

Principales tendances ressortant des statistiques internationales BRI¹

En collaboration avec des banques centrales et autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse des statistiques sur l'activité financière internationale. Le présent chapitre analyse les dernières données disponibles pour le marché bancaire international et le marché des dérivés de gré à gré, à savoir celles de mi-2014. Un encadré étudie la ventilation sectorielle des emprunts à l'étranger des entreprises non financières des économies émergentes.

En bref

- L'activité bancaire internationale a progressé pour le deuxième trimestre consécutif entre fin mars et fin juin 2014, regagnant une partie du terrain perdu durant la longue contraction de 2012 et 2013. Le taux de croissance annuelle des créances transfrontières est monté à 1,2 % pour l'année se terminant fin juin 2014, passant en territoire positif pour la première fois depuis la fin 2011.
- Les créances transfrontières des banques sur les économies de marché émergentes (EME) ont poursuivi leur reprise après les turbulences provoquées par l'annonce de la réduction progressive des achats d'actifs de la Fed, mi-2013.
- Au deuxième trimestre 2014, cette hausse s'est concentrée sur l'Asie, en particulier la Chine, qui a encore reçu des entrées de fonds substantielles.
- Les créances transfrontières sur la Chine ont continué de s'accroître à un rythme annuel proche de 50 %. La dernière augmentation a porté leur encours à \$1 100 milliards, chiffre de loin le plus élevé de toutes les économies émergentes et le septième sur l'ensemble des emprunteurs.
- Les créances transfrontières sur l'Europe émergente ont fléchi ; ce sont la Russie, la Hongrie et l'Ukraine qui ont enregistré les plus fortes baisses.
- Les positions sur dérivés de gré à gré ont légèrement diminué au premier semestre 2014. Le montant notionnel des contrats est revenu de \$711 000 milliards fin 2013 à \$691 000 milliards fin juin 2014.
- La compensation centrale a poursuivi sa progression : fin juin 2014, elle atteignait 27 % de l'encours notionnel des contrats dérivés sur défaut (CDS),

¹ Le texte du présent chapitre a été établi par Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org) et Catherine Koch (catherine.koch@bis.org). Jeff Slee a assuré le travail statistique. La partie consacrée aux dérivés de gré à gré a été préparée par Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), et Denis Pêtre a apporté son soutien pour les statistiques.

contre 23 % un an auparavant. En outre, des accords bilatéraux de compensation ont réduit la valeur de marché nette des contrats CDS (qui fournit une mesure de l'exposition au risque de contrepartie) à 23 % de leur valeur de marché brute.

- La ventilation sectorielle des filiales extraterritoriales des entreprises non financières des EME nous renseigne sur le profil de risque de leur endettement à l'étranger. Les filiales non financières sont sans doute plus susceptibles que les filiales financières de mener des opérations autres que la mobilisation de financements pour la société mère. La répartition entre filiales financières et non financières varie beaucoup en fonction des pays et des secteurs d'activité.

Évolution récente sur le marché bancaire international

Entre fin mars et fin juin 2014, l'activité bancaire internationale a progressé pour le deuxième trimestre consécutif, après une longue contraction en 2012 et 2013. Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI se sont accrues de \$401 milliards, à \$30 000 milliards. Leur taux de croissance annuel est devenu positif pour la première fois depuis la fin 2011 ; il s'est établi à 1,2 % pour l'année se terminant fin juin 2014 (graphique 1, cadre de gauche). La modeste reprise des prêts internationaux enregistrée au deuxième trimestre 2014 semble avoir coïncidé avec un renforcement persistant de l'appétit pour le risque ; toutefois, les flux de crédit traités par les banques sont demeurés inférieurs à ceux générés par le marché obligataire².

L'activité bancaire transfrontière a été principalement tirée par les créances sur les emprunteurs non bancaires. Elles ont augmenté de \$207 milliards entre fin mars et fin juin 2014, portant leur taux de croissance annuelle à 3 % (graphique 1, cadre de gauche). Les créances transfrontières sur les implantations bancaires qui, dans les statistiques bancaires territoriales³, comprennent les propres établissements des banques à l'étranger, se sont également accrues (+\$194 milliards) durant la période, poursuivant la reprise entamée au premier trimestre. L'encours des créances transfrontières sur les emprunteurs non bancaires s'est ainsi inscrit à \$12 300 milliards fin juin 2014, chiffre proche du maximum atteint en 2008, avant la crise. En revanche, l'encours des créances interbancaires est resté inférieur d'environ 22 % à son sommet d'avant la crise, à \$17 700 milliards.

Les statistiques bancaires consolidées⁴ fournissent une ventilation sectorielle des contreparties plus détaillée que les statistiques territoriales, ainsi que davantage de renseignements sur les secteurs bénéficiaires des crédits. Les récentes hausses des créances transfrontières sur les emprunteurs non bancaires ont essentiellement

² BRI, « [Global liquidity: selected indicators](#) », memorandum, 8 octobre 2014.

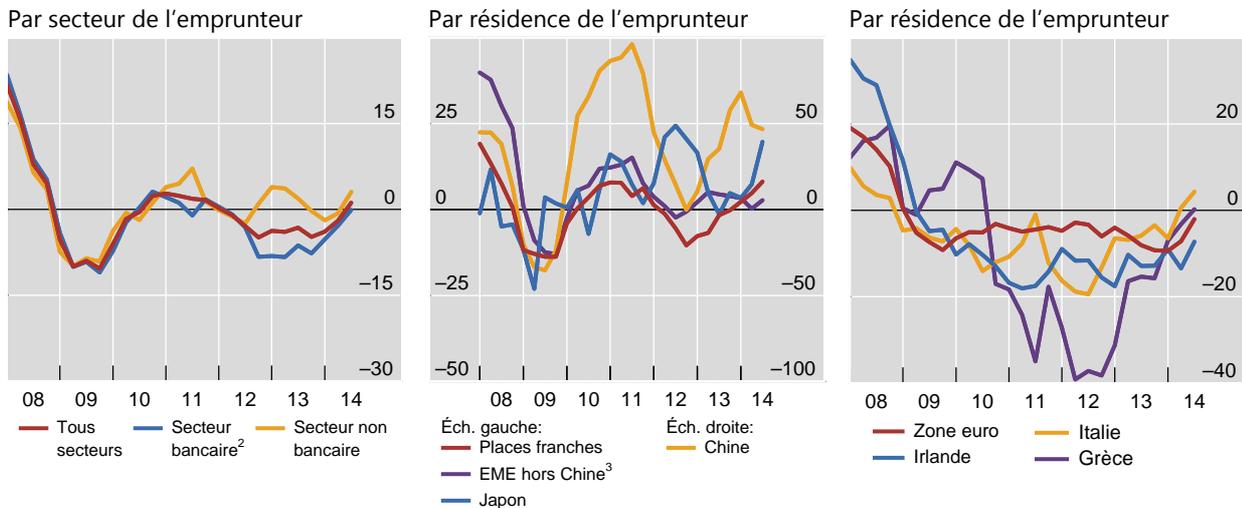
³ Les statistiques bancaires territoriales sont organisées en fonction du lieu d'implantation des agences bancaires et rendent compte de l'activité de l'ensemble des agences d'envergure internationale dans le pays déclarant, indépendamment du pays d'origine (nationalité) de la société mère. Les banques enregistrent leurs positions sur une base non consolidée, notamment vis-à-vis de leurs propres agences implantées dans d'autres pays.

⁴ Les statistiques bancaires consolidées sont organisées en fonction de la nationalité des banques déclarantes et consolidées sur une base mondiale, c'est-à-dire qu'elles excluent les positions entre sociétés affiliées du même groupe bancaire. Les banques consolident leurs positions intragroupes et déclarent uniquement leurs créances sur les emprunteurs extérieurs au groupe.

Créances transfrontières des banques déclarantes BRI

Variation annuelle, en %¹

Graphique 1



¹ Somme, sur les quatre trimestres antérieurs, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours un an auparavant. ² Y compris positions des banques vis-à-vis de leurs propres établissements. Les créances sur les banques sont calculées comme le total des créances moins les créances sur les non-banques ; elles comprennent des créances non ventilées par secteur de la contrepartie. ³ Créances sur les économies de marché émergentes (EME) hors créances sur la Chine.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence (tableaux 6A et 6B).

profité aux établissements financiers non bancaires, aux entreprises non financières et aux ménages qui, tous ensemble, constituent le secteur privé non bancaire. C'est un phénomène nouveau puisque, depuis 2008, les prêts étaient surtout accordés au secteur public. L'encours des créances internationales consolidées (sur la base de l'emprunteur direct) sur le secteur privé non bancaire a augmenté de \$139 milliards, pour s'inscrire à \$9 500 milliards fin juin 2014⁵. Par comparaison, les créances sur le secteur public ont progressé de \$61 milliards, à \$3 100 milliards.

L'augmentation des créances sur les emprunteurs non bancaires a été particulièrement marquée pour les places franches. Selon les statistiques bancaires territoriales, les banques déclarantes BRI ont accru leurs prêts transfrontières au secteur non bancaire des places franches de \$62 milliards entre fin mars et fin juin 2014. Cela a porté leur taux de croissance annuel à 10 % et l'encours des créances sur les entités non bancaires des places franches, à \$1 800 milliards fin juin 2014. La majorité des fonds étaient destinés à des emprunteurs des Îles Caïmans – où sont domiciliés de nombreux fonds de placement internationaux, notamment des fonds spéculatifs – et des montants plus modestes à des entités non bancaires de Hong-Kong RAS et Singapour.

La hausse du total des créances transfrontières a été bien répartie entre pays emprunteurs au deuxième trimestre 2014. Les créances sur le Japon ont progressé de \$32 milliards, soit un taux de croissance de 20 % pour l'année se terminant fin

⁵ Les statistiques bancaires consolidées n'offrent pas de ventilation par monnaie, ce qui empêche de calculer les variations corrigées des effets de change, comme dans les statistiques bancaires territoriales. Ainsi, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, de fin mars à fin juin 2014, a entraîné une baisse de la valeur en dollar de l'encours des créances libellées en euros. À l'inverse, l'appréciation du yen par rapport au dollar sur la même période s'est traduite par une hausse de la valeur déclarée en dollar de l'encours des créances libellées en yen.

juin 2014 (graphique 1, cadre du milieu). L'encours des créances sur le Japon est ainsi passé à \$1 100 milliards, si l'on inclut les positions des banques sur leurs propres agences. Les créances sur les emprunteurs de la zone euro, y compris l'activité transfrontière entre pays de la zone, se sont accrues de \$225 milliards – leur plus forte expansion trimestrielle depuis 2008. Cette expansion a ralenti le rythme annuel de contraction des créances transfrontières sur la zone euro, qui est revenu de –7 % fin mars 2014 à –2 % fin juin 2014 (graphique 1, cadre de droite).

Certains pays de la zone euro qui avaient connu une forte chute des crédits transfrontières ont à nouveau reçu des entrées de fonds. Les créances transfrontières sur l'Italie ont augmenté de \$35 milliards, soit +4 % par rapport à l'année précédente (graphique 1, cadre de droite). L'Irlande a bénéficié d'entrées de capitaux à hauteur de \$11 milliards, qui ont ramené le taux annuel de contraction à –7 %.

Créances sur les économies de marché émergentes

Les prêts internationaux aux économies émergentes ont également progressé au deuxième trimestre 2014, poursuivant la reprise entamée après les turbulences provoquées par l'annonce de la réduction progressive des achats d'actifs de la Fed, mi-2013⁶. Cette augmentation, de \$98 milliards, a porté leur taux annuel de croissance à 12 %.

Une fois encore, la Chine a attiré la plupart des concours accordés aux EME. Les créances transfrontières sur ce pays se sont accrues de \$65 milliards au deuxième trimestre 2014, en hausse de 47 % sur l'année se terminant fin juin 2014 (graphique 1, cadre du milieu). Du fait de cette rapide croissance, la Chine est devenue, de loin, le plus gros bénéficiaire émergent des prêts des banques déclarantes BRI. L'encours des créances transfrontières sur les résidents de ce pays s'établissait à \$1 100 milliards fin juin 2014, contre \$311 milliards pour le Brésil et un peu plus de \$200 milliards pour l'Inde et pour la Corée (graphique 2, cadre de gauche). Au niveau mondial, la Chine arrive au septième rang, après les Pays-Bas, mais juste avant le Japon. Cette expansion s'explique essentiellement par les transactions entre agences des banques chinoises situées en Chine et hors de Chine. Cependant, même sur une base consolidée – c'est-à-dire après déduction des opérations intragroupes – et en tenant compte des créances des banques étrangères comptabilisées par l'intermédiaire de leurs filiales en Chine, l'exposition des banques déclarantes BRI sur ce pays atteint presque le double de celle enregistrée sur toute autre économie émergente (graphique 2, cadre du milieu). Fin juin 2014, elle totalisait \$813 milliards, contre \$456 milliards pour le Brésil et \$381 milliards pour le Mexique (créances étrangères consolidées sur la base du risque ultime). En 2009, la Chine ne figurait même pas parmi les cinq principaux créanciers émergents des banques déclarantes BRI.

Le fait que la Chine soit devenue la première bénéficiaire des prêts bancaires internationaux aux économies émergentes est le résultat d'une évolution remarquable qui a eu lieu essentiellement depuis la crise financière (graphique 2, cadre de droite). Sur une base non consolidée, la Chine ne représentait encore, fin 2008, que 6 % des créances transfrontières sur l'ensemble des EME, et 21 % de celles sur l'Asie émergente. Mi-2014, ces chiffres étaient montés à respectivement

⁶ S. Avdjiev et E. Takáts, « *Cross-border bank lending during the taper tantrum: the role of emerging market fundamentals* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014.

La Chine, désormais première bénéficiaire des prêts bancaires internationaux

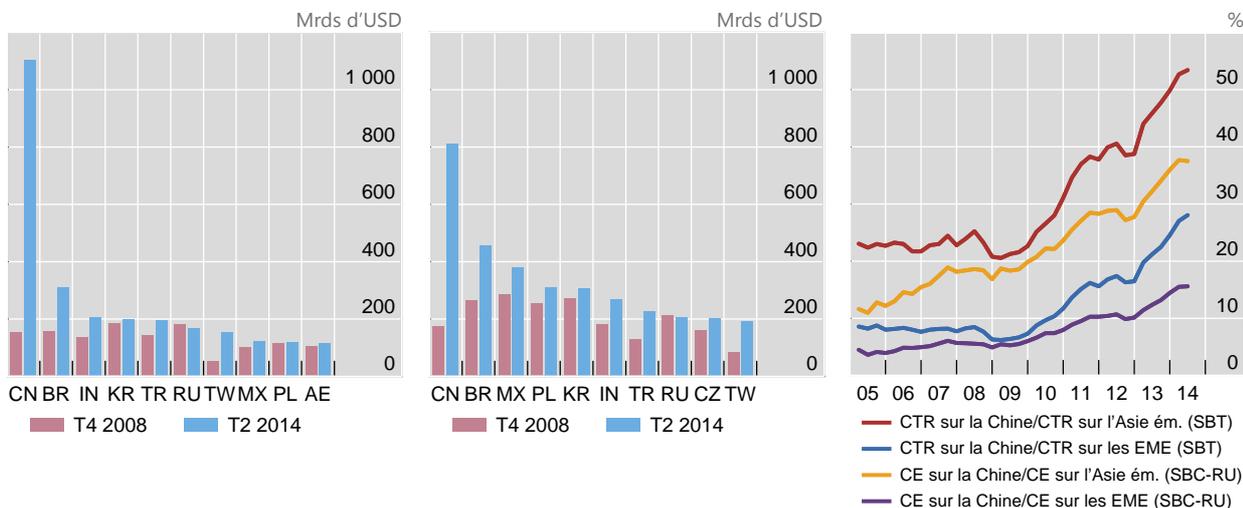
Créances des banques déclarantes BRI sur les économies émergentes, encours de fin de période

Graphique 2

Créances transfrontières¹

Créances étrangères²

Créances sur la Chine, en % des créances sur l'Asie émergente et sur les EME



AE = Émirats arabes unis ; BR = Brésil ; CN = Chine ; CZ = Rép. tchèque ; IN = Inde ; KR = Corée du Sud ; MX = Mexique ; PL = Pologne ; RU = Russie ; TR = Turquie ; TW = Taïpei chinois ; Asie ém. = région Asie-Pacifique émergente ; EME = économies de marché émergentes ; CTR = créances transfrontières ; CE = créances étrangères ; SBT = statistiques bancaires territoriales ; SBC-RU = statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime.

