

Principales tendances des flux financiers mondiaux¹

En collaboration avec des banques centrales et d'autres autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse plusieurs séries de statistiques sur l'activité financière internationale. Le présent chapitre s'appuie sur les toutes dernières données (septembre 2014) des statistiques bancaires internationales et des indicateurs de liquidité de la BRI. Un encadré s'intéresse à ces indicateurs et à leur interprétation.

En bref

- L'activité bancaire internationale a poursuivi au troisième trimestre 2014 son expansion, amorcée au premier trimestre. Les émissions de titres de dette internationaux ont continué de progresser à un rythme soutenu, sous l'effet du niveau très faible (parfois négatif) des rendements des obligations souveraines.
- Fin septembre 2014, les prêts en dollar aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis s'élevaient à \$9 200 milliards, en hausse de 9 % par rapport à l'année précédente et de 50 % depuis fin 2009. Ce total comprenait \$4 200 milliards de titres de dette et \$4 900 milliards de prêts bancaires.
- Dans la zone euro, les prêts bancaires ont augmenté, mais d'une façon différenciée selon les pays, qui ne suivait le schéma traditionnel noyau-périphérie.
- Les prêts transfrontières aux économies de marché émergentes (EME) d'Asie ont continué de croître rapidement. Les créances des banques déclarantes BRI sur la Chine étaient en hausse de 40 % par rapport à l'année précédente, mais il semble que cette hausse soit terminée, puisqu'elle n'a été que de 3 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2014. Les créances des banques déclarantes sur les banques chinoises ont diminué sur cette période.
- La vigueur actuelle des flux de capitaux transfrontières vers certaines EME, notamment dans l'Est asiatique, pourrait encore accentuer l'expansion du crédit intérieur dans ces économies. Dans d'autres pays et régions émergents, les prêts transfrontières progressent moins rapidement que le crédit intérieur.

¹ Cet article a été rédigé par Benjamin Cohen (ben.cohen@bis.org) et Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org). Pablo García-Luna, Sebastian Goerlich, Branimir Gruić, Jeff Slee et Jhuvsh Sobrun ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

- Les prêts aux emprunteurs russes ont baissé de façon notable au troisième trimestre 2014, portant leur repli sur une année à 15 %.
- Comme au cours des précédentes phases de reprise conjoncturelle, les émissions d'actions se sont accrues ces dernières années. Simultanément, les rachats ont dépassé les nouvelles émissions, tout au moins aux États-Unis. Un encadré est consacré à ces tendances.
- La présente section contient également un encadré sur les indicateurs BRI de liquidité mondiale.

Flux de crédit internationaux dans une économie à plusieurs vitesses

Au deuxième semestre 2014, les flux internationaux bancaires et de capitaux ont poursuivi leur ajustement aux tendances fluctuantes de la demande mondiale. Après la crise financière mondiale, les économies avancées les plus importantes ont été confrontées pendant plusieurs années au surendettement et à des systèmes bancaires vulnérables, tandis que les flux de capitaux se dirigeaient vers des EME à croissance rapide. Plus récemment, on a vu apparaître une économie mondiale « à plusieurs vitesses » : croissance accélérée dans certaines économies avancées, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni ; perspectives décevantes dans la zone euro et au Japon ; et ralentissement dans quelques économies émergentes, mais pas toutes.

Le redressement des systèmes bancaires et un appétit pour le risque non démenti ont permis un début de reprise des prêts bancaires internationaux dans les économies avancées, même s'ils demeurent bien inférieurs à ce qu'ils étaient avant la crise. Simultanément, les prêts internationaux se sont poursuivis à un rythme soutenu dans les EME, surtout celles d'Asie. Le crédit bancaire s'est ainsi remis à jouer son rôle de véhicule essentiel de la liquidité mondiale.

La reprise des prêts bancaires internationaux a coïncidé avec des niveaux d'émissions de titres internationaux toujours élevés (phénomène parfois désigné sous le nom de « deuxième phase de la liquidité mondiale »)². Dans ce contexte, certaines économies ont conservé la rapide expansion du crédit qui caractérise les fins de cycle financier et, parfois, les flux de prêts internationaux ont contribué à amplifier ces boums financiers.

Les « Principales tendances des flux financiers mondiaux » examinent l'évolution des flux financiers internationaux à la lumière des données sur les prêts bancaires et sur les titres de dette compilées par la BRI. Elles présentent cette évolution dans le contexte, plus large, des développements en matière de liquidité et d'agrégats de crédit mondiaux. La plupart des données sont disponibles jusqu'à la fin du troisième trimestre 2014, même si certaines sources statistiques et évolutions des prix de marché peuvent apporter un éclairage sur le quatrième trimestre 2014 et le début de 2015. L'analyse utilise les indicateurs de liquidité mondiale mis au point par la BRI et auparavant diffusés sous forme d'une

² Voir H. S. Shin, « The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies », compte rendu de la Conférence sur la politique économique en Asie, organisée par la Banque de Réserve fédérale de San Francisco, novembre 2013, pp. 1–10.

publication statistique distincte sur le site web de la BRI. L'encadré 1 fournit plus de détails sur ces indicateurs et leur interprétation.

Flux de crédit mondiaux toujours élevés dans un contexte de reprise des prêts bancaires

Les flux de crédit internationaux, qui comprennent les prêts bancaires et les émissions de titres de dette, sont demeurés significatifs au troisième trimestre 2014, même s'ils sont toujours inférieurs à leur niveau d'avant-crise (graphique 1).

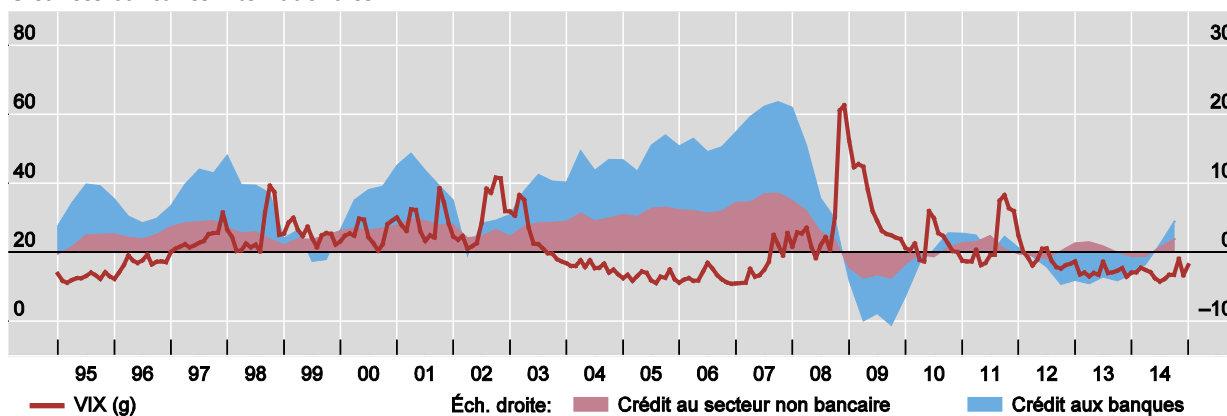
La tendance historique selon laquelle les créances bancaires internationales augmentent généralement lors d'épisodes de volatilité faible ou en baisse semble s'être confirmée pendant l'année 2014 (graphique 1, cadre supérieur). L'effet d'une hausse de la volatilité de marché, remontée vers sa moyenne historique à la fin 2014 et durant les premiers mois de 2015, n'apparaîtra pleinement que lorsque les

Créances bancaires internationales, titres de dette internationaux et volatilité

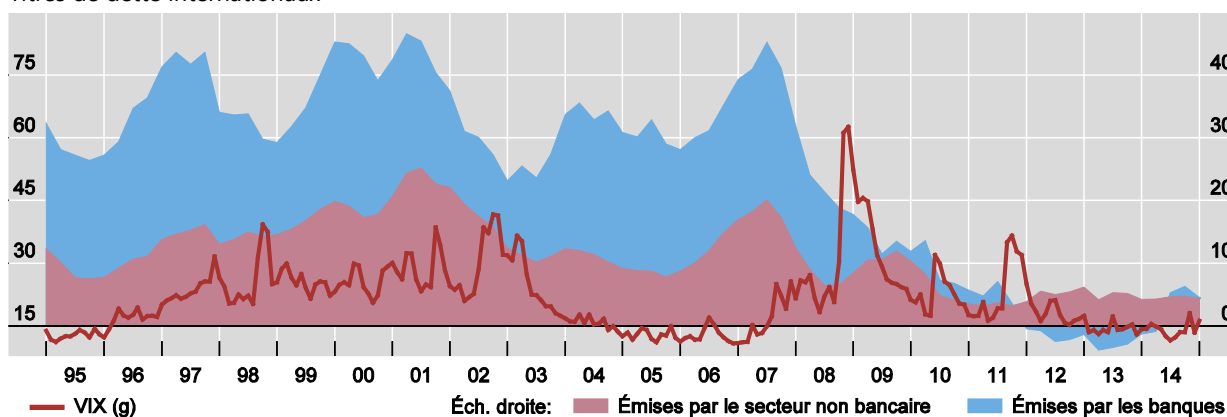
Taux de croissance sur 1 an, en %.

Graphique 1

Créances bancaires internationales¹



Titres de dette internationaux²



¹ Crédit transfrontière et crédit local en devises de l'ensemble des banques déclarantes BRI. ² Émissions nettes. Tous instruments, toutes échéances et tous émetteurs confondus.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence, calculs propres.

données bancaires concernant cette période seront disponibles³. Des données préliminaires provenant du marché des prêts consortiaux laissent toutefois penser que le crédit bancaire international est demeuré soutenu au quatrième trimestre 2014.

Parallèlement à la reprise des prêts bancaires, les titres de dette internationaux sont demeurés un important canal pour les flux de crédit mondiaux (graphique 1, cadre inférieur). En 2014, les émissions nettes (moins remboursements) cumulées de titres de dette internationaux ont atteint \$178 milliards dans les économies avancées et \$359 milliards dans les économies émergentes (graphique 8, cadres inférieurs)⁴.

En ce qui concerne plus généralement les agrégats de crédit, l'expansion des prêts (par le biais des banques et des marchés de titres, mais hors flux interbancaires) aux non-résidents en dollar et en euro, respectivement, est restée supérieure à celle des concours aux résidents des zones monétaires correspondantes (graphique 2, cadres de droite). Pour la première fois depuis 2011, les crédits bancaires en dollar au secteur non financier hors des États-Unis ont progressé plus rapidement que les prêts aux non-résidents sous forme d'émissions de titres de dette internationaux, ce qui indique une reprise de l'activité des banques de dimension mondiale.

Fin septembre 2014, les crédits en dollar aux emprunteurs non financiers hors des États-Unis s'élevaient à \$7 300 milliards, soit une hausse de 9 % par rapport à l'année précédente (graphique 2, cadres supérieurs). Sur cette même période, les prêts bancaires ont progressé de 9,7 %, à \$4 900 milliards, tandis que les titres de dette ont augmenté de 8,6 %, à \$2 400 milliards. Si l'on ajoute les emprunteurs financiers non bancaires, le total se monte à \$9 200 milliards⁵. Ce dernier chiffre est sans doute plus représentatif des crédits en dollar aux non-résidents puisque nombre de ces entités financières non bancaires fournissent des financements en dollar directement aux entreprises non financières.

Les crédits en euro aux emprunteurs non financiers hors de la zone euro ont atteint \$2 300 milliards, soit une augmentation de 8,5 % par rapport à l'année précédente (graphique 2, cadres inférieurs). Les prêts bancaires en euro au secteur non bancaire hors de la zone euro, à €1 300 milliards, se sont accrus de 5 % sur l'année, enregistrant leur deuxième trimestre de hausse après quatre trimestres de baisse.

Parallèlement à l'expansion du crédit intérieur et transfrontière, les émissions d'actions se sont renforcées ces dernières années dans les économies avancées, même si, au moins aux États-Unis, cette hausse a été contrebalancée par une augmentation des rachats (Encadré 2).

³ BRI, « Nouvelle vague d'assouplissement », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015.

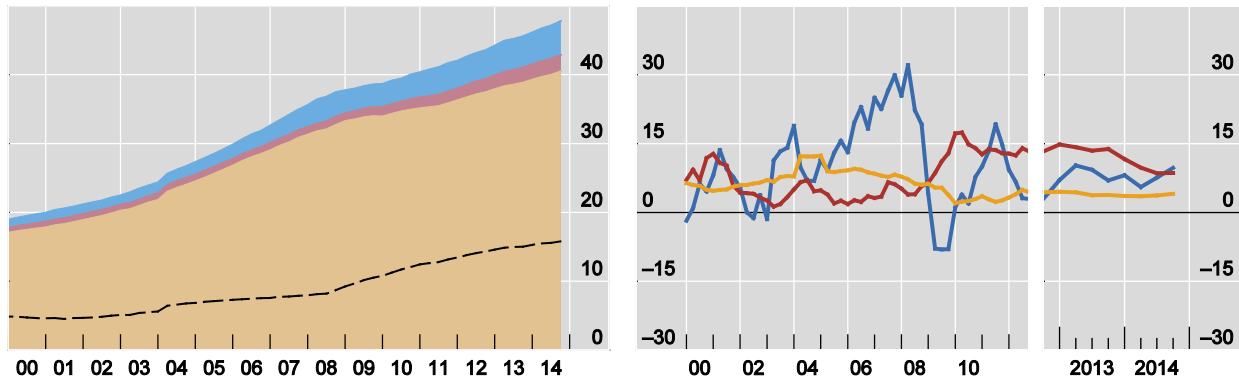
⁴ Les flux financiers représentés par les chiffres d'émissions de titres de dette du cadre inférieur du graphique 1 ne sont pas strictement comparables aux créances figurant dans le cadre supérieur. Les créances bancaires, notamment, reposent sur des concepts de balance des paiements, contrairement aux émissions de titres de dette. Ainsi, une partie des « titres de dette internationaux » (essentiellement définis comme titres émis par des non-résidents) sont achetés par des résidents (ce qui n'est normalement pas considéré comme un investissement transfrontière), tandis que les titres nationaux (titres non classés ici comme internationaux) sont souvent acquis par des non-résidents.

⁵ R. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage », *BIS Working Papers*, n° 483, janvier 2015.

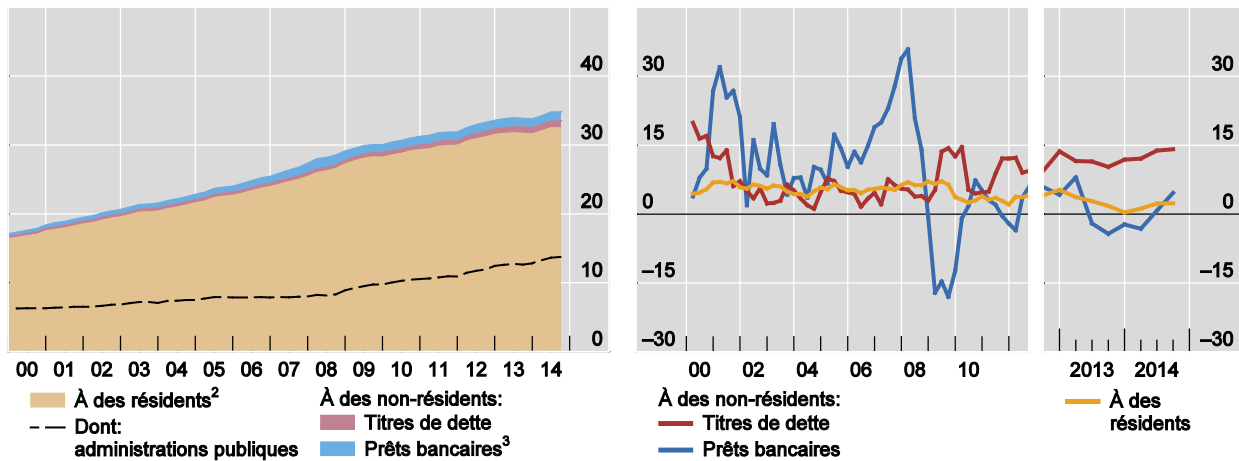
Encours, en milliers de mrds d'USD

Croissance annuelle, en %

Crédit en dollar



Crédit en euro¹



¹ À cours de change constants de fin T3 2014. ² Crédit au secteur non financier des États-Unis/de la zone euro ressortant des états financiers, hors crédits identifiés comme accordés à des emprunteurs en devises (prêts transfrontières et prêts accordés localement, ainsi qu'encours d'obligations internationales en devises). ³ Prêts transfrontières et prêts accordés localement au secteur non bancaire hors des États-Unis/de la zone euro. Chine et Hong-Kong RAS : les prêts accordés localement proviennent de données nationales sur le total des prêts locaux en devises, en supposant que 80 % sont libellés en dollar. Autres pays non déclarants BRI : les prêts locaux en dollar/euro au secteur non bancaire sont représentés par les prêts transfrontières bruts en dollar/euro de toutes les banques déclarantes BRI au secteur bancaire du pays, en supposant que ces fonds sont ensuite prêtés au secteur non bancaire.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; BRI, statistiques sur les titres de dette internationaux et statistiques bancaires territoriales, par pays de résidence.

Pour en revenir aux flux bancaires agrégés, l'activité bancaire internationale (y compris marché interbancaire), qui avait commencé à s'intensifier au premier trimestre 2014, a poursuivi sa reprise au deuxième et au troisième (graphique 3, cadre de gauche)⁶. Les créances bancaires transfrontières sur tous les secteurs ont

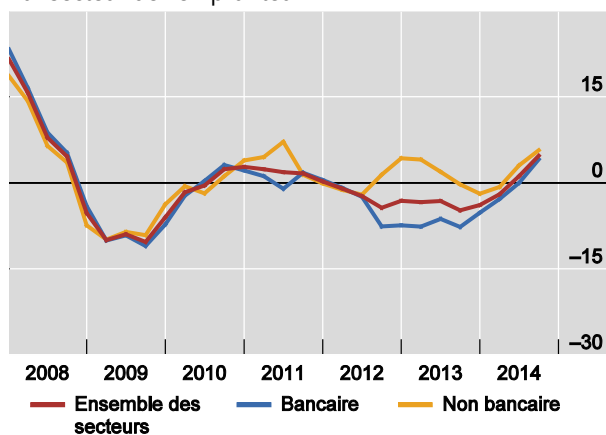
⁶ Les statistiques bancaires territoriales, ventilées en fonction du pays de résidence des établissements bancaires, couvrent l'activité de tous les établissements bancaires internationaux situés dans le pays déclarant, quel que soit le pays d'origine de la banque mère. Les banques enregistrent leurs positions sur une base non consolidée, c'est-à-dire qu'elles prennent en compte les positions vis-à-vis de leurs propres établissements à l'étranger. La dépréciation de l'euro et d'autres grandes monnaies par rapport au dollar entre fin juin et fin septembre 2014 a entraîné une baisse de la valeur déclarée en dollar de l'encours des créances libellées en monnaies autres que le dollar. Les *taux d'augmentation* déclarés ici sont toutefois corrigés des effets de change.

Créances transfrontières

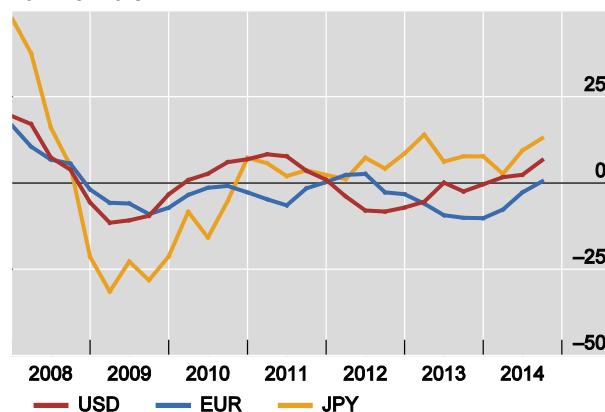
Variation annuelle, en %¹

Graphique 3

Par secteur de l'emprunteur



Par monnaie



¹ Calculé comme la somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente. 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 établissements non bancaires ; elles comprennent donc des créances non ventilées par secteur de la contrepartie.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales, par pays de résidence (tableaux 1, 5A, 6A et 6B).

augmenté de \$494 milliards entre fin juin et fin septembre 2014, après correction des ruptures de séries et des fluctuations de change. En conséquence, leur taux de progression annuelle est passé de 1 % fin juin à 5 % fin septembre 2014. Les prêts au secteur non bancaire se sont accrus à un rythme un peu supérieur (+6 %) à celui des concours aux banques (+4 %) (graphique 3, cadre de gauche).

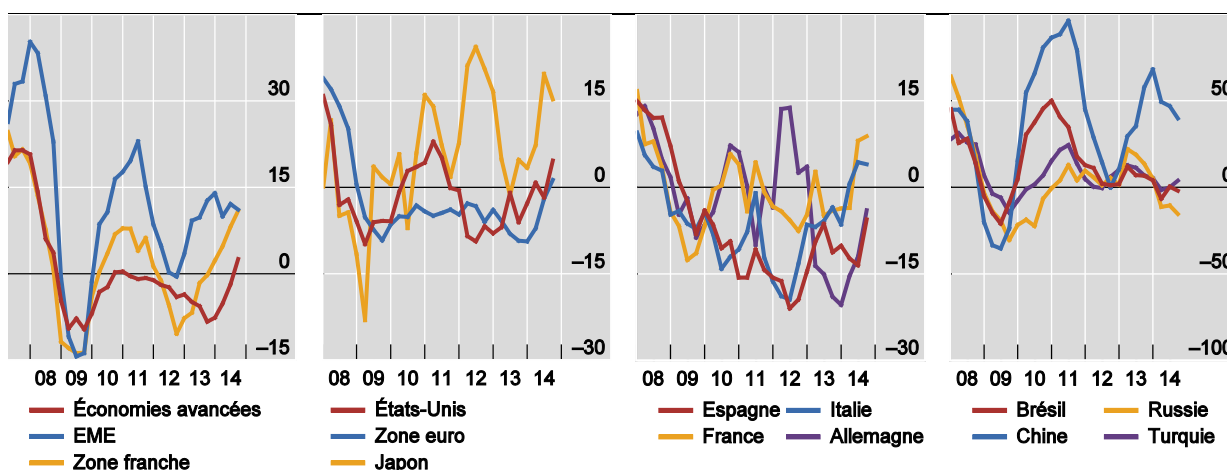
Sur la période d'un an se terminant en septembre 2014, les prêts transfrontières à l'ensemble des emprunteurs (secteurs bancaire et non bancaire) des économies avancées ont augmenté de 3 %, contre 11 % pour ceux aux économies émergentes (graphique 4, 1^{er} cadre). Comme les économies avancées représentent encore la majeure partie du total, la hausse récente des créances transfrontières, dans le monde, est toujours bien inférieure à celle d'avant la crise. Entre septembre 2006 et septembre 2007, les prêts transfrontières aux économies avancées avaient progressé de 22 % (en termes corrigés des fluctuations de change), et de 33 % pour ceux aux économies émergentes. L'encours des créances transfrontières sur les économies avancées, qui s'est établi à \$21 100 milliards en septembre 2014, reste en deçà des \$28 400 milliards du premier trimestre 2008. En revanche, les créances sur les économies émergentes sont aujourd'hui largement supérieures à ce qu'elles étaient avant la crise (\$3 900 milliards, contre \$2 700 milliards).

Suivant l'évolution susmentionnée du crédit total au secteur non résident non bancaire, les prêts bancaires transfrontières agrégés en dollar ont bondi, leur taux de croissance annuelle passant de 2 % en juin 2014 à près de 7 % en septembre 2014 (graphique 3, cadre de droite). Les créances en yen ont augmenté encore plus rapidement, de 9 % au deuxième trimestre à presque 13 % au troisième. En revanche, les créances en euro n'ont pratiquement pas varié. Cette quasi-stagnation représente cependant une hausse en termes relatifs, dans la mesure où la baisse entamée en 2012 s'est interrompue en septembre 2014.

Créances transfrontières, par pays de résidence de l'emprunteur

Variation annuelle, en %¹

Graphique 4



¹ Calculé comme la somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence (tableaux 1, 5A, 6A et 6B).

Poursuite des flux bancaires à destination de l'Asie, mais ralentissement vis-à-vis d'autres régions

Cette vue d'ensemble des flux de crédit mondiaux masque des divergences entre pays et régions. Les prêts au Japon et à d'autres pays d'Asie se sont maintenus à un niveau élevé, ceux aux économies avancées (y compris certains pays de la zone euro) ont montré des signes de reprise, tandis que ceux accordés aux EME hors Asie ont été généralement faibles.

Parmi les économies avancées, le Japon se distingue par la reprise des prêts transfrontières qu'il a reçus (graphique 4, 2^e cadre). Les créances sur les résidents japonais ont poursuivi leur expansion très rapide (15 % en glissement annuel) sous l'effet, notamment, d'une forte accélération des prêts au secteur non bancaire (dont le taux de croissance est passé de 20 % fin juin 2014 à 31 % fin septembre 2014).

Les prêts transfrontières aux résidents des États-Unis se sont accrus de 5 % au cours de l'année finissant en septembre 2014, du fait d'une augmentation de 7 % des créances sur les banques du pays.

Les créances transfrontières sur la zone euro ont également progressé en rythme annuel, mais beaucoup plus lentement. Leur hausse de 1 % sur l'année se terminant en septembre 2014 était la première depuis le dernier trimestre 2008, ce qui indique une reprise progressive de l'activité financière transfrontière après la crise de la dette souveraine de 2011–12. Cette hausse d'ensemble au sein de la zone euro masque d'importantes divergences entre pays. D'une part, les créances transfrontières sur la France et l'Italie ont augmenté à un taux annuel de 9 % et 4 %, respectivement (graphique 4, 3^e cadre). D'autre part, les concours transfrontières à l'Espagne et à l'Allemagne se sont contractés de près de 6 % et 4 %, respectivement.

Ces évolutions ne correspondent pas à la division traditionnelle de la zone euro entre pays du « noyau » et de la « périphérie ».

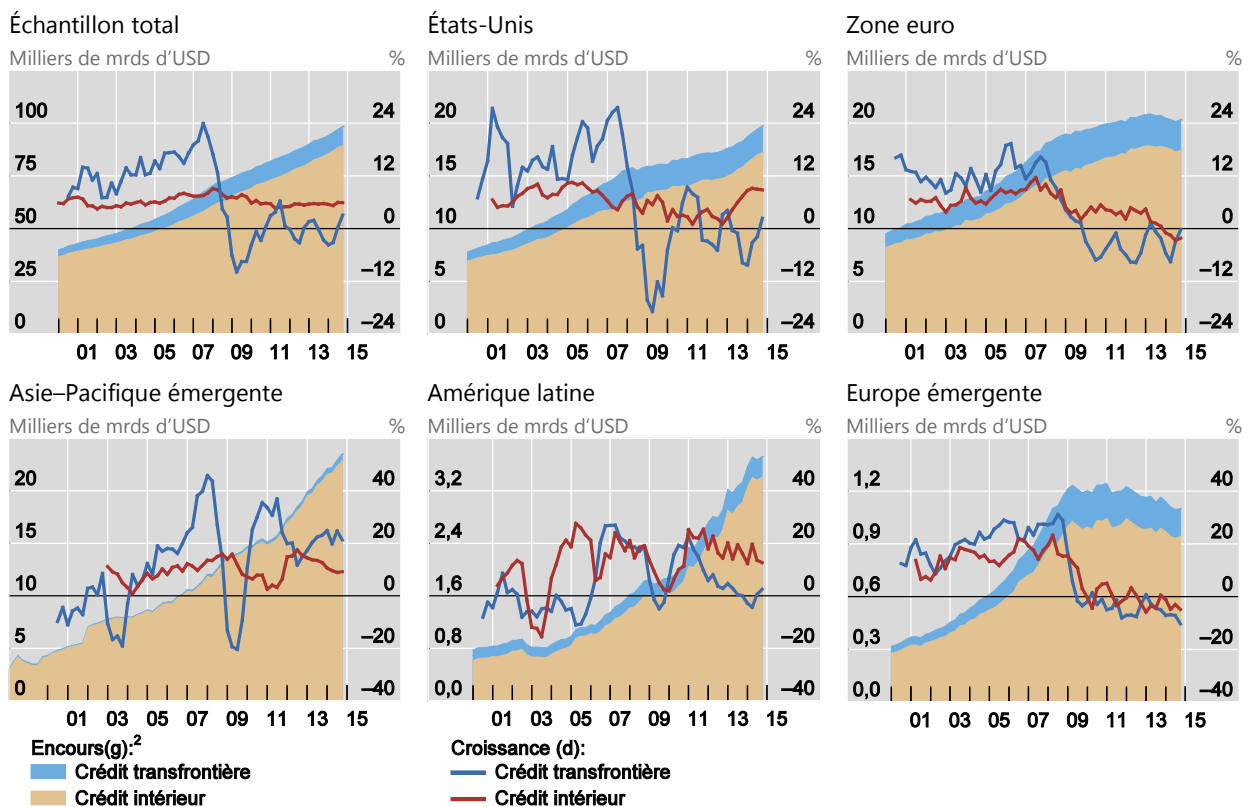
Ces tendances des flux bancaires transfrontières agrégés se sont reflétées dans la fourniture de crédit au secteur non bancaire, qui a varié selon les régions (graphique 5). Dans la plupart d'entre elles, les prêts bancaires intérieurs aux établissements non bancaires continuent de croître plus rapidement que les prêts transfrontières à ces emprunteurs, et l'encours actuel du crédit intérieur dépasse largement celui du crédit transfrontière. En ce qui concerne les États-Unis, les prêts bancaires transfrontières au secteur non bancaire ont progressé de 2 % en glissement annuel, contre 9 % pour le crédit intérieur (graphique 5, cadre supérieur du milieu). Dans le cas de l'Amérique latine, le crédit bancaire transfrontière s'est étoffé de 3 % et le crédit intérieur de 13 % (graphique 5, cadre inférieur du milieu). Dans la zone euro comme en Europe émergente, les prêts intérieurs et transfrontières au secteur non bancaire ont stagné ou décliné (graphique 5, cadres de droite).

Dans le même temps, les prêts transfrontières à l'Asie-Pacifique émergente se sont poursuivis à un rythme soutenu (graphique 5, cadre inférieur de gauche). Les prêts bancaires transfrontières au secteur non bancaire de la région ont nettement progressé (+21 % en glissement annuel), essentiellement du fait de la Chine (voir

Agrégats de prêts bancaires internationaux, par région emprunteuse¹

À cours de change constant de fin T3 2014

Graphique 5



¹ Échantillon de 56 pays déclarants. ² Total des prêts bancaires aux emprunteurs non bancaires (y compris États), ajusté de diverses composantes des statistiques bancaires BRI de façon à obtenir une ventilation par monnaie à la fois des prêts transfrontières et du crédit intérieur.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; BRI, statistiques bancaires internationales et calculs propres.

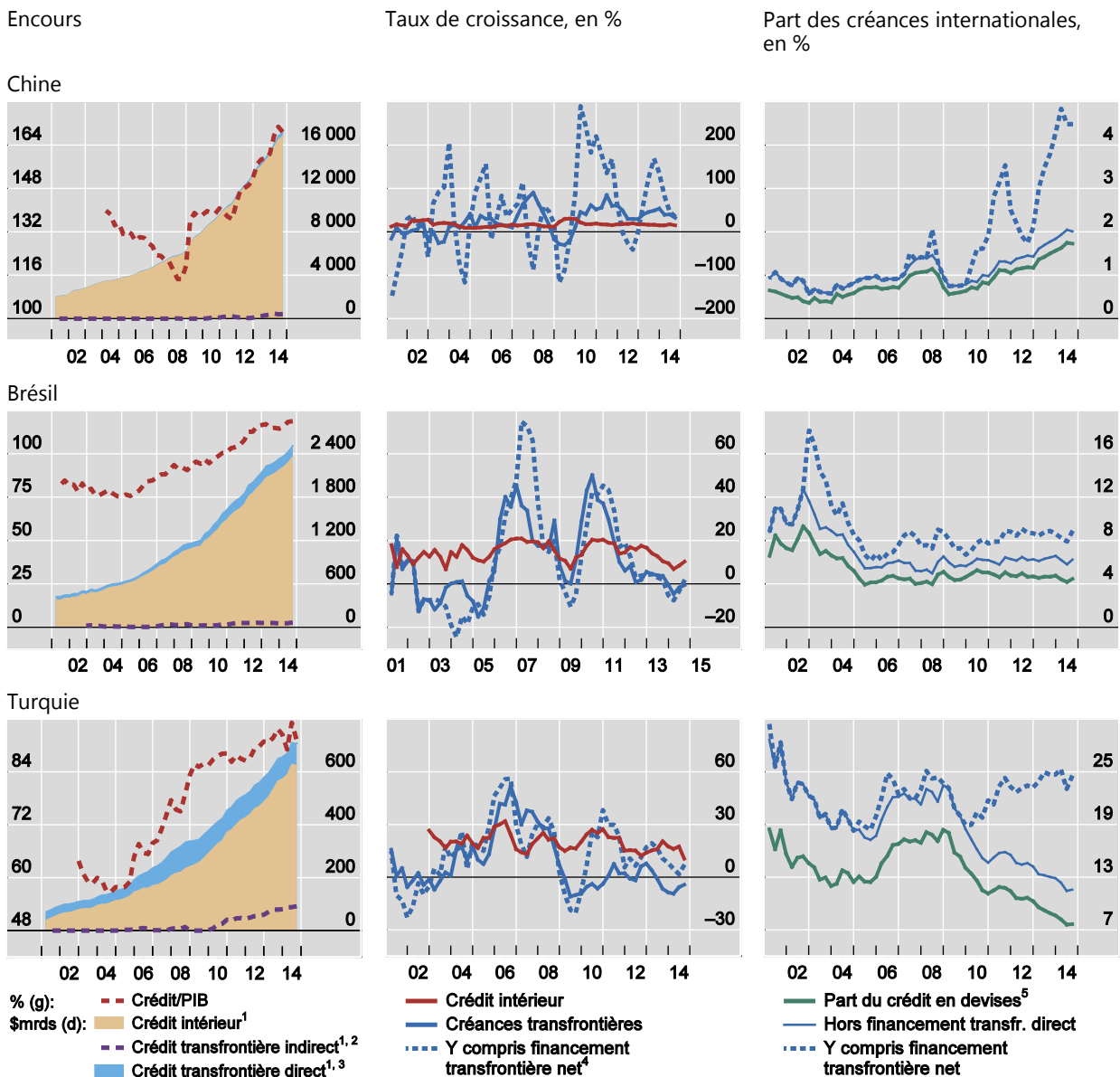
ci-dessous), et le crédit intérieur s'est accru de 9 %. Cependant, en Asie, la part des prêts transfrontières par rapport au crédit intérieur est, de loin, la plus faible de toutes les régions.

Cette vue d'ensemble masque des différences marquées entre pays, comme le révèle l'examen de deux séries de données distinctes mais liées : d'une part, les prêts transfrontières à tous les résidents, bancaires et non bancaires (illustrés par le graphique 4) ; d'autre part, les prêts bancaires, intérieurs et transfrontières, aux emprunteurs hors secteur bancaire (représentés au graphique 6).

Prêts bancaires au secteur non bancaire dans 3 économies

À cours de change constant de fin T3 2014

Graphique 6



¹ Total des prêts en dollar, hors effets de change. ² Banques sises dans le pays : emprunts transfrontières nets (engagements moins créances) auprès de tous les secteurs. Banques déclarantes BRI : créances transfrontières nettes sur les banques sises dans le pays. ³ Créances transfrontières des banques déclarantes BRI (prêts et titres de dette) sur le secteur non bancaire. ⁴ Créances transfrontières directes plus emprunts transfrontières nets (si valeur positive) des banques sises dans le pays, en supposant que ces prêts transfrontières passent ultérieurement au secteur non bancaire du pays.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; BRI, statistiques bancaires consolidées; BRI, statistiques bancaires territoriales.

La croissance des prêts bancaires transfrontières au secteur non bancaire en Chine a été relativement rapide sur l'année se terminant en septembre 2014 (graphique 6, rangée supérieure). Les emprunts internationaux de la Chine sont importants en termes absolus : le pays arrive en 7^e position pour ce qui concerne le total des créances transfrontières (bancaires et non bancaires) dans les statistiques bancaires territoriales BRI. Toutefois, le crédit transfrontière demeure assez faible par rapport au crédit intérieur ; il semble avoir atteint un maximum au deuxième trimestre 2014. Le total des créances transfrontières sur les emprunteurs chinois (bancaires et non bancaires) dans les statistiques bancaires territoriales BRI a, certes, augmenté de près de 40 % entre fin septembre 2013 et fin septembre 2014 (graphique 4, 4^e cadre), mais il n'a gagné que 3 % entre le deuxième et le troisième trimestre 2014. De fait, les créances sur la Chine ressortant des statistiques bancaires consolidées BRI ont diminué au troisième trimestre (créances étrangères sur la base du risque ultime)⁷ sous l'effet d'une moindre progression des créances sur les banques du pays. Cela laisse penser que les efforts des autorités visant à resserrer les conditions du crédit dans le secteur bancaire commencent à avoir un effet.

Les créances transfrontières sur le Brésil ont diminué de près de 2 % durant l'année se terminant en septembre 2014 (graphique 4, 4^e cadre). Dans ce pays, les prêts transfrontières au secteur non bancaire se sont repliés au cours des trois dernières années, confirmant le ralentissement progressif de l'expansion du crédit intérieur, autrefois rapide (graphique 6, rangée du milieu).

En Turquie, la progression d'ensemble des créances transfrontières est demeurée modérée (graphique 4, 4^e cadre), ce qui s'explique essentiellement par la faible expansion du crédit transfrontière direct au secteur non bancaire. Cependant, le financement « indirect » de ce secteur (qui comprend les prêts transfrontières aux banques nationales) a connu une augmentation un peu plus soutenue (graphique 6, rangée inférieure).

Le crédit aux emprunteurs russes (secteurs bancaire et non bancaire) a nettement chuté au troisième trimestre 2014 en raison de la diminution des prix du pétrole et des sanctions économiques. Les créances sur les résidents de ce pays se sont contractées de \$11 milliards entre fin juin et fin septembre 2014, de sorte que leur baisse cumulée sur l'année s'est chiffrée à 15 % (graphique 4, 4^e cadre). Outre leurs créances transfrontières, les banques internationales avaient aussi sur ce pays des créances comptabilisées par leurs filiales locales. Les statistiques bancaires consolidées indiquent que, fin septembre 2014, les créances locales des banques déclarantes BRI sur les résidents russes s'élevaient à \$81 milliards, et que les établissements français (\$44 milliards), italiens (\$27 milliards), américains (\$25 milliards) et autrichiens représentaient la plus grande partie de cet encours (graphique 7).

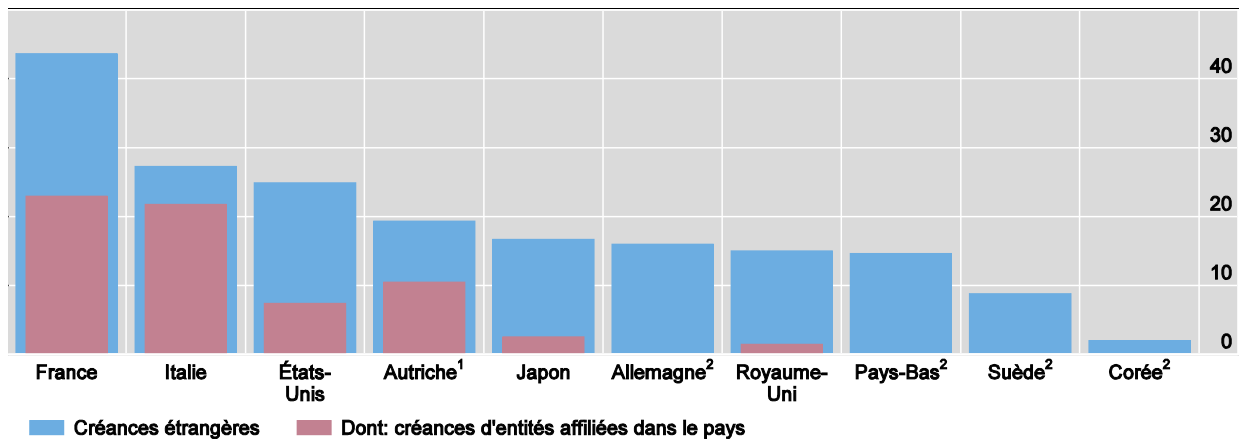
La majorité de ces créances locales étaient libellées en rouble et financées essentiellement par des engagements en rouble envers les résidents russes. Si l'on ajoute créances transfrontières et créances locales des établissements affiliés, le total des créances étrangères des banques déclarantes BRI sur la Russie s'établissait,

⁷ Les statistiques bancaires consolidées sont organisées en fonction du pays d'origine 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. Contrairement aux statistiques territoriales, les statistiques bancaires consolidées ne sont pas ventilées par monnaie, de sorte que les variations ajustées des fluctuations de change ne peuvent être calculées.

Créances étrangères (sur la base du risque ultime) sur la Russie, par pays d'origine des banques déclarantes

À fin septembre 2014, en mrd\$ d'USD

Graphique 7



¹ Banques autrichiennes : les créances locales sont uniquement les créances en rouble, à l'exclusion des créances en devises. ² Le montant des créances locales n'est pas indiqué pour des raisons de confidentialité.

Sources : BRI, statistiques bancaires consolidées (tableaux 9D et 9E)

fin septembre 2014, à \$196 milliards sur la base du risque ultime (c'est-à-dire après prise en compte des transferts de risque comme les garanties et les sûretés)⁸. Les créances étrangères des banques françaises étaient réparties à parts à peu près égales entre créances transfrontières et créances comptabilisées par leurs filiales locales en Russie. Pour les banques italiennes, les créances locales représentaient la majorité des créances étrangères. En revanche, pour les banques des États-Unis, les créances étrangères prenaient surtout la forme de créances transfrontières.

La faiblesse des primes d'échéance soutient les émissions de titres de dette

Les émissions de titres à long terme ont été soutenues par la vive baisse du rendement des emprunts souverains, surtout vers la fin 2014⁹. Dans les économies avancées, les émissions nettes de titres de dette internationaux ont été proches du rythme rapide enregistré immédiatement après la crise financière mondiale (graphique 8, cadre inférieur de gauche). Dans les EME, elles ont suivi étroitement l'évolution des années précédentes (graphique 8, cadre inférieur de droite).

Comme au cours des dernières années, la vigueur du dollar a encouragé les émissions dans cette monnaie¹⁰ qui, en termes nets, se sont élevées à \$106 milliards

⁸ Les créances transfrontières présentées dans les statistiques bancaires territoriales diffèrent de celles ressortant des statistiques consolidées essentiellement du fait de différences dans les populations déclarantes et du traitement des créances intragroupes, incluses dans les premières, mais pas dans les secondes.

⁹ BRI, « Nouvelle vague d'assouplissement », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015.

¹⁰ B. Cohen, « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005, pp. 53–66.

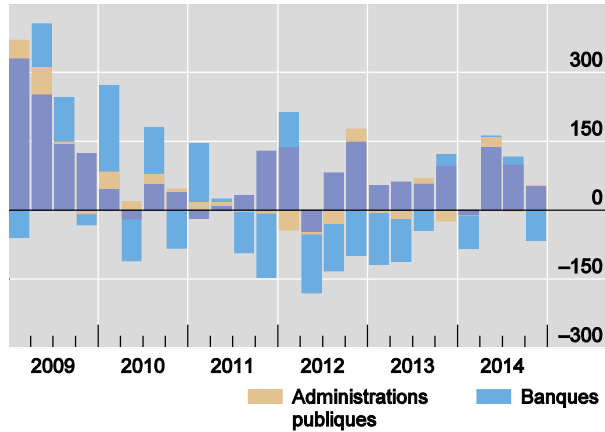
Titres de dette internationaux¹

En milliards de dollars

Graphique 8

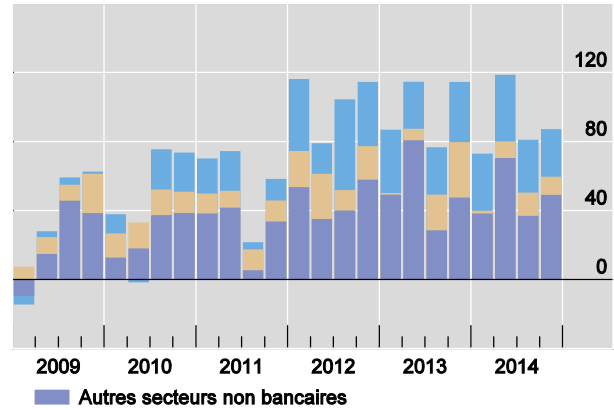
Économies avancées²

Émissions nettes

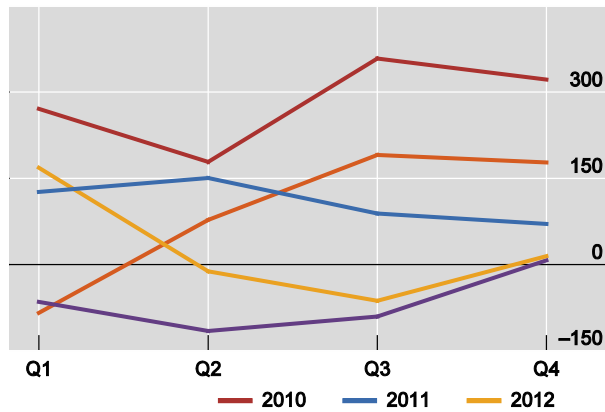


Économies émergentes^{2,3}

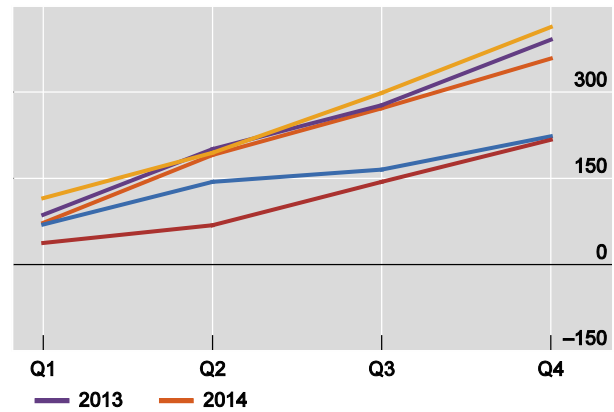
Émissions nettes



Émissions nettes cumulées⁴



Émissions nettes cumulées⁴



¹ Ensemble des émetteurs, toutes échéances confondues, par nationalité de l'émetteur. ² La liste des pays figure dans l'annexe statistique. ³ Y compris Hong-Kong RAS et Singapour. ⁴ Émission nette cumulée sur un trimestre.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; calculs BRI.

au quatrième trimestre 2014, contre \$9,8 milliards seulement pour celles en euro. Sur l'ensemble de l'année, les émissions nettes en dollar ont atteint \$650 milliards, tandis que celles en euro enregistraient \$5 milliards de remboursements nets.

Dans les économies avancées, les entreprises non bancaires ont représenté la majeure partie des emprunts nets sur le marché des titres de dette internationaux (graphique 8, cadre supérieur de gauche). En revanche, dans les EME, ce mode de financement a été utilisé aussi bien par les banques que par les établissements non bancaires et les administrations publiques (graphique 8, cadre supérieur de droite). Depuis quelques années, les sociétés pétrolières et gazières sont responsables d'une part importante des émissions de titres internationaux par les emprunteurs des économies émergentes¹¹.

¹¹ Pour plus de détails, voir D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi et J. Kearns, « Oil and debt », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015.

Les nouvelles tendances des flux financiers pèsent sur les emprunteurs

Les nouvelles tendances des flux internationaux bancaires et de capitaux peuvent avoir des implications en termes de risques d'instabilité financière. Des indicateurs précoces peuvent aider à déceler l'accumulation de tels risques en se concentrant sur les boums financiers anormalement forts et les vulnérabilités agrégées à des relèvements de taux d'intérêt. Cependant, de tels indicateurs sont, inévitablement, sujets à une marge d'erreur importante et leur interprétation nécessite une grande prudence. Parmi ceux qui se sont avérés utiles par le passé figurent l'expansion du ratio crédit/PIB, la hausse des prix de l'immobilier et le ratio du service de la dette ou RSD (part du revenu consacrée aux versements de principal et d'intérêts), mesurés par rapport à leur tendance à long terme¹². