

## Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale

*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 : **premier trimestre 2010** pour le marché bancaire international ; **deuxième trimestre 2010** pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés.*

### Marché bancaire<sup>1</sup>

La contraction des bilans internationaux des banques déclarantes BRI, qui s'était amorcée dans les trois derniers mois de 2008, s'est terminée au **premier trimestre 2010**. Ce retournement de tendance résulte d'une forte augmentation des créances sur les résidents du Royaume-Uni et des États-Unis ; il a également été favorisé par la poursuite de l'expansion des prêts transfrontières à l'Asie-Pacifique et à l'Amérique latine-Caraïbes, les deux premières régions à avoir bénéficié, dès le second trimestre 2009, d'un redémarrage des prêts internationaux nets après la crise. Les créances sur la zone euro et l'Europe émergente ont continué de baisser. Néanmoins, les grandes banques internationales ont accru leur exposition envers la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, principalement en raison d'une augmentation des éléments de hors-bilan. Il apparaît que, fin mars 2010, le portefeuille de créances sur le secteur public de la zone euro tendait à privilégier, pour ce qui est des banques de la zone, les titres du secteur public à haut rendement, et pour celles des autres grands systèmes bancaires, les titres du secteur public à faible rendement.

### *Première progression des créances internationales depuis six trimestres<sup>2</sup>*

Au cours du premier trimestre 2010, et pour la première fois depuis le troisième trimestre 2008, les créances internationales<sup>3</sup> des banques déclarantes BRI ont

---

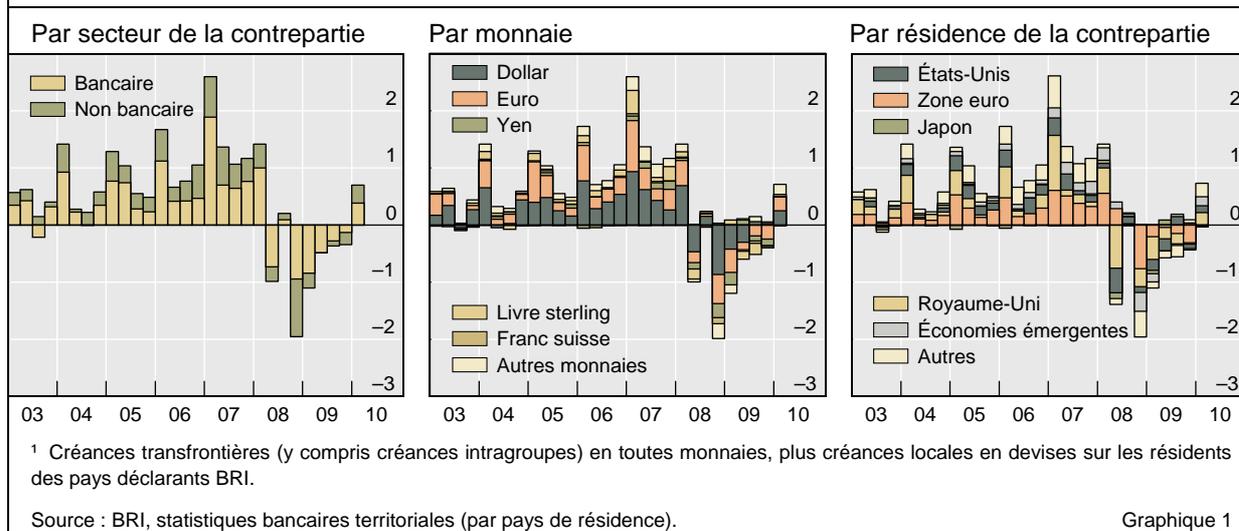
<sup>1</sup> Pour toutes questions concernant les statistiques bancaires internationales, s'adresser à Stefan Avdjiev.

<sup>2</sup> L'analyse exposée dans la présente sous-section et dans la suivante s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales de la BRI (par pays de résidence). Les chiffres de flux de créances internationales cités ici sont tous corrigés des variations de change et des ruptures de séries.

<sup>3</sup> Les créances internationales englobent les créances transfrontières et les créances locales en devises.

## Créances internationales brutes<sup>1</sup>

Variation d'encours, en milliers de milliards de dollars



progressé. Cette augmentation de \$700 milliards (2,1 %)<sup>4</sup>, principalement due à une hausse sensible des prêts interbancaires (\$383 milliards, soit 1,8 %) et des prêts au secteur non bancaire (\$317 milliards, soit 2,5 %), a porté l'encours agrégé à \$33 400 milliards (graphique 1, cadre de gauche).

La progression globale des créances a été assez bien répartie entre les monnaies (graphique 1, cadre du milieu), les plus fortes augmentations ayant concerné le dollar (\$253 milliards, soit 1,9 %) et l'euro (\$238 milliards, soit 1,9 %). Les créances en livre sterling et en yen ont également progressé, de \$30 milliards (1,6 %) et \$15 milliards (1,3 %), respectivement. Seules les créances libellées en franc suisse ont baissé, de \$14 milliards (2,1 %).

La ventilation par pays de résidence révèle une situation plus diversifiée (graphique 1, cadre de droite). Les créances internationales sur les résidents du Royaume-Uni ont augmenté (de \$217 milliards, soit 3,5 %), pour la première fois depuis le premier trimestre 2008. De même, celles sur les résidents des États-Unis ont progressé (de \$120 milliards, soit 2,4 %). Par contre, les créances sur les résidents du Japon ont diminué (de \$9 milliards, soit 1,0 %), et ce, pour le troisième trimestre d'affilée. Par ailleurs, celles sur les résidents de la zone euro ont reculé de \$21 milliards (0,2 %), alors même que les créances en euro sur la région progressaient de \$72 milliards (0,9 %) ; la baisse globale correspond, pour l'essentiel, à une contraction de \$100 milliards (8,4 %) des créances en dollar sur les banques sises dans la région, plus d'un tiers de cette baisse (\$37 milliards) étant le fait de banques aux États-Unis.