¹ Créances transfrontières de l'ensemble des banques déclarantes (y compris positions vis-à-vis de leurs propres établissements) sur les dix plus gros emprunteurs des économies émergentes, à fin T2 2014. ² Créances étrangères consolidées de l'ensemble des banques nationales (sur la base du risque ultime) sur les dix plus gros emprunteurs des économies émergentes, à fin T2 2014.

Sources : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence (tableau 6A) ; BRI, statistiques bancaires consolidées (tableau 9D).

28 % et 53 %. Sur une base consolidée, un phénomène semblable s'est produit. La part de la Chine dans le total des créances des banques déclarantes BRI sur les EME est passée de 5 % fin 2008 à 16 % mi-2014, tandis que sa part des créances étrangères sur l'Asie émergente passait de 17 % à 38 %.

Hors Chine, les créances transfrontières sur les économies émergentes ont progressé de \$33 milliards entre fin mars et fin juin 2014, soit de 2,7 % en rythme annuel (graphique 1, cadre du milieu). Cette progression s'est concentrée sur l'Asie : les créances sur la Corée se sont accrues de \$13 milliards (+6 % sur l'année), et celles sur l'Indonésie de \$5 milliards (+18 % sur l'année). Les créances sur l'Amérique latine ont légèrement augmenté (+\$3 milliards, soit +2 %).

L'Europe émergente a constitué l'exception à cette tendance puisque les créances transfrontières sur cette région ont diminué de \$2,1 milliards sur le trimestre et de 5 % sur l'année. Quelques pays ont enregistré une hausse, notamment la Turquie (+\$7 milliards, 0 % sur l'année), et d'autres, une baisse, comme la Russie (-\$6 milliards, -10 %), la Hongrie (-\$3 milliards, -13 %) et l'Ukraine (-\$2 milliards, -18 %).

En Russie et en Ukraine, les créances des banques étrangères comptabilisées par leurs agences dans ces pays (qui, généralement, se financent localement) ont mieux résisté que les créances transfrontières. Les créances locales sur les résidents russes, corrigées des fluctuations de change, ont augmenté d'environ 5 % entre fin juin 2014 et fin juin 2013, tandis que celles sur les résidents ukrainiens diminuaient

de 3 %. Par conséquent, les banques étrangères ayant un gros volume d'activité en Russie et en Ukraine (notamment les banques autrichiennes, françaises et italiennes) ont enregistré une moindre baisse de leurs créances étrangères totales – créances transfrontières plus créances locales – que celles ayant surtout des créances transfrontières (banques allemandes, américaines, britanniques et japonaises, par exemple).

Outre leurs créances étrangères, les banques déclarantes BRI avaient d'autres expositions potentielles – notamment contrats dérivés, garanties accordées et engagements de crédit – envers les résidents de la Russie et de l'Ukraine à hauteur de respectivement \$156 milliards et \$17 milliards. La majorité de ces expositions (\$130 milliards et \$16 milliards) étaient des garanties accordées, qui représentent essentiellement les passifs éventuels des vendeurs de protection sur CDS (à leur valeur notionnelle). Il convient de noter que ces passifs éventuels liés aux CDS sont normalement déclarés sur une base brute, sans prendre en compte les accords de compensation ou les sûretés. Ils constituent donc le plafond des expositions bancaires liées aux CDS vis-à-vis d'un pays donné. Les autres expositions potentielles envers la Russie n'ont pratiquement pas varié entre fin 2013 et fin juin 2014, mais celles par rapport à l'Ukraine ont diminué d'environ \$2 milliards en raison d'une baisse des engagements de crédit des banques.

Marché des dérivés de gré à gré au premier semestre 2014

L'activité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré a connu un léger repli au premier semestre 2014. L'encours notionnel de ces contrats a diminué de 3 %, pour s'établir à \$691 000 milliards fin juin 2014 (graphique 3, cadre de gauche). La valeur de marché brute des contrats, soit le coût de remplacement au prix de marché de tous les contrats en cours, a baissé de 7 %, à \$17 000 milliards fin juin 2014 (graphique 3, cadre du milieu). L'exposition brute au risque de crédit – qui mesure l'exposition des intervenants au risque de contrepartie après prise en compte des accords de compensation juridiquement contraignants, mais non des sûretés – est demeurée quasiment inchangée. Fin juin 2014, elle se montait à \$2 800 milliards, soit 16,3 % de la valeur de marché brute, pourcentage semblable à celui qui prévalait un semestre auparavant (graphique 3, cadre du milieu).

La contraction de l'encours notionnel agrégé s'explique essentiellement par le segment des taux d'intérêt, où le montant des contrats s'est inscrit à \$563 000 milliards à la mi-2014, niveau inférieur d'environ \$20 000 milliards à celui de fin 2013. Le volume des swaps de taux a reculé de 8 %, à \$421 000 milliards. Un important facteur de la baisse des valeurs notionnelles a été l'élimination des contrats de swap redondants par compression des opérations, pratique qui s'est largement répandue en 2014⁷. Le recul des positions sur swaps a été en partie contrebalancé par une hausse de l'activité sur contrats de taux à terme, dont le volume notionnel a progressé de 17 %, à \$93 000 milliards. En revanche, le montant notionnel des options sur titres à revenu fixe est demeuré pratiquement inchangé.

⁷ La compression des opérations est un processus de démembrement des opérations qui permet de clôturer par anticipation les dérivés économiquement redondants sans modifier la position nette de chaque participant. Pour des statistiques sur la compression multilatérale, voir TriOptima, www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html.

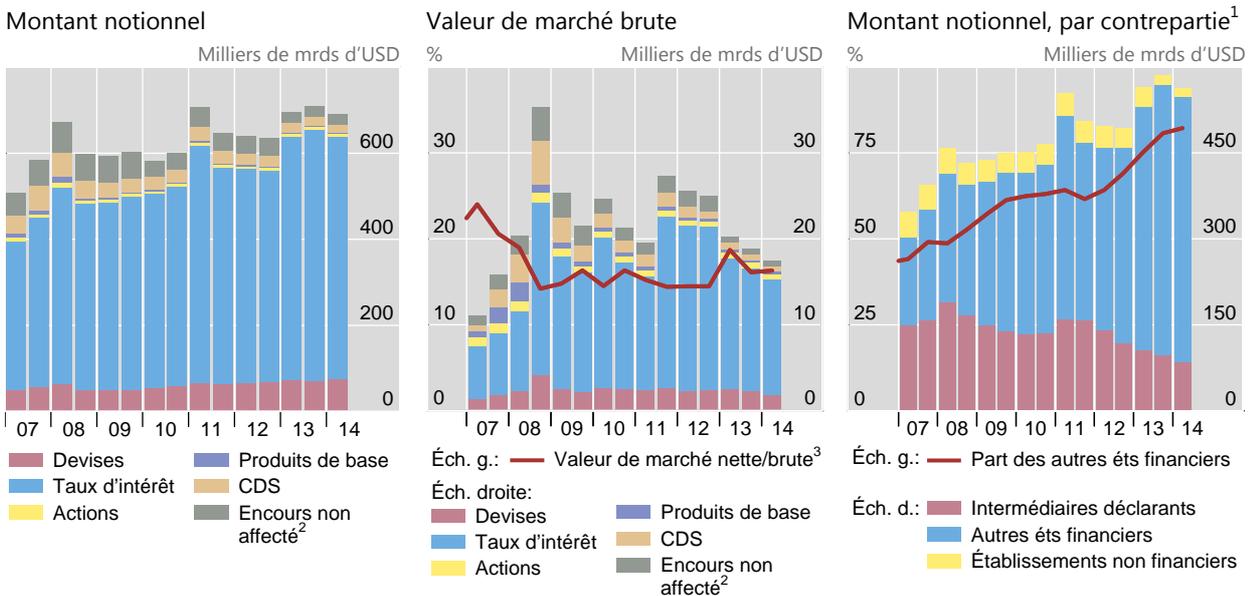
La valeur de marché brute des dérivés sur taux a reculé de 5 % depuis la fin 2013 (légèrement plus que l'encours notionnel), pour s'établir à \$13 000 milliards fin juin 2014, soit un tiers de moins que son pic récent de fin 2011. Un tel recul peut généralement s'expliquer par un rétrécissement de l'écart entre taux du marché à la date de déclaration et à la date de signature du contrat⁸. Au premier semestre 2014, la baisse de valeur de marché concernait essentiellement les contrats libellés en dollar ; pour les contrats en euro et en yen, la valeur de marché brute a augmenté entre fin 2013 et fin juin 2014, pour atteindre respectivement \$7 400 milliards et \$800 milliards. Ces fluctuations reflètent sans doute la divergence des taux d'intérêt, qui, au premier semestre 2014, ont plus diminué sur les marchés de l'euro et du yen que sur celui du dollar⁹.

La ventilation des dérivés de taux par contrepartie montre la poursuite d'une évolution en faveur des établissements financiers autres que les courtiers-contrepartistes (graphique 3, cadre de droite). Les contrats entre ces opérateurs et les autres établissements financiers se montaient à \$463 000 milliards fin juin 2014 (82 % de l'ensemble des contrats), contre environ la moitié fin 2008. Cela pourrait s'expliquer par le recours accru aux dérivés de la part des sociétés de gestion d'actifs et par une évolution générale de la structure de marché, désormais moins

Marché mondial des dérivés de gré à gré

Encours, par type de données, catégorie de risque et contrepartie

Graphique 3



¹ Dérivés de taux. ² Positions ouvertes sur dérivés de gré à gré des opérateurs ne participant pas à l'enquête semestrielle BRI. Estimations BRI reposant sur l'enquête triennale des banques centrales relative à l'activité sur les marchés des changes et des dérivés. ³ Exposition brute au risque de crédit, en % de la valeur de marché brute.

Source : BRI, statistiques sur les dérivés de gré à gré.

⁸ À la signature d'un contrat de swap de taux, la valeur de marché est nulle, c'est-à-dire que la valeur attendue des flux de trésorerie à taux fixe sur la durée de vie du swap est égale à la valeur attendue des flux de trésorerie à taux variable.

⁹ BRI, « Malgré un épisode de volatilité, les marchés tiennent bon », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, pp. 1-14.

centrée sur les courtiers-contrepartistes¹⁰. Cela étant, la tendance à la compensation centrale des contrats de gré à gré joue également un rôle important, car elle peut surévaluer la progression des montants notionnels pour les autres établissements financiers. En effet, lorsqu'un contrat entre un courtier et sa contrepartie fait l'objet d'une novation en faveur d'une contrepartie centrale (CC), il est remplacé par deux contrats avec la CC¹¹.

Le montant notionnel des contrats sur devises en cours a augmenté de 6 %, pour s'inscrire à \$75 000 milliards fin 2014. Cette augmentation a été répartie à peu près également entre les principaux instruments (contrats à terme et swaps cambistes, swaps de devises et options). Simultanément, la valeur de marché de ces instruments a chuté de 25 %, revenant à son plus bas niveau (en pourcentage du notionnel) depuis plusieurs années (graphique 4, cadre de gauche). De \$2 400 milliards fin juin 2013 et \$2 300 milliards fin 2013, elle est tombée à \$1 700 milliards fin juin 2014. Les contrats faisant intervenir le dollar, qui représentaient 87 % de l'encours notionnel fin juin 2014, expliquent l'essentiel de cette baisse. La valeur de marché des swaps cambistes, contrats à terme et options liés au yen a diminué de plus de 50 % au premier semestre 2014, lorsque les grandes fluctuations du cours du yen se sont stabilisées et que la volatilité des changes s'est apaisée, après les sommets atteints en 2013.

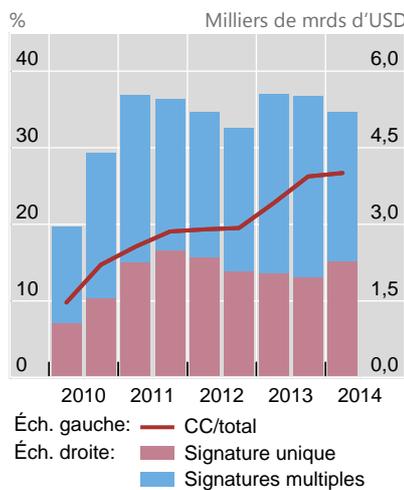
Dérivés sur devises (FX) et sur défaut (CDS)

Graphique 4

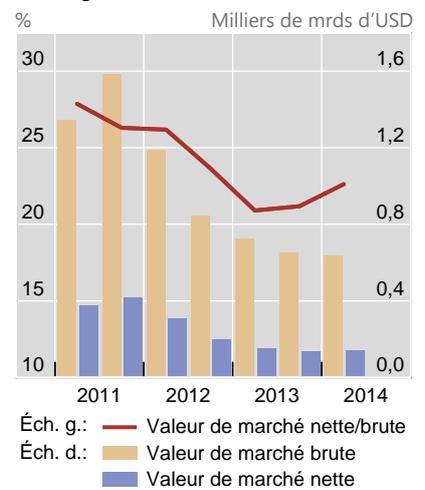
FX, valeur de marché brute, par devise



CDS avec CC, montant notionnel



CDS, effet de la compensation (netting)



Source : BRI, statistiques sur les dérivés de gré à gré.

¹⁰ Dans une étude intitulée « Anatomie du marché mondial des changes à la lumière de l'enquête triennale 2013 », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2013, D. Rime et A. Schrimpf décrivent l'évolution de la structure du marché des dérivés de gré à gré sur devises, qui, depuis quelques années est moins centrée sur les courtiers et fait plus intervenir les autres établissements financiers (comme les banques de second rang, gestionnaires d'actifs, fonds spéculatifs et sociétés de négoce pour compte propre). D'autre part, dans « Asset managers in emerging market economies », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, K. Miyajima et I. Shim analysent le comportement des gestionnaires traitant des portefeuilles d'actifs d'économies émergentes et la façon dont ils utilisent les dérivés.

¹¹ N. Vause, « La compensation centrale et son influence sur les statistiques relatives aux dérivés de gré à gré », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2011, p. 17.

Dans le compartiment des dérivés sur défaut (CDS), l'encours notionnel a continué de baisser, chutant à \$19 000 milliards fin juin 2014, essentiellement sous l'effet d'une diminution des positions entre intermédiaires et de la poursuite de l'élimination des contrats redondants. Cela signifie que les positions agrégées sur dérivés de crédit sont désormais beaucoup plus faibles qu'elles n'étaient avant la crise, lorsque leur volume a culminé à \$58 000 milliards fin 2007. Le montant notionnel des contrats entre courtiers déclarants est revenu à \$10 000 milliards fin juin 2014, tandis que celui des contrats avec les banques et les entreprises d'investissement est remonté à \$2 000 milliards. Si la compression des opérations s'est poursuivie, son rythme s'est ralenti dans le segment des CDS depuis son pic de 2008–2009. Elle a toutefois gagné d'autres compartiments des dérivés de gré à gré, notamment les swaps de taux compensés centralement.

La compensation centrale est restée un sujet important sur les marchés de dérivés de gré à gré au premier semestre 2014. Elle constitue une priorité du programme de réforme des marchés de gré à gré engagé par les autorités internationales de réglementation pour réduire le risque systémique. Les contrats à compensation centrale ont progressé pour atteindre 27 % du total des CDS fin juin 2014, contre 23 % un an auparavant. C'est dans le segment des signatures multiples que le rôle des CC a été le plus important (34 %) (graphique 4, cadre du milieu). Les contrats sur indices CDS à signatures multiples sont généralement plus standardisés et donc plus propices à la compensation centrale que ceux à signature unique.

Le développement du recours aux contreparties centrales a notamment entraîné une augmentation des accords de compensation sur le marché des CDS. La compensation permet aux intervenants de réduire leur risque de contrepartie en neutralisant les contrats ayant une valeur de marché négative par ceux ayant une valeur de marché positive. La comparaison entre valeurs de marché nette et brute montre que les accords de compensation sont largement utilisés : les valeurs de marché nettes ne représentaient plus que 21 % des valeurs de marché brutes fin 2013. Ce pourcentage est quelque peu remonté récemment, à 23 % fin juin 2014 (graphique 4, cadre de droite). C'est pour les CDS avec d'autres courtiers ou avec des CC que la compensation est la plus répandue : dans ces segments, elle a ramené le ratio valeur de marché nette/valeur de marché brute à respectivement 15 % et 16 % fin juin 2014. En revanche, son rôle est minime pour les contrats avec des compagnies d'assurance (85 %) et la clientèle non financière (75 %).

Structure des filiales extraterritoriales et niveau de risque : quelle corrélation ?

Branimir Gruić, Christian Upper et Agustín Villar

La moitié environ de l'encours des titres de dette internationaux de sociétés non financières ayant leur siège dans une grande économie de marché émergente ont été émis par l'intermédiaire de filiales situées à l'étranger, de fortes disparités existant toutefois d'un pays à l'autre (graphique A, cadre de gauche). Les titres en question n'apparaissent pas dans les statistiques de l'endettement extérieur établies sur la base du pays de résidence, qui dressent par conséquent un tableau trop optimiste de l'endettement des entreprises non financières^①. Il y a néanmoins lieu de penser que le profil de risque des titres de dette émis à l'étranger sera très différent selon que la filiale émettrice est une entreprise à part entière exerçant d'importantes activités dans son pays de résidence ou qu'elle sert uniquement de structure intermédiaire ayant pour objet d'acheminer des fonds vers la société mère^②. Malheureusement, on ne dispose pas de données agrégées sur toute l'étendue des activités des filiales extraterritoriales. Cela étant, la structure de ces filiales peut apporter un éclairage. En effet, on peut supposer que les filiales non financières de sociétés non financières sont plus susceptibles que les filiales purement financières de mener des opérations autres que la collecte de fonds pour la société mère. Si cette hypothèse se vérifie, la branche d'activité de l'entité émettrice pourrait renseigner quelque peu sur le profil de risque des titres de dette émis à l'étranger^③.

La répartition des émissions selon la structure des filiales situées hors du pays de résidence de la société mère fait apparaître d'importantes disparités selon les pays, même parmi ceux dont les parts extraterritoriales des émissions sont comparables. Ainsi, plus de 80 % des émissions à l'étranger d'entreprises ayant leur siège en Inde sont le fait de filiales non financières (graphique A, cadre de droite). Ces fonds sont levés en grande partie par des entreprises métallurgiques et sidérurgiques, caractérisées par une forte présence dans le monde entier. Les entreprises chinoises lancent elles aussi leurs emprunts dans une large mesure par l'intermédiaire de filiales non financières situées à l'étranger, celles-ci étant à l'origine de plus de la moitié des émissions extraterritoriales des entreprises ayant leur siège en Chine. À l'inverse, les entreprises brésiliennes et coréennes émettent principalement par l'entremise de filiales financières.

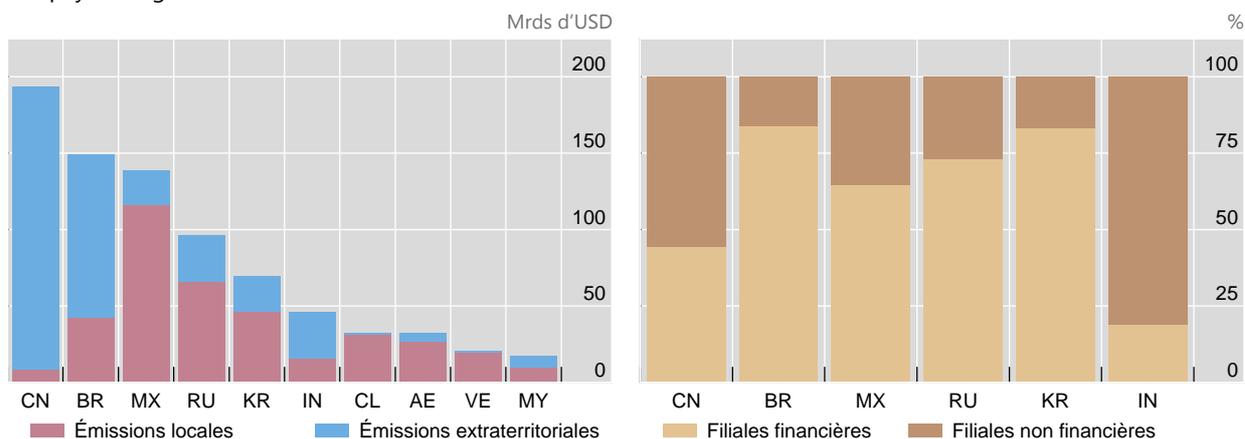
Émissions de titres de dette internationaux de groupes non financiers implantés dans les EME¹

Encours²

Graphique A

Par pays d'origine ou de résidence de l'émetteur³

Selon la structure des entités extraterritoriales⁴



AE = Émirats arabes unis ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; RU = Russie ; VE = Venezuela.

