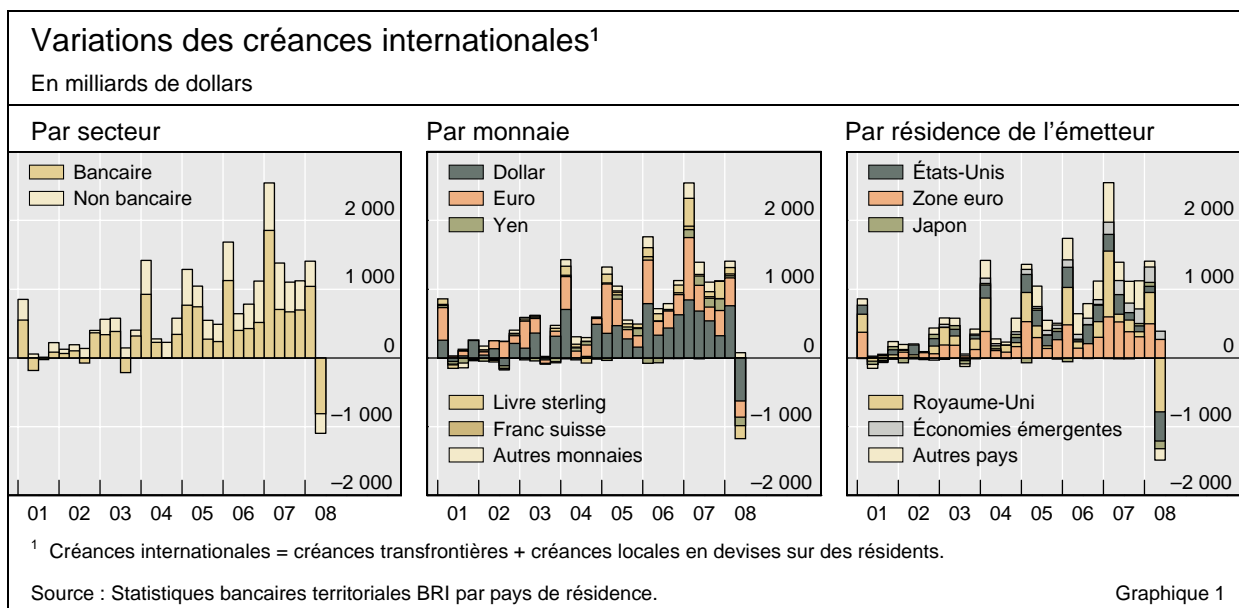
Au **deuxième trimestre 2008**, l'activité bancaire internationale a beaucoup ralenti. Les créances internationales des banques déclarantes BRI² ont enregistré une contraction sans précédent de \$1 100 milliards (graphique 1, cadre du milieu), qui a touché la plupart des grandes monnaies. Si le fort recul des créances interbancaires (-\$812 milliards) explique la majeure partie de cette baisse (graphique 1, cadre de gauche), les créances sur le secteur non bancaire ont, elles aussi, diminué, et ce, pour la première fois depuis 1998, surtout envers les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Dans le même temps, les résidents des économies émergentes, comme de nombreuses banques centrales, ont réduit leurs dépôts auprès des banques déclarantes BRI (graphique 1, cadre de droite).

Contraction de l'activité interbancaire

Les banques déclarantes ont continué de déprécier leurs actifs et de dénouer leurs positions internationales, les établissements au Royaume-Uni enregistrant la plus forte baisse d'encours de créances (81 % de la diminution

¹ Pour toutes questions concernant les statistiques BRI, s'adresser à Patrick McGuire et Blaise Gadanecz (statistiques bancaires), Jacob Gyntelberg (dérivés de gré à gré) ou à Naohiko Baba (titres de dette internationaux et dérivés négociés sur les marchés organisés). Les auteurs remercient Carlos Mallo, Denis Pêtre et Swapan-Kumar Pradhan pour l'aide apportée aux travaux de recherche.

² Dans les statistiques bancaires territoriales par pays de résidence, les créances/engagements internationaux comprennent les créances/engagements transfrontières et les créances/engagements locaux en devises envers les résidents du pays déclarant.



totale). Le graphique 2 présente la variation cumulée **nette** (actifs moins passifs) des positions internationales des établissements au Royaume-Uni vis-à-vis du secteur bancaire (lignes pleines) et non bancaire (pointillés), ventilée par monnaie (cadre de gauche) et par pays de résidence de la contrepartie (cadre de droite). Depuis 2000, les établissements au Royaume-Uni ont accumulé d'importantes créances nettes sur les emprunteurs non bancaires, qu'ils ont financées par des passifs nets tout aussi importants auprès du secteur bancaire (y compris des emprunts auprès des banques centrales). Ces positions nettes décroissent depuis le début de la crise, mi-2007, la tendance ayant été particulièrement marquée au deuxième trimestre 2008. Leurs emprunts nets auprès des autres banques (y compris emprunts intragroupes) se sont repliés de \$352 milliards (cadre de gauche, ligne pleine rouge), par suite d'une baisse de \$545 milliards des créances brutes et d'une contraction encore plus vive des passifs bruts (-\$897 milliards). Simultanément, les créances nettes sur les agents non bancaires ont diminué de \$307 milliards (cadre de gauche, pointillés rouges), sous l'effet d'une réduction de \$339 milliards des créances brutes, surtout vis-à-vis du secteur non bancaire des États-Unis (cadre de droite, pointillés verts).

Baisse des crédits accordés aux banques au Royaume-Uni...

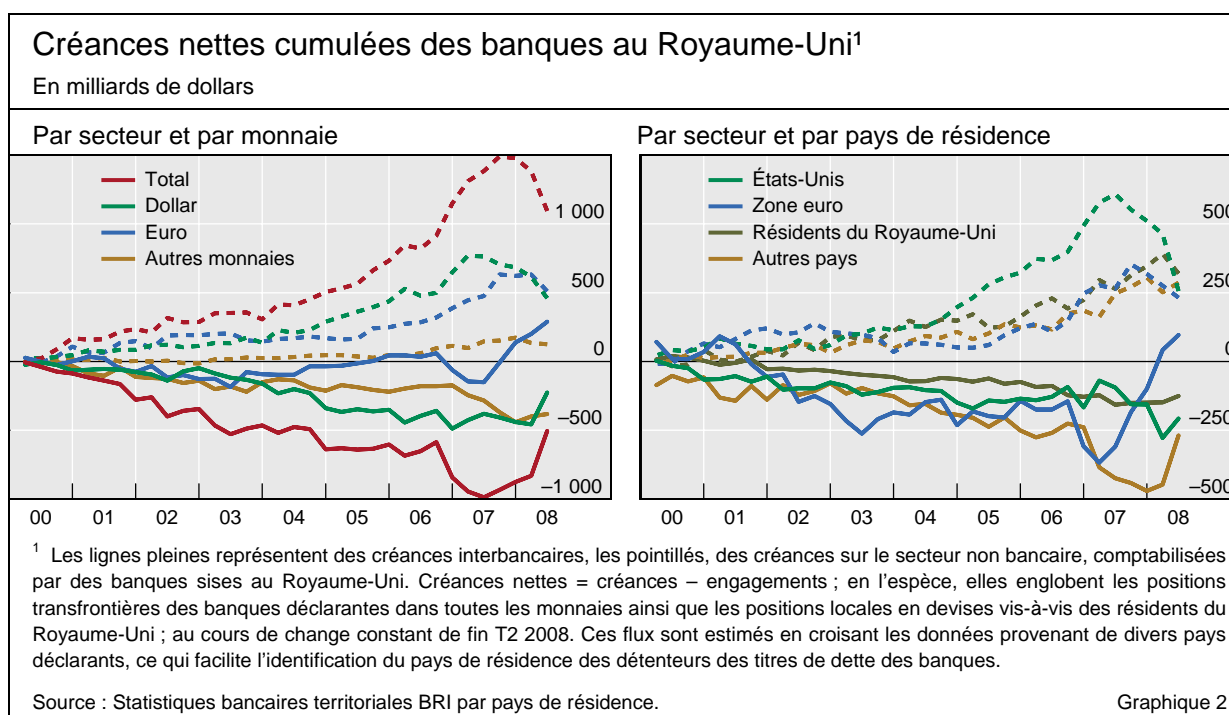
La contraction des emprunts interbancaires a été particulièrement prononcée dans le compartiment du dollar, mais d'autres devises sont également en perte de vitesse. Sur l'ensemble des pays déclarants, les passifs interbancaires en dollars ont chuté de \$693 milliards. S'agissant des banques au Royaume-Uni, la baisse a atteint \$423 milliards ; pour moitié environ, elle concerne les créances des banques des États-Unis ; pour le reste, elle est due, en grande partie, à la réduction des passifs envers des établissements dans les centres financiers extraterritoriaux, en Asie-Pacifique, en Afrique et Moyen-Orient, ainsi qu'envers d'autres établissements au Royaume-Uni. Les banques en Suisse et dans de nombreux centres extraterritoriaux ont également déclaré une importante diminution de leurs passifs interbancaires en dollars. Inversement, les établissements dans la zone euro ont enregistré

...surtout en dollars

une hausse de \$76 milliards, essentiellement vis-à-vis de leurs homologues aux États-Unis.

Les statistiques bancaires consolidées BRI³ (créances interbancaires étrangères des banques déclarantes, hors positions intragroupes) permettent de voir quels systèmes bancaires ont enregistré d'amples mouvements au deuxième trimestre 2008 (graphique 3). Tous systèmes bancaires confondus, les créances interbancaires consolidées (brutes) ont chuté de \$298 milliards, soit leur première véritable baisse depuis 2005. Cela tient essentiellement à une réduction des positions interbancaires des établissements britanniques (-\$171 milliards) et français (-\$102 milliards), surtout vis-à-vis de leurs homologues des États-Unis, des Pays-Bas, d'Allemagne et du Royaume-Uni. Les établissements américains, en revanche, n'ont enregistré qu'un repli de \$9 milliards.