Forte augmentation des créances en dollar et en euro

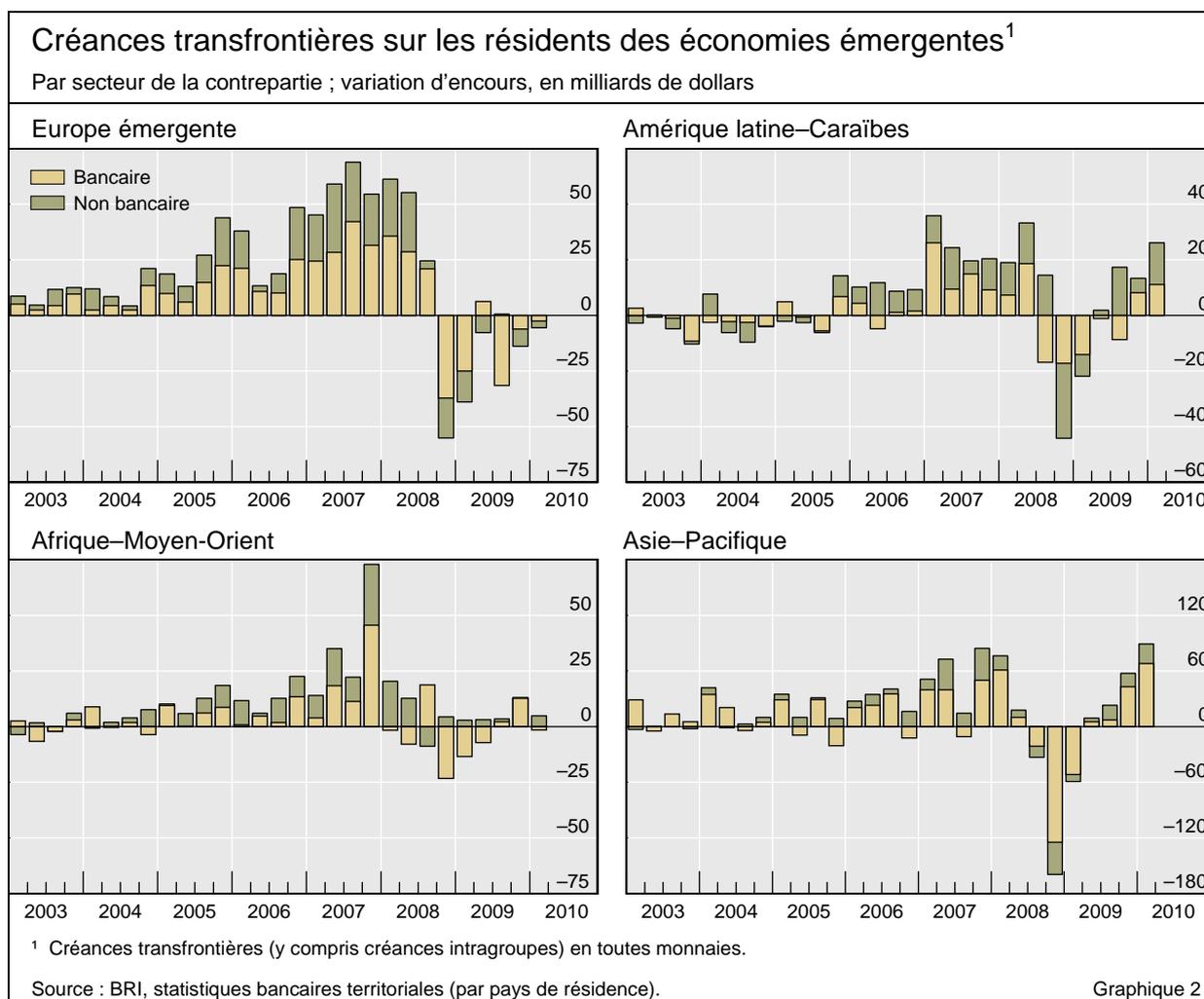
<sup>4</sup> Toutes les valeurs en pourcentage renvoient à des variations d'encours par rapport à la fin du trimestre précédent.

### *Forte progression des créances transfrontières sur l'Asie-Pacifique et l'Amérique latine-Caraïbes*

Les créances transfrontières sur les résidents des économies émergentes ont progressé pour le quatrième trimestre consécutif (graphique 2), avec une augmentation, de \$113 milliards (4,6 %), supérieure de quelque 40 % à celle conjuguée des trois trimestres précédents. Pour la plus grande part, elle s'explique par une expansion de \$75 milliards (6,4 %) des créances interbancaires, même si les créances sur le secteur non bancaire ont, elles aussi, vivement progressé (de \$38 milliards, soit 3,0 %). Comme au cours des trois trimestres précédents, l'augmentation globale est surtout attribuable aux résidents de deux régions en croissance rapide : l'Asie-Pacifique et l'Amérique latine-Caraïbes. À l'inverse, les créances sur l'Europe émergente, où la reprise économique est bien plus faible, ont reculé pour le sixième trimestre consécutif, quoique plus lentement cette fois.

Vive expansion  
des créances  
transfrontières sur  
l'Asie-Pacifique ...

Dans un contexte de forte croissance économique en Asie-Pacifique, les banques déclarantes BRI ont augmenté leurs créances transfrontières sur les résidents de cette région, pour le quatrième trimestre consécutif. Ainsi, près de la moitié de l'expansion globale de \$89 milliards (11,4 %) s'explique par une hausse sans précédent (\$42,1 milliards, 23,8 %) des créances sur les résidents de la Chine. Dans le même temps, les créances sur les résidents de



l'Inde ont progressé de \$18,1 milliards (13,5 %) – la deuxième plus forte augmentation jamais enregistrée par ce pays. En outre, les banques ont sensiblement accru leurs prêts transfrontières à la Corée (de \$11,0 milliards, soit 5,5 %), au Taïpei chinois (de \$6,3 milliards, soit 11,7 %), à l'Indonésie (de \$4,7 milliards, soit 10,2 %) et à la Malaisie (de \$2,9 milliards, soit 7,6 %). Pour certaines, ces hausses pourraient être associées à des opérations de portage (*carry trade*), qui s'expliqueraient par de larges écarts de taux d'intérêt entre certains des pays susmentionnés et les grandes économies avancées (pour une analyse détaillée des développements et tendances récents concernant ce type d'opérations, lire le *80<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, chapitre IV).

Quoiqu'un peu plus faible que la progression des prêts à l'Asie-Pacifique, l'augmentation des créances transfrontières sur l'Amérique latine-Caraïbes a été, elle aussi, notable : \$26 milliards (6,4 %), la quatrième consécutive et la plus forte depuis le deuxième trimestre 2008. Une fois encore, la plus grosse partie des prêts des banques déclarantes à cette région est allée au Brésil, les créances transfrontières sur les résidents de ce pays croissant de \$18,7 milliards (11,3 %). Les créances sur les résidents du Mexique ont, elles aussi, enregistré une augmentation non négligeable, de \$7,3 milliards (7,7 %). Par contre, les prêts à l'Argentine ont affiché leur septième baisse consécutive, la plus faible depuis le début de la contraction, toutefois (\$0,3 milliards, soit 2,3 %).

La croissance économique plus lente en Europe émergente explique en partie le sixième recul consécutif des créances transfrontières sur les résidents de cette région. Au demeurant, la baisse, de \$6 milliards (0,7 %), a été bien plus faible que celles des deux trimestres précédents. Les pays où elle a été la plus marquée sont la Russie (\$4,2 milliards, soit 2,9 %), la Croatie (\$1,6 milliards, soit 3,5 %) et la République tchèque (\$1,5 milliards, soit 3,3 %). À l'inverse, les créances sur la Pologne ont progressé pour le quatrième trimestre d'affilée (de \$4,0 milliards, soit 3,3 %), et celles sur la Hongrie – avant donc les élections législatives d'avril – ont légèrement augmenté (de \$0,5 milliard, soit 0,6 %).

#### *Augmentation des expositions sur la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne*<sup>5</sup>

Les banques déclarantes BRI ont augmenté le total de leurs expositions<sup>6</sup> sur les résidents de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne, en dépit d'une exacerbation des pressions du marché sur ces pays (graphique 3). Les expositions agrégées des banques déclarantes BRI sur ce groupe d'économies ont augmenté de \$109 milliards (4,3 %), portant l'encours à \$2 600 milliards (tableau 1).

... et sur l'Amérique latine-Caraïbes

Poursuite du recul des prêts à l'Europe émergente

Total des expositions sur la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne en hausse

<sup>5</sup> L'analyse des deux sous-sections ci-après s'appuie sur les statistiques bancaires internationales consolidées BRI sur la base du risque ultime. Cette série de données ne fournissant pas de ventilation par monnaie, toutes les variables de flux ont été corrigées des variations de change selon l'hypothèse que toutes les expositions sur les résidents de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne sont libellées en euro.

<sup>6</sup> Le **total des expositions** se compose de deux éléments principaux : **créances étrangères** (créances transfrontières et créances locales en devises) et **autres expositions** (valeur de marché positive des contrats dérivés, garanties et engagements de crédit).

## Grèce, Irlande, Portugal et Espagne : expositions des banques, par nationalité<sup>1</sup>

À fin T1 2010 ; en milliards de dollars

Expositions sur		Nationalité de la banque									
Pays	Secteur	DE <sup>2</sup>	ES	FR	IT	XMa	GB	JP	US	RdM	Total
Grèce	Public	23,1	0,9	27,0	3,3	22,9	3,6	4,3	5,4	2,0	92,5
	+ Bancaire	10,5	0,0	3,9	1,2	2,6	2,2	0,5	3,1	2,1	26,1
	+ Privé non bancaire	10,0	0,2	40,2	2,2	14,5	6,0	0,9	5,2	3,9	83,2
	+ Non attribuées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
	= Créances étrangères	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	5,8	13,6	8,1	202,0
	+ Autres expositions <sup>3</sup>	7,4	0,5	40,5	2,0	7,8	4,7	0,2	27,5	4,6	95,2
	= Total expositions	51,0	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	5,9	41,2	12,7	297,2
Irlande <sup>4</sup>	Public	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,8	1,9	1,8	29,7
	+ Bancaire	46,0	2,5	21,1	3,6	14,0	42,3	1,8	24,6	12,7	168,6
	+ Privé non bancaire	118,1	9,6	20,5	12,0	66,8	114,4	18,3	34,1	27,9	421,7
	+ Non attribuées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1
	= Créances étrangères	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164,0	21,9	60,6	43,1	621,1
	+ Autres expositions <sup>3</sup>	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	1,0	53,2	12,7	222,7
	= Total expositions	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	22,9	113,9	55,8	843,8
Portugal	Public	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	2,3	1,6	1,7	62,9
	+ Bancaire	20,3	7,4	7,3	3,1	7,0	6,6	0,4	2,0	1,4	55,4
	+ Privé non bancaire	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	0,9	1,6	1,5	118,4
	+ Non attribuées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Créances étrangères	38,4	84,7	42,1	6,5	26,7	25,0	3,6	5,2	4,6	236,7
	+ Autres expositions <sup>3</sup>	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	0,4	32,1	1,4	85,6
	= Total expositions	46,6	108,0	49,7	9,4	29,1	32,4	4,0	37,3	6,0	322,4
Espagne	Public	30,0	.	46,9	2,3	19,1	7,6	12,5	4,9	4,4	127,6
	+ Bancaire	95,0	.	69,7	11,1	68,7	27,6	4,5	28,6	12,1	317,4
	+ Privé non bancaire	55,2	.	83,1	16,4	98,3	75,0	9,4	28,7	12,1	378,2
	+ Non attribuées	0,0	.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
	= Créances étrangères	180,2	.	199,8	29,9	186,1	110,2	26,4	62,2	29,3	824,1
	+ Autres expositions <sup>3</sup>	37,7	.	44,4	12,6	14,4	31,5	3,6	124,1	10,0	278,5
	= Total expositions	217,9	.	244,2	42,5	200,6	141,7	30,0	186,4	39,3	1 102,6

DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; IT = Italie ; XMa = zone euro, autres pays ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; US = États-Unis ; RdM = Reste du monde.

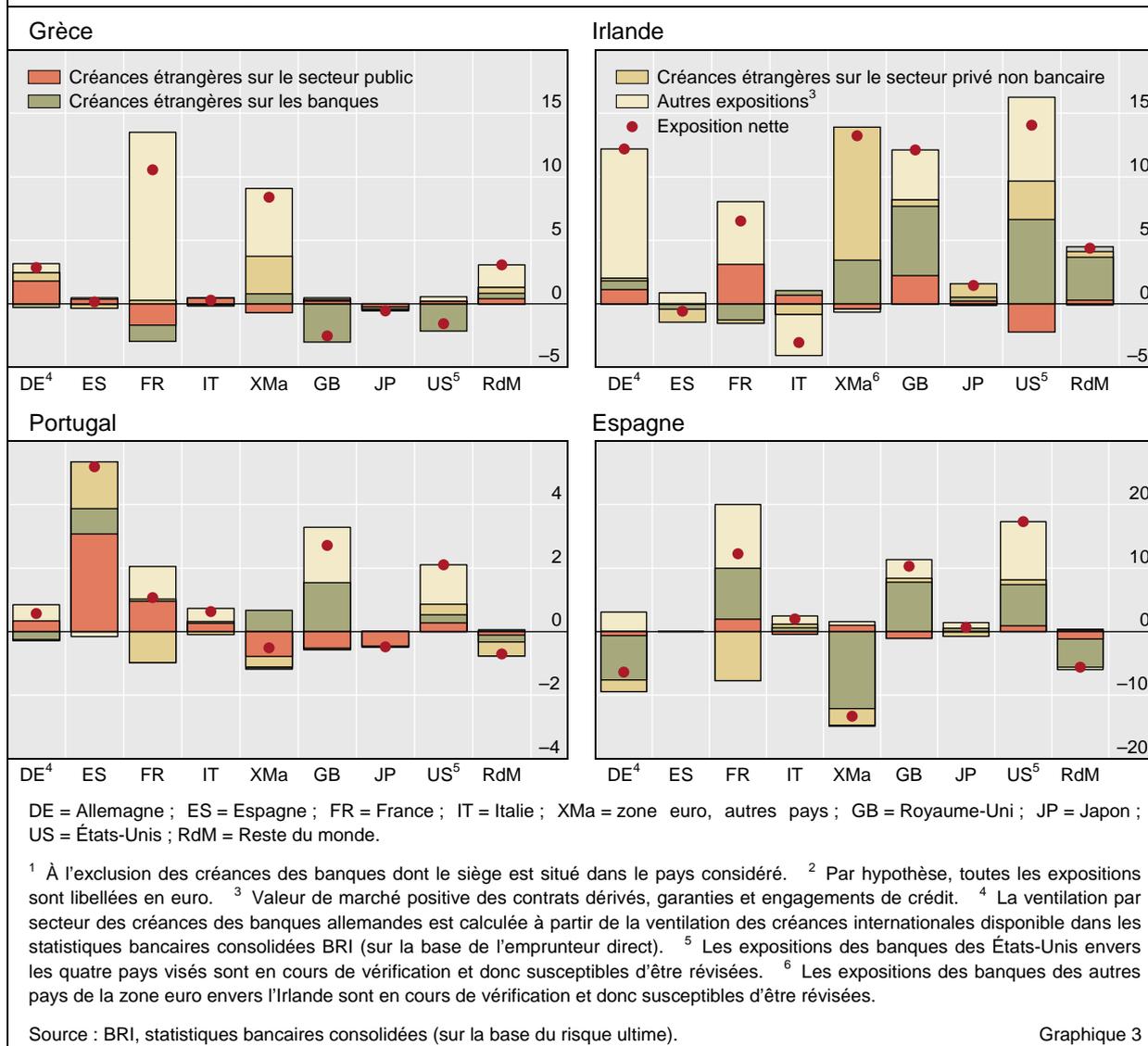
<sup>1</sup> À l'exception des expositions des banques dont le siège est situé dans le pays considéré. <sup>2</sup> Ventilation sectorielle obtenue à partir des créances internationales tirées des statistiques bancaires consolidées BRI (sur la base de l'emprunteur direct). <sup>3</sup> Valeur de marché positive des contrats dérivés, garanties et engagements de crédit. <sup>4</sup> Les expositions des autres banques de la zone euro envers l'Irlande sont en cours d'analyse et donc susceptibles d'être révisées.

Source : BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base du risque ultime).

Tableau 1

## Grèce, Irlande, Portugal et Espagne : expositions des banques, par nationalité<sup>1</sup>

Variation d'encours au premier trimestre 2010, à cours de change constant de fin mars 2010<sup>2</sup>, en milliards de dollars



Le total des expositions sur la Grèce a progressé de \$20,7 milliards (7,1 %), en raison principalement d'une augmentation de \$21,6 milliards (29,3 %) de la composante « autres expositions », dont l'essentiel tenait à un accroissement de \$18,1 milliards (54,0 %) des engagements de crédit. Inversement, les créances étrangères ont reculé de \$0,9 milliard (0,4 %). À la fois les créances sur le secteur non bancaire et celles sur le secteur public ont augmenté (de \$4,0 milliards, soit 4,7 %, et de \$0,8 milliard, soit 0,8 %, respectivement). Il reste que ces augmentations ont été plus qu'annulées par une contraction de \$5,7 milliards (16,9 %) des créances étrangères sur les banques sises dans le pays.

Les banques déclarantes BRI ont également accru leurs expositions envers les résidents de l'Espagne et du Portugal. Malgré une baisse de \$10,3 milliards (1,2 %) des créances étrangères sur l'Espagne, l'exposition globale a progressé de \$17,3 milliards (1,5 %), grâce à une augmentation de \$27,6 milliards (11,8 %) des autres expositions. Parallèlement, l'exposition

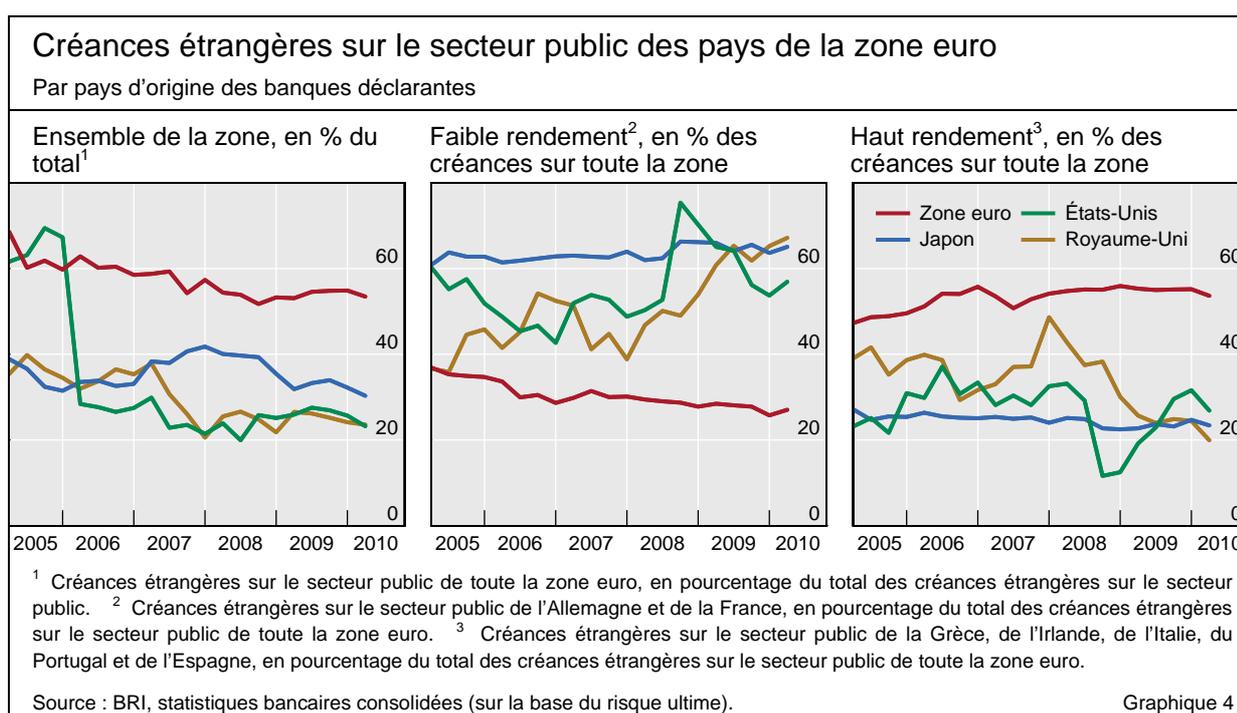
totale envers le Portugal a progressé de \$10,6 milliards (3,2 %), créances étrangères aussi bien qu'autres expositions s'affichant en hausse (de \$5,8 milliards, soit 2,3 % et de \$4,8 milliards, soit 6,1 %, respectivement). Les banques espagnoles ont accru leur exposition envers les résidents du Portugal de \$5,2 milliards (4,7 %), plus que les banques de toute autre nationalité.

#### Composition des portefeuilles de créances bancaires sur le secteur public

Les banques de la zone euro se démarquent très nettement de leurs homologues américaines, britanniques ou japonaises par la composition de leurs portefeuilles de créances sur le secteur public. Ainsi, à fin mars 2010, elles détenaient une bien plus grande part (54 %) de la dette publique de la zone euro que les banques japonaises (30 %), britanniques (24 %) et américaines (23 %) (graphique 4, cadre de gauche). Cela n'a d'ailleurs rien de très surprenant, puisque les banques de la zone peuvent financer leurs créances sur les secteurs publics de la zone euro au moyen de dépôts domestiques et utiliser les obligations d'État de la zone euro comme sûretés pour se refinancer auprès de la BCE.

Les portefeuilles de titres publics de la zone euro détenus par les banques de cette zone comportent une proportion nettement plus élevée de dette à haut rendement (grecque, irlandaise, italienne, portugaise et espagnole, par exemple) que ceux des banques des autres régions, lesquels sont davantage composés de titres à faible rendement (allemands et français, par exemple). À la fin du premier trimestre 2010, les créances étrangères des banques britanniques, japonaises et américaines sur les secteurs publics de l'Allemagne et de la France représentaient, respectivement, 67 %, 65 % et 57 % de leurs créances étrangères sur l'ensemble des secteurs publics de la zone euro (graphique 4, cadre du milieu), alors que la proportion était de seulement 27 % pour les banques de la zone euro. Les rapports s'inversent pour les titres à

Les portefeuilles de titres publics de la zone euro détenus par les banques de cette zone diffèrent notablement de ceux des banques britanniques, japonaises et américaines



haut rendement (graphique 4, cadre de droite). Les créances des banques de la zone euro sur les secteurs publics de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Portugal et de l'Espagne représentaient près de 54 % de leurs créances totales sur les secteurs publics de la zone euro, alors que la part de ces créances était de 27 %, 23 % et 20 % pour les banques américaines, japonaises et britanniques, respectivement.

À ces disparités, plusieurs explications possibles. Il se peut, tout d'abord, que les banques dont le siège se situe en dehors de la zone euro aient eu davantage de difficulté que leurs homologues de la zone à évaluer le risque de crédit d'un État membre. Il serait alors naturel qu'elles se soient montrées plus prudentes. Ensuite, durant la période sous revue, tous les titres de dette souveraine de la zone euro étaient acceptés comme sûretés par la BCE, et ce, à des conditions identiques. Par conséquent, la moindre liquidité des émissions des gouvernements grec, irlandais, italien, portugais et espagnol (par comparaison avec la liquidité de la dette souveraine allemande ou française) a moins préoccupé les banques de la zone euro, qui avaient la possibilité de rendre ces titres liquides en les utilisant dans leurs opérations avec la BCE. Enfin, les banques traitent habituellement la dette souveraine non seulement comme un investissement mais aussi comme un support pour leurs opérations sur dérivés. Si les banques hors zone euro détenaient relativement moins de dette publique de la zone aux fins de placement, mais négociaient des dérivés de taux et de change sur euro, alors leurs avoirs aux fins de négoce représentaient une proportion plus forte de leur portefeuille de créances sur le secteur public de la zone euro ; il est normal que ces avoirs aient été surtout constitués de titres de référence émis par les États allemand et français, qui offrent une meilleure liquidité de marché et comportent un risque de crédit moindre.

## Marché des titres de dette<sup>7</sup>

Les turbulences sur le marché européen des obligations souveraines se sont traduites par un brusque fléchissement de l'activité sur le marché primaire des titres de dette internationaux au cours du **deuxième trimestre 2010**. Les émissions brutes ont chuté de 23 %, à \$1 664 milliards, leur plus bas depuis fin 2005, bien en deçà des niveaux enregistrés durant la crise financière (graphique 5, cadre de gauche). Comme le volume des remboursements bruts est resté stable, les émissions nettes se sont contractées de 83 %, à \$99 milliards, leur minimum depuis la fin des années 1990.

Les emprunteurs des économies avancées, en particulier, ont eu des difficultés à placer leur dette à des conditions attrayantes. Les émissions nettes des résidents de ces économies, en baisse de 90 %, sont tombées à seulement \$51 milliards (graphique 5, cadre du milieu), les remboursements nets s'établissant à \$64 milliards en Europe, \$7 milliards au Japon et \$3 milliards en Australie. Les résidents des États-Unis ont levé \$94 milliards,

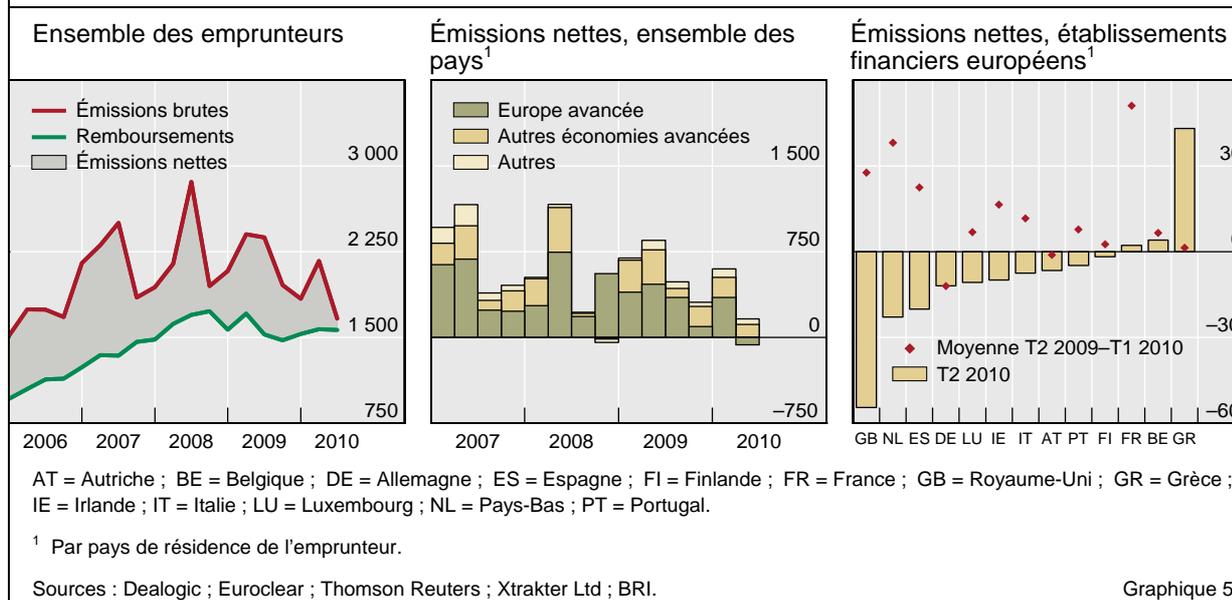
Plus bas volume d'émissions, en termes nets, depuis la fin des années 1990

Baisse sensible des émissions des pays avancés, mais hausse de celles des résidents des pays émergents

<sup>7</sup> Pour toutes questions concernant les titres de dette internationaux, s'adresser à Christian Upper.

## Émission de titres de dette internationaux

En milliards de dollars



soit 38 % de moins qu'au trimestre précédent. Par contre, les émissions des résidents des économies en développement ont progressé de 20 %, à \$30 milliards. Les institutions financières internationales ont levé \$31 milliards, 28 % de moins qu'au trimestre précédent, mais bien davantage, toutefois, que la moyenne trimestrielle, en termes nets, de ces dernières années.

Les émissions des pays développés ont régressé pour les trois secteurs. Les établissements financiers ont été les plus touchés : après une collecte nette de \$292 milliards, ils ont enregistré des remboursements nets de \$55 milliards. Les émissions nettes du secteur public ont reculé de 78 %, à \$26 milliards, et celles des entreprises non financières, de 31 %, à \$80 milliards.