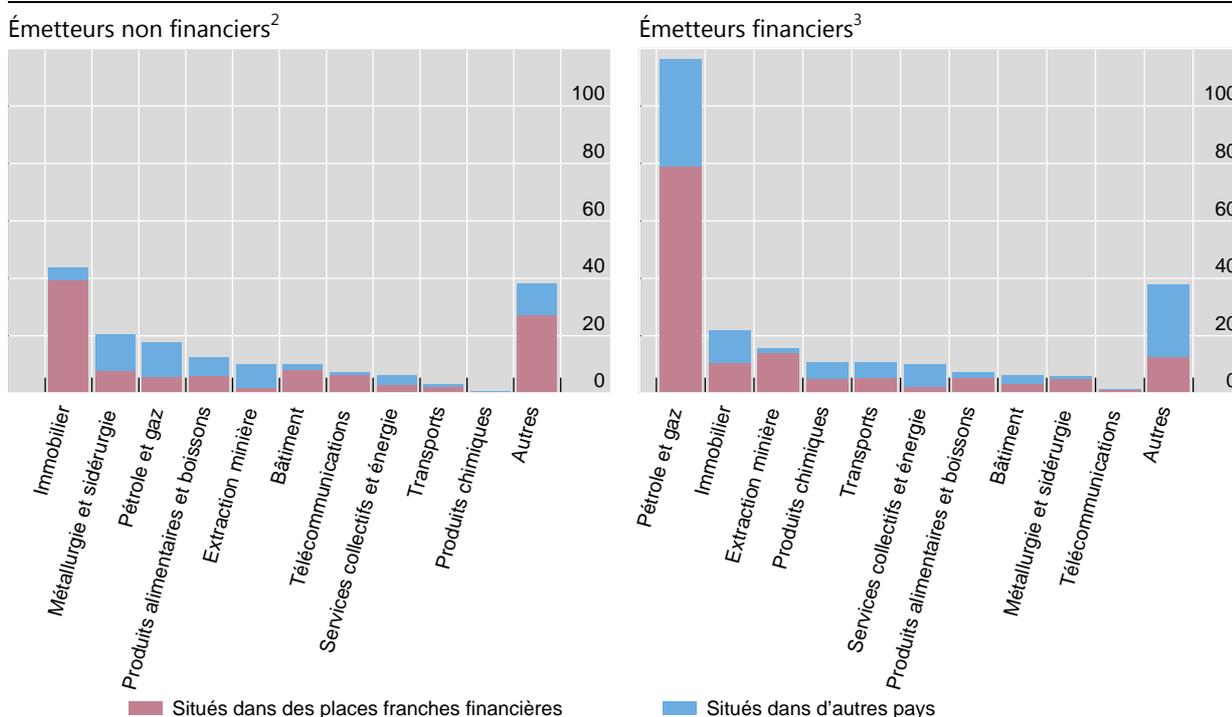
¹ Sociétés non financières ayant leur siège dans l'un des pays représentés, les structures émettrices exerçant leurs activités dans tout autre pays. Les obligations considérées ont été émises à l'étranger (c'est-à-dire sur les marchés internationaux). ² À fin septembre 2014. ³ Le pays d'origine désigne la résidence du siège non financier ; le pays de résidence désigne le pays de l'émetteur. Résidence et origine se confondent pour les émetteurs locaux mais diffèrent pour les émetteurs extraterritoriaux. ⁴ L'activité principale des filiales financières est la prestation de services financiers.

Sources : Dealogic ; calculs BRI.

Répartition sectorielle des sociétés non financières

Encours, en milliards de dollars¹

Graphique B



¹ À fin septembre 2014. Ensemble des nationalités considérées. ² Répartition sectorielle des filiales non financières émettrices par pays de résidence. En l'absence d'indication du secteur de l'émetteur, celui du propriétaire non résident est retenu. ³ Répartition sectorielle des propriétaires non résidents des émetteurs par pays de résidence des filiales financières émettrices.

Sources : Dealogic ; calculs BRI.

Les parts attribuables aux filiales financières et non financières varient également selon les branches d'activité. Ainsi, les entreprises du secteur des hydrocarbures réalisent l'essentiel de leurs émissions en passant par leurs filiales financières (graphique B), ce qui laisse supposer que les fonds levés sont acheminés en majeure partie vers la société mère. Dans la plupart des autres branches, les proportions des titres de dette émis par des filiales financières et non financières sont à peu près équivalentes.

La méthode consistant à utiliser la structure des filiales comme un indicateur du profil de risque présente toutefois certaines limites, comme l'illustre le secteur de l'immobilier. Les émissions réalisées dans ce secteur sont principalement le fait d'entreprises ayant leur siège en Chine, qui émettent surtout par l'intermédiaire de filiales non financières. Cela peut s'expliquer par le fait que celles-ci ont la possibilité de détenir des biens immobiliers susceptibles d'être donnés en garantie. Toutefois, les biens en question ne doivent pas nécessairement être situés dans le pays d'émission mais peuvent tout aussi bien l'être en Chine, voire dans un pays tiers. De fait, la grande majorité des émetteurs (extraterritoriaux) directs opérant dans ce secteur résident dans des places franches financières (graphique B) comme les Îles Caïmans, qui se caractérisent par des marchés immobiliers de très petite taille en comparaison avec le volume de l'encours obligataire.

① Sont considérés comme internationaux les titres de dette émis dans un pays différent du pays de résidence de l'émetteur. La présente analyse laisse de côté les émissions locales, c'est-à-dire réalisées dans le pays de l'émetteur. Pour des analyses antérieures au sujet des emprunts extraterritoriaux, voir R. N. McCauley, C. Upper et A. Villar, « Émissions de titres de dette des marchés émergents dans les places franches », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2013, pp. 11-12, et B. Gruić, M. Hattori et H. S. Shin, « Évolution récente de l'intermédiation du crédit au niveau mondial et risques potentiels », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, pp. 6-8. Pour une étude de la manière dont le rapatriement de ces fonds apparaît dans les statistiques de la balance des paiements, voir S. Avdjiev, M. Chui et H. S. Shin, « Non-financial

corporations from emerging market economies and capital flows », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2014, pp. 67-77. ② Pour une analyse des risques liés à l'émission de titres de dette internationaux, voir M. Chui, I. Fender et V. Sushko, « Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, pp. 35-47. ③ Dans certains cas, les filiales financières immatriculées à l'étranger procèdent à une collecte de ressources centralisée à l'appui d'activités menées sur différents marchés nationaux par une entreprise d'envergure mondiale. La mise en commun des fonds collectés pour le compte de plusieurs sociétés affiliées peut permettre de réaliser des économies d'échelle dans l'activité d'émission, et d'en distribuer le produit sur les différents marchés nationaux. Les avoirs des investisseurs étrangers en titres de cette nature n'ont pas d'incidence sur les statistiques de la dette extérieure du pays de la société mère.