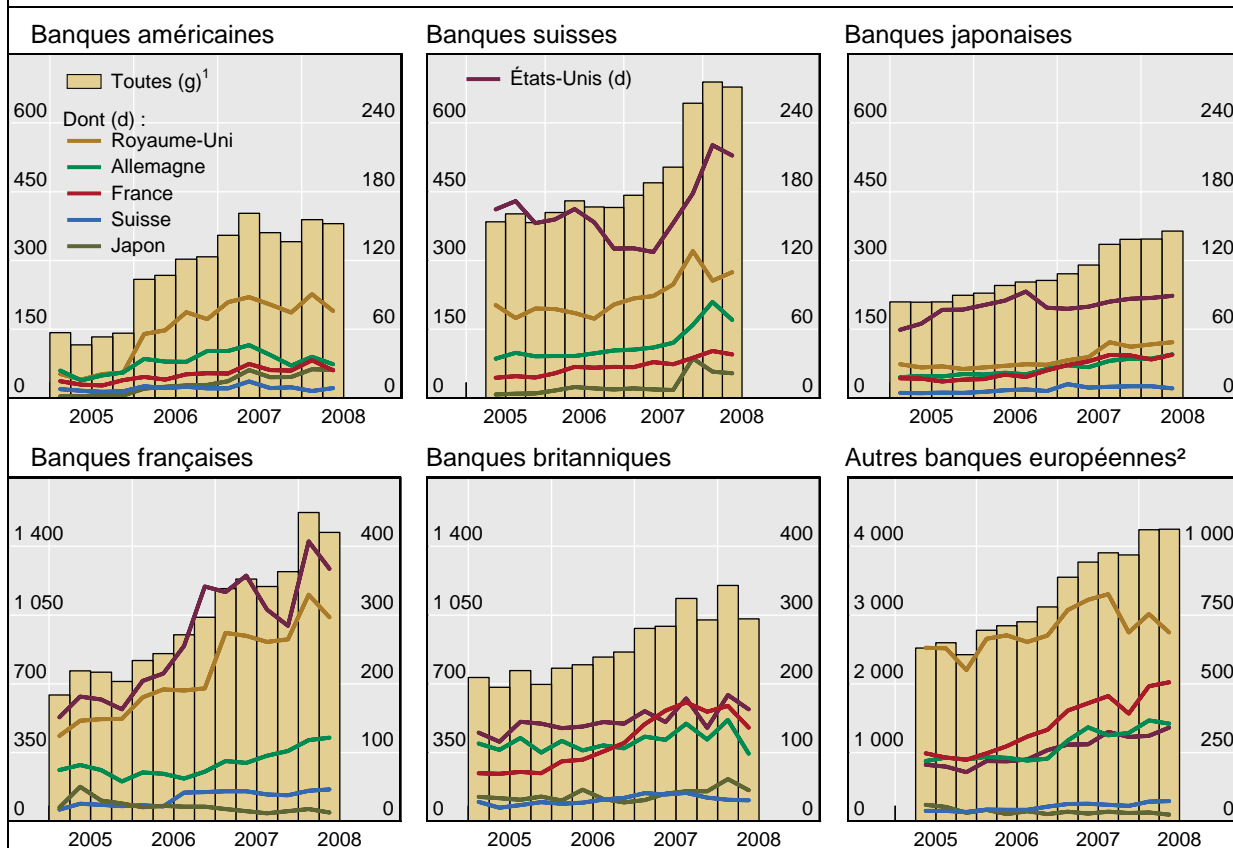
Au cours des derniers trimestres, ces créances interbancaires ont diminué par rapport aux fonds propres des banques (graphique 4, cadre de droite). Si cette baisse, particulièrement prononcée dans le cas des établissements néerlandais, témoigne surtout de la contraction des créances interbancaires déjà évoquée plus haut, elle a aussi pour origine l'augmentation du niveau des fonds propres de base déclaré par la plupart des systèmes bancaires.



³ Les statistiques bancaires consolidées BRI (sur la base du risque ultime, RU) rendent compte des créances étrangères des différents systèmes bancaires (hors créances intragroupes). Le concept de déclaration sur base RU, combiné à la ventilation sectorielle, fournit une estimation des positions interbancaires bilatérales des systèmes bancaires nationaux. Ainsi, les créances interbancaires déclarées sur base RU par les États-Unis vis-à-vis du Royaume-Uni constituent une estimation des créances étrangères des établissements américains sur leurs homologues britanniques (alors que les statistiques consolidées BRI sur la base de l'emprunteur direct indiquent les créances des banques américaines sur les banques au Royaume-Uni).

Expositions interbancaires de certains systèmes bancaires

Par nationalité, en milliards de dollars



¹ Les barres représentent le total des expositions interbancaires des banques déclarantes des nationalités mentionnées dans les titres de cadre. Les lignes correspondent aux créances étrangères de ces établissements envers les banques des pays cités en légende, la nationalité correspondant ici à la résidence du débiteur ultime. Les données ne sont pas corrigées des variations de change. Les banques espagnoles et suisses ont commencé à communiquer des statistiques au deuxième trimestre 2005. ² Banques allemandes, autrichiennes, belges, danoises, espagnoles, finlandaises, grecques, italiennes, irlandaises, néerlandaises, norvégiennes, portugaises et suédoises.

Source : Statistiques bancaires consolidées BRI sur la base du risque ultime.

Graphique 3

Première baisse des créances sur le secteur non bancaire en dix ans

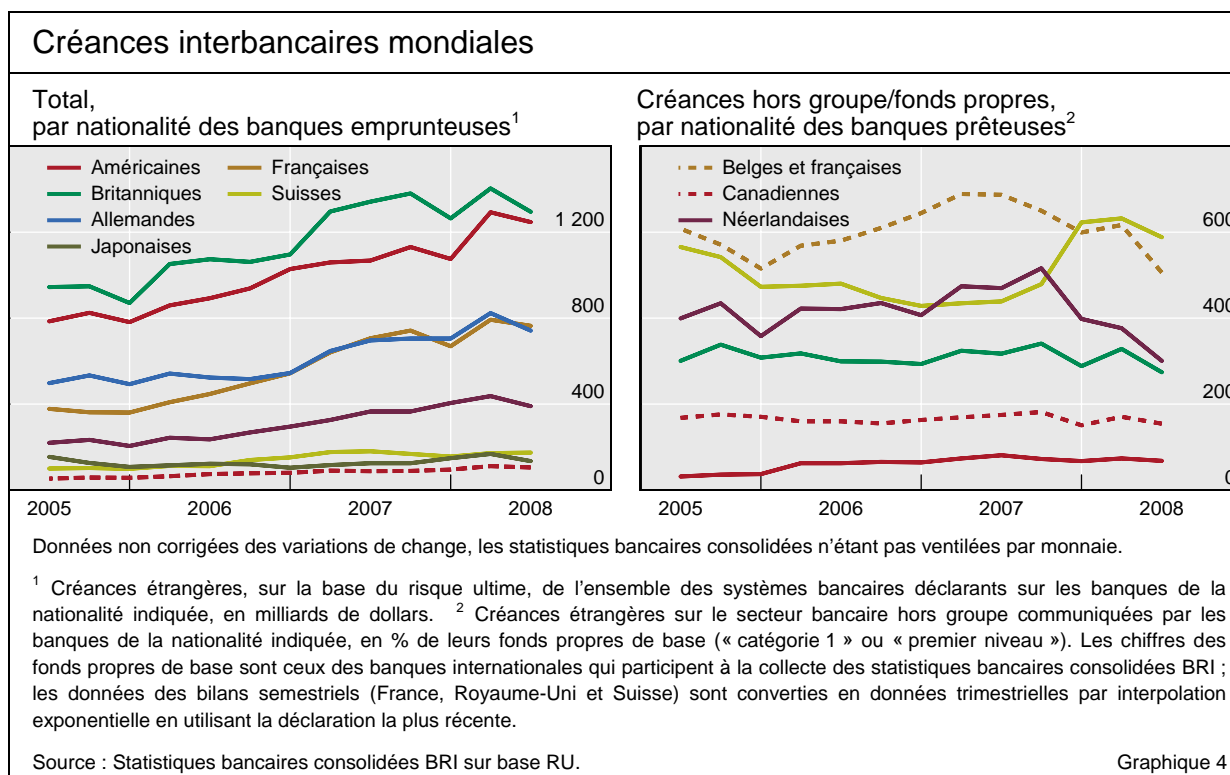
Les créances internationales des banques déclarantes BRI sur les agents non bancaires ont diminué au deuxième trimestre 2008 pour la première fois depuis 1998⁴. Totalisant \$286 milliards, cette diminution s'explique à hauteur de près de 80 % par une baisse des prêts, mais le fléchissement des créances sous forme de titres de dette (dû à des dépréciations et à des ventes fermes de titres) y a également contribué (-\$23 milliards)⁵. Ce sont les créances sur le secteur non bancaire des États-Unis qui ont le plus reculé (-\$191 milliards), suivies de celles sur le Royaume-Uni (-\$144 milliards), les îles Caïmans

⁴ Les plus fortes baisses ont été déclarées par les banques sises au Royaume-Uni (-\$339 milliards), aux États-Unis (-\$78 milliards), au Japon et aux îles Caïmans (-\$36 milliards dans chaque cas). À l'inverse, les établissements dans la zone euro ont enregistré une augmentation de \$125 milliards de leurs créances transfrontières sur le secteur non bancaire, essentiellement sous l'effet de l'activité au sein de la zone euro.

⁵ La baisse de l'encours des créances résulte sans doute de la conjugaison de plusieurs facteurs : dépréciations d'actifs, octrois de crédits ou tirages sur des lignes existantes, transfert au bilan de véhicules d'investissement structurés affiliés et réduction de l'activité de prêt.

(−\$62 milliards) et le Japon (−\$55 milliards). Une grande partie de ces créances étaient libellées en dollars (\$229 milliards), mais les crédits en euros et en yens ont, eux aussi, reculé⁶.

Les statistiques bancaires consolidées BRI, qui suivent les créances des systèmes bancaires nationaux et présentent une ventilation sectorielle des contreparties, plus fine, permettent de mieux comprendre ces tendances. Les créances étrangères des banques déclarantes sur le secteur non bancaire des États-Unis se sont repliées de \$259 milliards au deuxième trimestre 2008 : ce sont les systèmes bancaires suisse et britannique qui ont connu les plus fortes contractions (−\$72 milliards et −\$66 milliards respectivement). Sur l'ensemble des banques déclarantes, les créances étrangères sur le secteur **public** non bancaire américain sont demeurées stables en termes absolus, à \$666 milliards, tandis que celles sur le secteur **privé non bancaire** diminuaient de \$253 milliards, pour revenir à \$4 300 milliards. Ainsi, les créances étrangères vis-à-vis du secteur privé non bancaire des États-Unis sont repassées à 69 % du total des créances étrangères sur ce pays, alors qu'elles avaient atteint leur maximum (72 %) fin 2007.



⁶ Les données fournies par Dealogic sur les signatures de prêts consortiaux internationaux suggèrent, en outre, un ralentissement des prêts accordés au secteur non bancaire des grandes économies. Les nouvelles signatures sont revenues à \$462 milliards au deuxième trimestre 2008, et à \$401 milliards, au troisième, alors qu'elles avaient atteint leur maximum (\$768 milliards) au deuxième trimestre 2007. Ce ralentissement a été particulièrement notable pour les résidents des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro. Le secteur financier non bancaire ainsi que les entreprises très sensibles à la conjoncture ont été particulièrement touchés. Le ratio facilités non conclus (annoncés mais pas signés)/facilités conclus est ainsi passé, au niveau mondial, à 7 % au deuxième trimestre (et légèrement plus pour les facilités liées à des fusions-acquisitions et à des reprises avec effet de levier), alors qu'il était en moyenne de 5 % entre 2004 et 2007.

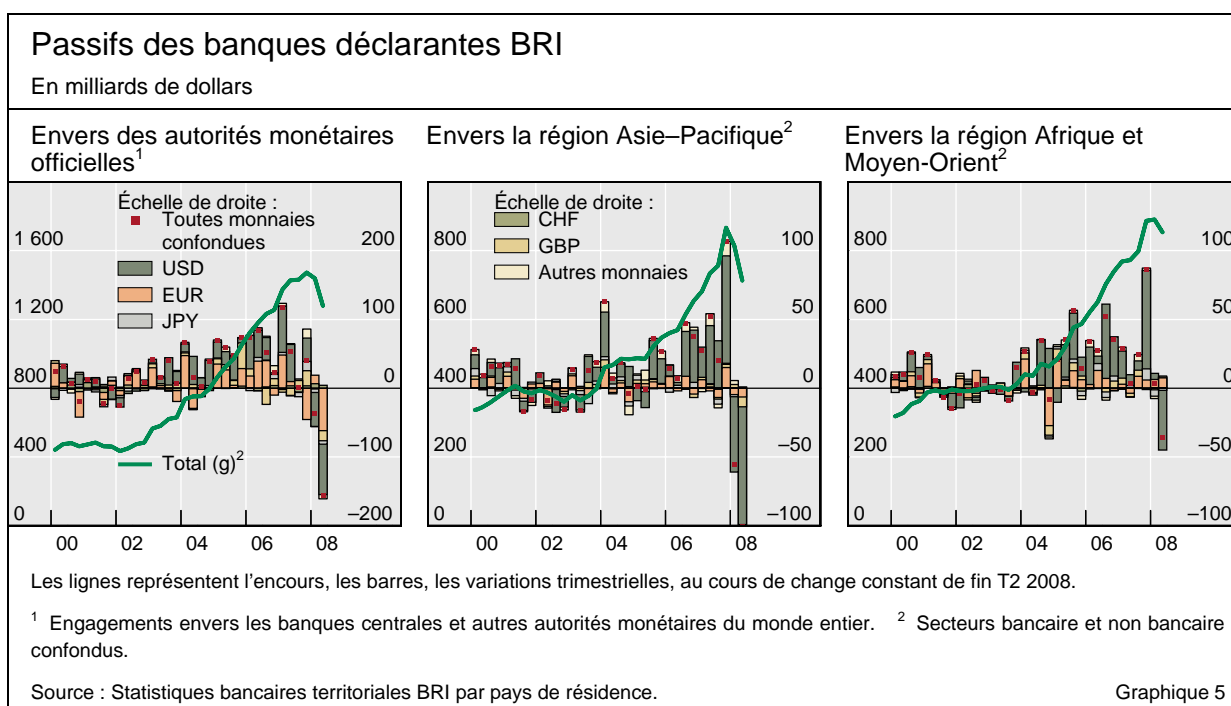
Les passifs bancaires sous pression

Le total des passifs des banques déclarantes BRI envers les autorités monétaires officielles a continué de régresser au deuxième trimestre (graphique 5, cadre de gauche), enregistrant une baisse record de \$157 milliards, plus marquée pour les systèmes bancaires britannique, français et suisse. Les passifs en dollars ont reculé de \$73 milliards et ceux en euros de \$62 milliards. Les statistiques BRI ne permettent pas de savoir exactement quelles autorités monétaires officielles sont à l'origine de ces mouvements⁷, mais on peut s'en faire une idée grâce aux données relatives aux avoirs de réserve communiquées au FMI par 63 autorités monétaires. Comme au premier trimestre 2008, les banques centrales des économies émergentes – notamment celle de Russie (–\$42 milliards) – et de certains pays d'Asie (–\$96 milliards) ont déclaré des diminutions relativement importantes de leurs dépôts auprès des banques commerciales au deuxième trimestre⁸.

Baisse des passifs vis-à-vis des autorités monétaires officielles...

Les passifs des banques déclarantes BRI envers certaines régions émergentes ont également beaucoup baissé (graphique 5, cadres du milieu et

...et des marchés émergents



⁷ Les positions des banques vis-à-vis des autorités monétaires officielles, indiquées pour mémoire dans les statistiques BRI, ne sont pas ventilées par pays de résidence de ces autorités. Les engagements communiqués par les banques déclarantes comprennent les dépôts des banques centrales aux fins de la gestion des réserves, les opérations de pension de même que tous les prêts accordés pour accroître la liquidité. La définition d'une autorité monétaire varie d'un pays déclarant à l'autre. Ainsi, dans les données communiquées par les États-Unis, les positions envers l'administration centrale ou les organisations internationales sont déclarées avec ce secteur.

⁸ Les plus fortes baisses ont été constatées pour Hong-Kong RAS (–\$18 milliards), le Japon (–\$17 milliards), la Corée (–\$16 milliards), la Malaisie (–\$15 milliards) et les Philippines (–\$10 milliards). Elles peuvent notamment témoigner d'une réorientation des choix de portefeuille des banques centrales, visant à privilégier les prêts garantis (pensions), lesquels ne sont pas pris en compte dans les données au format SDDS utilisées ici. Il convient de noter, en outre, que les pays accumulant d'importantes réserves, comme la Chine et certains producteurs de pétrole du Moyen-Orient, ne déclarent pas de données SDDS.

de droite)⁹. Les engagements vis-à-vis de l'Asie, tous secteurs confondus, ont diminué de \$100 milliards. Les contractions les plus marquées ont été enregistrées envers la Chine (-\$56 milliards), Hong-Kong RAS (-\$22 milliards), Singapour (-\$21 milliards), le Taipei chinois (-\$18 milliards) et la Corée (-\$14 milliards). Elles étaient majoritairement libellées en dollars, de sorte que la part de la monnaie américaine dans le total des engagements envers la région est revenue de 70 % à 68 %. Les passifs des banques envers la région Afrique et Moyen-Orient ont accusé un recul sans précédent de \$36 milliards, ramenant la part des engagements en dollars sur la région de 65 % à 63 %.

Marchés dérivés

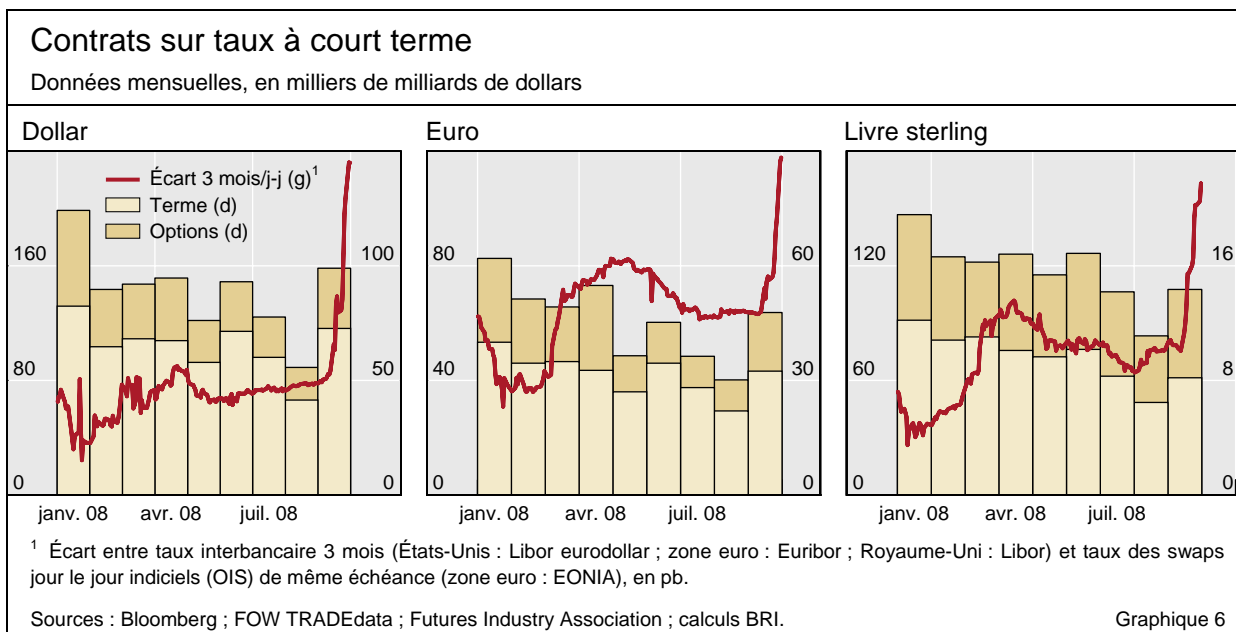
Marchés organisés

Baisse du volume des contrats à terme et options...

L'activité sur les marchés dérivés organisés a diminué au **troisième trimestre 2008**, le volume des échanges (en valeur notionnelle) s'établissant à \$542 000 milliards, contre \$600 000 milliards au trimestre précédent. Pour l'essentiel, cette contraction a concerné le compartiment des taux courts, celui des taux longs n'ayant connu qu'un léger repli. À l'inverse, les contrats sur indice boursier et sur devise ont progressé. Le négoce sur produits de base (mesurable seulement en nombre de contrats) a reculé pour le deuxième trimestre consécutif.

...surtout dans le compartiment des taux courts

Le volume de dérivés sur taux courts est revenu de \$473 000 milliards au deuxième trimestre à \$407 000 milliards. Les baisses les plus importantes ont été enregistrées, par ordre décroissant, dans les compartiments du dollar, de l'euro et de la livre sterling (graphique 6). Ainsi, le négoce de contrats à terme et options sur eurodollar 3 mois et sur taux des fonds fédéraux a diminué,



⁹ Ceci peut s'expliquer en partie par les variations des passifs envers les autorités monétaires officielles (*supra*).

même si les données mensuelles indiquent un rebond de ces contrats en septembre, au moment où les tensions sur les marchés financiers s'accroissaient.

Le négoce de dérivés sur indice boursier s'est redressé, passant de \$67 000 milliards à \$76 000 milliards. Ce sont les contrats en dollars qui ont le plus progressé, suivis par ceux en wons coréens. De leur côté, les instruments en roupies indiennes et en yens se sont légèrement repliés.

Dans le compartiment des devises, l'activité a faiblement augmenté, le volume de contrats passant de \$7 500 milliards à \$7 900 milliards. Cette augmentation, qui s'explique principalement par les contrats sur l'euro, a contrebalancé un recul dans d'autres compartiments, tels que ceux du dollar et du franc suisse.

Le volume des dérivés sur produits de base a diminué, le nombre de contrats négociés dans le monde (les montants notionnels ne sont pas disponibles) revenant de 425 millions à 410 millions. Ce recul, qui est, en grande partie, attribuable aux dérivés sur denrées agricoles, a été surtout observé sur les marchés des États-Unis. Le volume des dérivés liés au pétrole est retombé de 98 millions à 92 millions de contrats dans le contexte d'une forte baisse des cours, alors que le négoce sur l'ensemble des produits énergétiques est resté dynamique, à 140 millions.

Ralentissement du négoce sur produits de base

Gré à gré

En novembre, la BRI a publié ses statistiques les plus récentes sur les dérivés de gré à gré, lesquelles rendent compte des positions à fin juin 2008¹⁰. L'encours notionnel de l'ensemble de ces instruments a poursuivi son expansion au **premier semestre 2008**. Il s'inscrivait à \$683 700 milliards, en hausse de 15 %. Le volume de contrats CDS (*credit default swap*, dérivé sur défaut) a diminué pour la première fois, tandis que les instruments sur taux, devise, indice boursier et produits de base ont, quant à eux, notablement progressé.

Baisse des CDS dans le contexte des turbulences

Pour la première fois depuis le début de la publication de ces statistiques, en décembre 2004, l'encours notionnel des CDS a fléchi (-1 % par rapport à la fin 2007) après avoir connu un taux de croissance moyen de 45 % au cours de ces six derniers semestres. Cette baisse s'explique, en grande partie, par une vive augmentation – liée aux perturbations financières – du nombre d'annulations de CDS par compensation multilatérale (encadré). Malgré cette baisse en termes notionnels, la valeur brute de marché (qui mesure le coût de remplacement de tous les contrats existants et constitue donc un meilleur indicateur du risque de marché) a progressé de 58 % en raison de l'intensification des risques de crédit et de contrepartie pendant les turbulences. Cette hausse de la valeur brute de marché a été observée aussi bien pour les CDS sur signature unique que pour ceux sur signatures multiples.

¹⁰ Pour plus de détails sur la méthodologie suivie, lire le document *OTC derivatives market activity in the first half of 2008* publié sur le site BRI (www.bis.org/publ/otc_hy0811.htm).

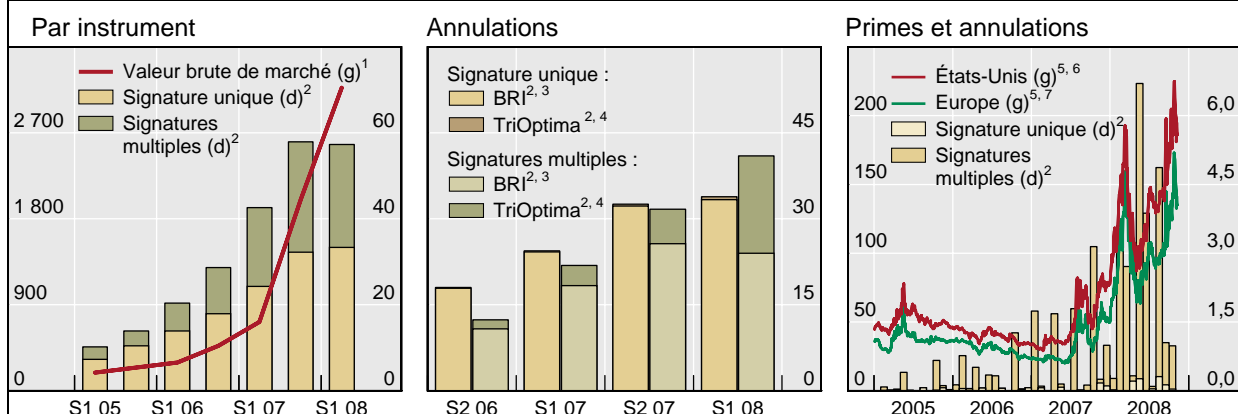
Annulations volontaires de CDS

Jacob Gyntelberg et Carlos Mallo

Au premier semestre 2008, les turbulences des marchés de la dette et des marchés monétaires ont conduit les intervenants à procéder à davantage d'annulations volontaires de CDS (*credit default swap*, contrat dérivé sur défaut) par compensation multilatérale. En conséquence, pour la première fois depuis décembre 2004 – début de la publication de ces statistiques (graphique A, cadre de gauche) –, l'encours notionnel de ces contrats a diminué (–1 % par rapport à fin 2007).

Cette baisse s'explique, dans une large mesure, par une vive augmentation du nombre d'annulations par compensation multilatérale (*tear-ups*) des contrats en cours (\$17 400 milliards), surtout dans le compartiment des signatures multiples (cadre du centre). Sans ces annulations, l'encours notionnel des contrats aurait progressé de près de 30 %. Les annulations ont essentiellement porté sur les indices de CDS (cadre de droite), et le phénomène a été plus marqué après l'envolée des primes. Le volume des contrats entre courtiers déclarants (le segment le plus important) est resté inchangé. Par contre, l'encours des contrats entre courtiers et autres établissements financiers a diminué de 7 % ; la baisse a été de 21 % pour les compagnies d'assurances, et de 2 %, pour les maisons de titres (le plus gros compartiment).

CDS



¹ En milliards de dollars. ² En milliers de milliards de dollars. ³ Encours notionnel en fin de période. ⁴ Encours notionnel annulé par l'intermédiaire de TriOptima durant la période. ⁵ Moyenne de la moitié des valeurs (du 25^e au 75^e centile) de la prime CDS 5 ans, dernière définition, qualité investissement. ⁶ DJ CDX IG. ⁷ iTraxx Europe.

Sources : JPMorgan Chase ; TriOptima ; BRI.

Graphique A

La société privée TriOptima a commencé d'offrir des services d'annulation de contrats par compensation multilatérale aux opérateurs sur dérivés de gré à gré en 2003, d'abord pour les swaps de taux, puis pour les CDS. 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, et TriOptima vérifie que, pour un même contrat, les deux contreparties lui ont déclaré des conditions identiques ; 2) TriOptima établit, entre les participants, un jeu de contrats bilatéraux conservant les mêmes expositions nettes mais réduisant les expositions brutes.

Plus récemment, Markit – société d'information financière spécialisée dans les CDS – et Creditex – opérateur sur CDS – ont lancé des « cycles de compression » pour les CDS sur signature unique. Le premier de ces cycles s'est terminé le 27 août 2008. Fin novembre, à l'issue de 26 cycles de compression (14 en Europe et 12 aux États-Unis), l'encours notionnel des CDS sur signature unique avait reculé de plus de \$1 100 milliards.

L'encours notionnel des dérivés sur taux, dont la croissance avait été conforme à sa moyenne au deuxième semestre 2007, a augmenté de 17 % au premier semestre 2008, pour s'établir à \$458 300 milliards fin juin 2008. La valeur brute de marché de ces instruments s'est accrue de 29 %, à

\$9 300 milliards, essentiellement du fait des swaps de taux, de loin le segment le plus important du gré à gré. Le compartiment des dérivés sur devise a aussi connu une activité soutenue : son encours notionnel a progressé de 12 %, à \$63 000 milliards, et sa valeur brute de marché, de 25 %, à \$2 300 milliards.

Activité soutenue dans le compartiment des devises...

L'encours notionnel des dérivés sur actions a progressé de 20 %, à \$10 200 milliards, après une baisse de 1 % au semestre précédent. Plus de la moitié de cette hausse s'explique par des contrats sur actions européennes.

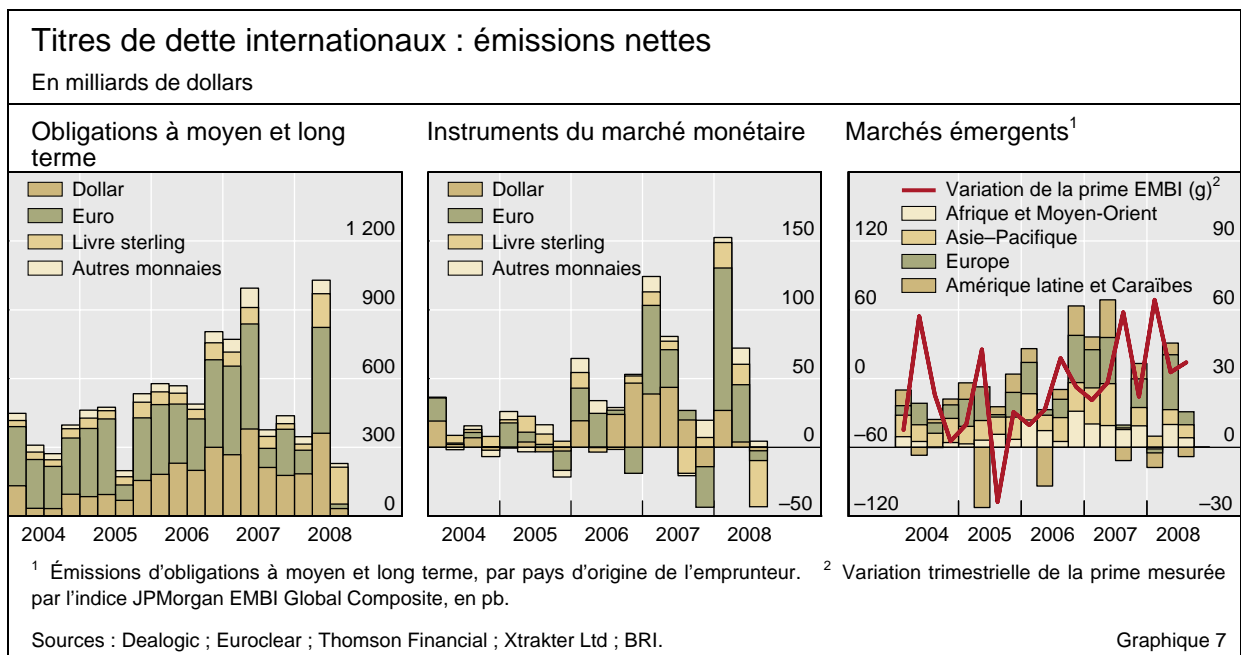
Le compartiment des produits de base a également connu une activité soutenue, avec une hausse de 56 % de l'encours notionnel, à \$13 000 milliards. Cette hausse a été principalement due au vif essor des instruments sur tous les produits de base (or excepté), qui ont progressé à \$12 600 milliards. Les contrats à terme et les swaps ont bondi de 49 %, à \$7 600 milliards, tandis que le volume d'options s'accroissait de 81 %, à \$5 000 milliards. L'expansion des contrats sur or s'est ralentie, à 9 %, après avoir atteint 40 % au second semestre 2007. La valeur de marché brute de tous les contrats sur produits de base a augmenté de 16 %, à \$2 200 milliards.

...et forte progression des dérivés sur produits de base

Marché des titres de dette

Au **troisième trimestre 2008**, les émissions de titres de dette internationaux ont considérablement reculé, dans le contexte de perturbations persistantes sur les marchés financiers. Les émissions nettes d'obligations à moyen et long terme ont chuté (bien au-delà de la tendance saisonnière), revenant de \$1 086 milliards à \$247 milliards, leur plus faible niveau depuis le troisième trimestre 2005¹¹. Les émissions de titres de dette sur le marché monétaire ont stagné, et sont même devenues négatives en termes nets.

Vif recul des émissions de titres de dette internationaux...



¹¹ Voir J. Amato et J. Sobrun, « Saisonnalité des émissions d'obligations internationales », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005.

...notamment des obligations en euros

Par monnaie de libellé, c'est le segment de l'euro, puis celui du dollar qui ont subi le plus fort repli (graphique 7, cadre de gauche), pour le premier, de \$466 milliards à \$28 milliards, et pour le second, de \$396 milliards à \$40 milliards. En revanche, les émissions nettes en livres sterling sont demeurées soutenues, passant de \$144 milliards à \$153 milliards, essentiellement du fait d'importantes émissions de titres adossés à des hypothèques. Les émissions en yens ont régressé, de \$16 milliards à \$8 milliards, et cette baisse aurait été plus prononcée encore sans les \$7 milliards nets d'emprunts en yens lancés au Japon par des non-résidents (emprunts samouraï).

Par pays d'origine de l'émetteur, ce sont les émissions des résidents des États-Unis qui ont accusé la contraction la plus sensible, tombant de \$308 milliards à \$46 milliards. Les résidents belges, britanniques et français ont également beaucoup moins emprunté.

La ventilation par secteur montre que la plus forte baisse était due aux établissements financiers, leurs émissions nettes ayant reculé de \$888 milliards à \$246 milliards. Les émissions des entreprises ont également diminué, mais dans une moindre mesure : elles sont revenues de \$133 milliards à \$47 milliards.

Bonne tenue relative des titres adossés à des prêts hypothécaires

Les titres adossés à des prêts hypothécaires (pour lesquels on ne dispose que de chiffres bruts) ont relativement bien résisté. Malgré un recul par rapport à leur record du deuxième trimestre (\$188 milliards), les émissions sont restées élevées, à \$139 milliards. D'importantes baisses ont été constatées pour les emprunteurs belges, espagnols et irlandais, ainsi que pour les agences paragouvernementales américaines, Fannie Mae et Freddie Mac en particulier. À l'opposé, les émissions des résidents du Royaume-Uni ont continué d'augmenter, passant de \$90 milliards à \$98 milliards, peut-être du fait du mécanisme spécial de liquidité (*Special Liquidity Scheme*) de la Banque d'Angleterre autorisant les banques britanniques à échanger des actifs peu liquides (comme les titres adossés à des hypothèques) contre des bons du Trésor domestiques.

Dans les économies émergentes, les émissions nettes sont revenues de \$45 milliards au deuxième trimestre à \$11 milliards (graphique 7, cadre de droite). L'Europe émergente a connu la baisse la plus marquée (de \$13 milliards à \$3 milliards pour les émissions russes), suivie par l'Amérique latine ainsi que la région Afrique et Moyen-Orient. Par monnaie de libellé, c'est le segment du dollar qui a été le plus touché, suivi par celui de l'euro.

Stagnation des instruments du marché monétaire

Sur le marché monétaire, les émissions ont également stagné ; elles sont même devenues négatives en termes nets, revenant de \$69 milliards à -\$30 milliards, leur plus faible niveau depuis le troisième trimestre 2003 (graphique 7, cadre du milieu). Le compartiment de la livre sterling a connu la baisse la plus prononcée, suivi par celui de l'euro.