Les établissements financiers en Europe ont été à l'origine de la plus grande part des remboursements nets du secteur. Même si leurs émissions brutes ont reculé, à peu près dans les mêmes proportions que celles des établissements financiers d'autres régions (22 %, chiffre comparable aux 26 % pour les États-Unis, par exemple), le volume inchangé de leurs remboursements s'est soldé par d'importants remboursements nets. Ce secteur est redevenu émetteur net en juin, sans toutefois annuler ses remboursements nets d'avril et mai.

Les données européennes agrégées masquent de grandes disparités entre pays, y compris parmi ceux sur lesquels l'attention des marchés s'était fixée. Les banques grecques ont ainsi levé \$43 milliards sur le marché international, principalement en émettant des obligations sécurisées et des obligations à moyen terme garanties par l'État<sup>8</sup>. Le volume levé a été bien plus

<sup>8</sup> Il n'est pas possible de déterminer combien ces financements ont coûté aux banques en Grèce, étant donné que les données sur les prix d'émission ne sont généralement pas disponibles. Toutefois, le fait qu'une partie de ces effets se soit négociée avec une décote de l'ordre de 30-40 % immédiatement après l'émission donne à penser que le coût de ces financements a pu être substantiel.

Remboursements nets des établissements financiers européens

Fortes émissions des banques en Grèce ...

élevé que dans d'autres pays, représentant même un multiple de la collecte des trimestres précédents (graphique 5, cadre de droite). Les établissements financiers dans la plupart des autres pays européens ont procédé à des remboursements nets. Parmi eux, les établissements en Espagne et au Portugal, deux pays dont la prime sur la dette souveraine a, elle aussi, augmenté sensiblement, ont réduit l'encours de leur dette sous forme d'obligations internationales, de \$20 milliards et \$5 milliards, respectivement.

... mais remboursements nets des établissements financiers des autres pays européens

Le Canada a été l'un des quelques pays avancés (en dehors de la Grèce) à se démarquer de la tendance générale. Les résidents ont levé \$30 milliards sur le marché international de la dette, le plus fort montant depuis le deuxième trimestre 2008, trois fois supérieur environ à celui du trimestre précédent. Les établissements financiers canadiens ont émis pour quelque \$19 milliards. Les gouvernements provinciaux, Ontario en tête, ont également emprunté de gros montants (\$9 milliards). Les entreprises non financières ont sollicité le marché un peu moins qu'au trimestre précédent (\$2 milliards).

Les résidents canadiens accroissent la totalité de leurs émissions

Les émetteurs des marchés émergents, bien moins affectés par la dégradation des conditions financières, ont augmenté leur dette internationale de 20 %, à \$30 milliards. Les entreprises non financières ont été particulièrement présentes, augmentant de 84 % leurs émissions, à \$16 milliards, niveau comparable à celui de la seconde moitié de l'année précédente. Les États ont emprunté pour \$15 milliards (soit 8 % de plus qu'au trimestre précédent). Au contraire, les établissements financiers ont remboursé \$1 milliard, après avoir enregistré des émissions nettes à hauteur de \$2 milliards entre janvier et mars.

Fortes émissions des marchés émergents

Les résidents de l'Amérique latine-Caraïbes, en particulier, ont placé plus d'obligations qu'au trimestre précédent (\$17 milliards, après \$11 milliards). Les emprunteurs du Mexique et du Brésil, à l'origine de près des deux tiers des émissions internationales des résidents de la région, ont levé \$7 milliards et \$5 milliards, respectivement (après \$4 milliards et \$7 milliards). Les émissions en Europe émergente, région étroitement liée à la zone euro, ont progressé de \$2 milliards, pour atteindre \$9 milliards. Les résidents des économies en développement d'Asie-Pacifique et d'Afrique-Moyen-Orient ont réduit leurs émissions de 59 % et 9 %, respectivement, les ramenant à environ \$2 milliards.

## Marchés organisés de produits dérivés<sup>9</sup>

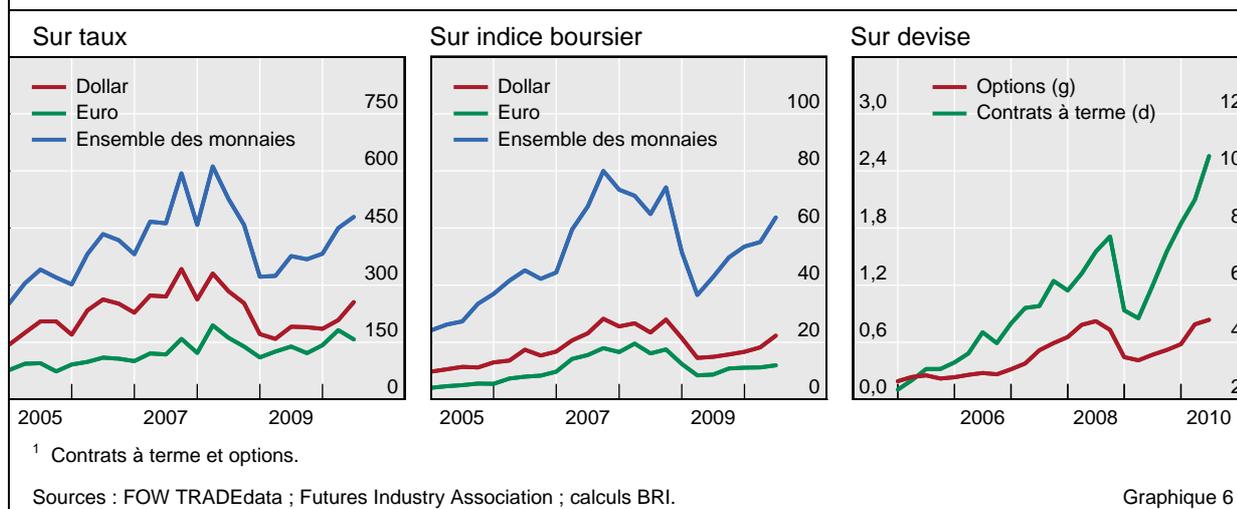
Comparée au dynamisme observé au cours du premier trimestre, l'activité sur les marchés organisés de produits dérivés s'est quelque peu ralentie au cours du **deuxième trimestre 2010**. Le volume total (en montant notionnel) des transactions sur contrats à terme et options sur taux, indice boursier et devise s'est accru de 8 % d'un trimestre sur l'autre (contre 16 % précédemment), pour atteindre \$555 000 milliards. Cette augmentation relativement modeste traduit des tendances divergentes entre les États-Unis et l'Europe. Alors que les

Évolution divergente aux États-Unis et en Europe

<sup>9</sup> Pour toutes questions concernant les statistiques sur les marchés de dérivés, s'adresser à Karsten von Kleist.

## Contrats dérivés : volume du négoce sur les marchés organisés<sup>1</sup>

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars



primes des obligations souveraines de la zone euro se sont élargies par rapport au Bund allemand et que l'euro s'est déprécié par rapport aux grandes monnaies (-10 % par rapport au dollar), le volume des options libellées en euro a chuté de près de 30 % – bien plus que les variations de change ne peuvent l'expliquer à elles seules –, tandis que le volume des contrats à terme en euro restait quasi inchangé. Cette situation contrastait avec la hausse, de 35 % et 18 %, respectivement, des options et des contrats à terme en dollar. La position de place globale, exprimée en montant notionnel, a régressé de 8 %, à \$75 000 milliards. Alors que l'encours d'instruments en dollar est demeuré inchangé, les contrats en euro ont enregistré une baisse de 22 %, essentiellement imputable au segment des taux. L'augmentation du risque de base pour l'ensemble des signatures souveraines explique probablement, en partie, le moindre recours aux dérivés des marchés organisés pour des opérations de couverture impliquant des petits pays de la zone euro.

L'évolution divergente de l'activité selon les monnaies tient, principalement, au segment des taux. Le volume des contrats sur instruments du marché monétaire en dollar a progressé de 23 %, à \$235 000 milliards. Par contre, le volume des contrats sur taux courts de l'euro a reculé de 15 %, à \$162 000 milliards. De même, l'expansion du volume des dérivés sur obligations en dollar (de 22 %, à \$20 000 milliards) a contrasté avec la baisse de 3 % du volume des contrats sur instruments à long terme en euro, malgré le quasi-doublement du montant de l'encours notionnel et du nombre des contrats sur options eurobund.

Le négoce des contrats à terme et options sur indice boursier a fait un bond, du fait de la volatilité accrue des cours des actions. En raison de la hausse, puis de la baisse des marchés boursiers aux États-Unis et en Europe, la volatilité implicite dans la prime des options a presque atteint les niveaux observés au premier trimestre 2009. Le montant notionnel des dérivés sur indice boursier a augmenté de 15 %, à \$64 000 milliards ; il était resté pratiquement stable au premier trimestre, lorsque la volatilité implicite avait touché son plus bas depuis début 2009. Le nombre de contrats sur indice

Doublement du volume des contrats sur options eurobund

boursier s'est inscrit en hausse d'environ 20 %. En montant notionnel, le négoce a crû de 22 % sur les places américaines, mais de seulement 5 % sur les places européennes. L'activité sur de nombreuses places asiatiques a également progressé, et tout particulièrement en Inde (36 %).

Le négoce de contrats à terme sur devise a augmenté, mais l'encours notionnel a reculé. Le volume des contrats à terme sur devise a grimpé de 17 %, à \$11 milliards, bien au-delà du précédent pic, atteint au troisième trimestre 2008 (graphique 6, cadre de droite). La position de place globale a baissé de 12 %, tombant à \$188 milliards. L'expansion du volume des contrats sur options a été bien plus faible (6 %), l'encours perdant 8 % par rapport à son pic du premier trimestre.

Le négoce de contrats à terme sur devise dépasse largement son précédent pic de 2008

Mesurée en nombre de contrats (les montants notionnels n'étant pas disponibles), l'activité dans le compartiment des produits de base a augmenté de 8 %. Le segment des métaux précieux a enregistré une hausse considérable, de 32 %, le cours de l'or ayant dépassé son précédent pic, de fin 2009. Dans le segment des métaux non précieux et des produits énergétiques, la hausse a été de 24 % et 13 %, respectivement, les cours des métaux et du pétrole cédant un cinquième de leur valeur par rapport au maximum du début du deuxième trimestre. Le négoce d'instruments sur denrées agricoles a régressé de 5 %.

## Emprunts en devise en Europe émergente : opérations de « portage » des ménages

*Robert N. McCauley*

Durant la crise financière mondiale, l'affaiblissement de la monnaie dans les pays d'Europe centrale et orientale a mis en lumière le risque inhérent aux emprunts en devise. Pour les exportateurs, de tels emprunts peuvent correspondre à des opérations de couverture, mais, pour les ménages sans rentrées en devise, une hausse brutale du coût du service d'un crédit hypothécaire contracté en devise est un risque non négligeable.

Le présent encadré détermine, tout d'abord, le volume des emprunts en devise dans les pays de l'Europe émergente juste avant la crise en utilisant toutes les ressources qu'offrent les statistiques bancaires internationales BRI. Il montre ensuite qu'un modèle simple peut, dans une large mesure, expliquer les divergences d'un pays à l'autre concernant les emprunts en devise ainsi que le choix de la monnaie d'emprunt. Un emprunteur évalue, en effet, avant tout, l'économie réalisée sur le taux du prêt en devise par rapport à l'incertitude quant au coût du service de la dette, calculé dans sa monnaie nationale. C'est le même modèle qui est utilisé pour mesurer l'opportunité d'une opération de portage (« *carry trade* »), laquelle consiste à emprunter dans une monnaie à faible rendement pour effectuer un placement dans une monnaie à haut rendement.

Une telle analyse permet de conclure que, premièrement, le volume des emprunts en devise, en Europe émergente, était supérieur à ce que l'on pensait. Deuxièmement, l'importance du phénomène, dans chaque pays, dépend du ratio gain sur taux/volatilité de la monnaie – ce qui explique, en outre, pourquoi, selon les pays, les emprunteurs s'endettent principalement en euro ou en franc suisse. Les politiques de taux et de change influencent donc la demande d'emprunts en devise. Du côté de l'offre, les banques se sont adaptées : les établissements suédois ont prêté des euros aux résidents baltes, tandis que les filiales des banques allemandes, italiennes et américaines (mais pas helvétiques) ont fourni des francs suisses aux résidents de Pologne et de Hongrie.

### *Volume des emprunts en devise en Europe émergente*

Le volume des emprunts en devise en Europe émergente, jusqu'au troisième trimestre 2007, a été supérieur à l'estimation générale. Leur part du total des emprunts varie entre quelque 25 % (République tchèque) et près de 90 % (Lettonie) ; elle s'établit à environ 50 % en moyenne, d'après les statistiques BRI. Ces chiffres, qui comprennent les crédits transfrontières comptabilisés dans les autres pays européens, sont tous supérieurs à ceux qui ressortent des prêts domestiques déclarés dans les pays d'Europe centrale et orientale<sup>①</sup>. Pour l'essentiel, ces emprunts sont contractés en euro (phénomène d'euroïsation) et, pour quelque 20 %, en franc suisse.

La section ci-après fournit une explication partielle aux différences constatées entre pays.

### *Opérations de « portage » des ménages et des entreprises*

L'importance du recours aux emprunts en devise au sein de l'Europe émergente tient, pour beaucoup, à des facteurs de demande. Les emprunteurs privés comparent l'avantage obtenu en termes d'intérêts et le risque d'une élévation du coût, en monnaie nationale, du service de leur dette. Compte tenu du niveau des taux d'intérêt de l'euro et du franc suisse, leur arbitrage reflète des différences, entre pays, dans le mode de détermination des taux et dans le régime de change.

On peut établir un parallèle avec les opérations de portage, dans lesquelles des spéculateurs acceptent un risque en principal sur leur position de change pour recevoir un taux d'intérêt plus avantageux. De la même façon, les ménages et les entreprises, en Europe émergente, acceptent un risque en principal sur leur dette (hypothécaire ou autre), exprimée en monnaie locale, en échange d'un taux d'intérêt moins élevé. L'opportunité de recourir à ce « portage » est mesurée par le ratio de Sharpe, qui divise le gain sur taux (en %) par la volatilité du cours de change concerné (en % également). Plus le ratio est élevé, plus l'opération est intéressante.

Le gain sur taux est évident avec l'euro et le franc suisse. Les économies d'Europe centrale et orientale sont engagées dans un processus de rattrapage des économies d'Europe occidentale ; la productivité s'accroît rapidement dans le secteur des biens échangés (construction automobile, par exemple). Si la productivité progresse moins dans les services (coiffure, par exemple), le coût relatif des services augmente plus vite. Comme les prix des biens échangés tendent à s'homogénéiser au sein d'un marché intégré, l'inflation est plus forte dans les pays en rattrapage, ce qui nécessite des taux directeurs plus élevés<sup>②</sup>.

Effectivement, ces dernières années, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu des taux d'intérêt généralement plus élevés que la zone euro – à la seule exception de la République tchèque – et, *a fortiori*, que la Suisse.

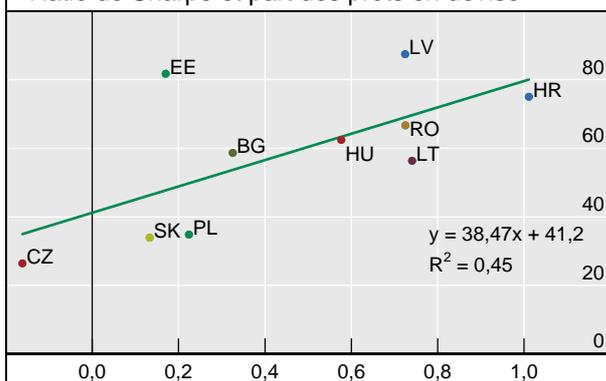
Ce gain sur taux devait être apprécié en regard de la perte potentielle sur la dette, exprimée en monnaie locale. Dans certains pays, les autorités rattachent étroitement leur monnaie à l'euro, tandis que, dans d'autres, le change est plus souple. L'observation des cours de change par rapport à l'euro entre octobre 2004 et septembre 2007 fait apparaître une volatilité, mesurée par l'écart type annualisé de la variation journalière (en %), se situant entre 0–2 % pour les États baltes, la Bulgarie et la Croatie, et près de 8 % pour la Hongrie, la Pologne et la Roumanie. Un grand différentiel de taux et une faible volatilité (soit un ratio de Sharpe élevé) encouragent à emprunter en devise.

#### Ratio de Sharpe et choix des emprunteurs

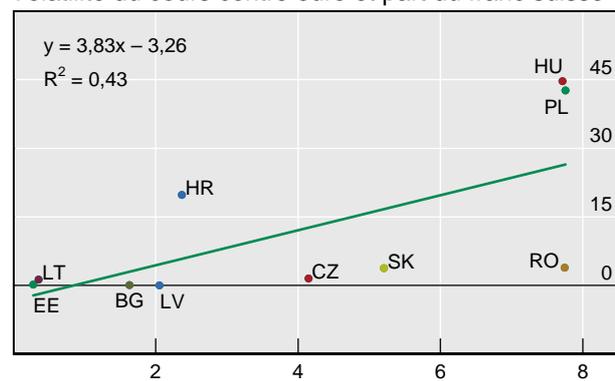
Le processus de décision d'emprunter en devise peut être décomposé en deux étapes. Dans un premier temps, les ménages et les entreprises évaluent l'opportunité d'emprunter en euro en fonction du gain sur taux et de la volatilité de la monnaie nationale par rapport à l'euro (ratio de Sharpe). Pour chaque monnaie d'Europe émergente, le différentiel d'intérêt moyen 3 mois avec l'euro, entre octobre 2004 et septembre 2007, est divisé par la volatilité du cours de change par rapport à l'euro. Ce ratio est alors mis en relation avec la part des emprunts en devise dans le total des emprunts (graphique A, cadre de gauche) : on observe que les pays où le ratio est le plus élevé sont ceux où la part des emprunts en devise est la plus importante. À lui seul, le ratio de Sharpe explique plus de 40 % de la variation de cette part selon les pays<sup>®</sup>.

### Europe émergente : prêts en devise

Ratio de Sharpe et part des prêts en devise<sup>1</sup>



Volatilité du cours contre euro et part du franc suisse<sup>2</sup>



BG = Bulgarie ; CZ = République tchèque ; EE = Estonie ; HR = Croatie ; HU = Hongrie ; LT = Lituanie ; LV = Lettonie ; PL = Pologne ; RO = Roumanie ; SK = Slovaquie.

<sup>1</sup> En abscisse : ratio de Sharpe des monnaies respectives, sur la période d'octobre 2004 à septembre 2007, avec, au numérateur, la moyenne sur 36 mois du différentiel de taux 3 mois avec l'euro et, au dénominateur, la volatilité annualisée du cours de la monnaie locale par rapport à l'euro. En ordonnée : prêts en devise, en % du total des prêts ; chiffres de septembre 2007. <sup>2</sup> En abscisse : volatilité annualisée du cours de la monnaie locale par rapport à l'euro sur la période d'octobre 2004 à septembre 2007. En ordonnée : prêts en franc suisse, en % du total des prêts en devise ; chiffres de septembre 2007.

Sources : Brown *et al.* (2009) ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique A

Dans un deuxième temps, il est procédé à un examen du choix de la devise (euro ou franc suisse) comme monnaie d'emprunt. Du point de vue des taux d'intérêt, le gain supplémentaire en francs suisses est identique, soit 1½ %, pour tous les pays, des États baltes à la Bulgarie. Cependant, la volatilité du change est très différente. Là où la monnaie suit étroitement l'euro, la volatilité du franc suisse rend celui-ci moins attrayant. Là où, comme en Hongrie et en Pologne, la monnaie fluctue largement vis-à-vis de l'euro, l'écart de volatilité n'est pas déterminant : le gain supplémentaire sur taux, 1½ %, est attrayant si on le compare au faible surplus de volatilité (⅓ % pour la Pologne et ¼ % pour la Hongrie), de sorte que la part du franc suisse est plus élevée pour

ces deux pays (graphique A, cadre de droite). Il convient toutefois de noter que si la souplesse du change domestique a favorisé le franc suisse, celui-ci s'est apprécié de 20 % par rapport à l'euro entre septembre 2007 et août 2010, ce qui s'est révélé particulièrement coûteux pour les emprunteurs.

---

<sup>①</sup> Les prêts transfrontières déclarés à la BRI représentent environ 19 % des crédits intérieurs, selon M. Brown, M. Peter et S. Wehrmüller, « Swiss franc lending in Europe », *Aussenwirtschaft*, n° 64(2), 2009, pp. 167–181. <sup>②</sup> En supposant stable le cours de change nominal ; D. Mihaljek et M. Klau : « Catching-up and inflation in transition economies: The Balassa-Samuelson effect revisited », *BIS Working Papers*, n° 270, décembre 2008. <sup>③</sup> M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski et J. Niedźwiedzińska, « Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter? », *ECB Working Paper Series*, n° 1187, mai 2010. Cette étude montre que, pour la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie, la dette en devise varie en fonction des taux d'intérêt intérieurs.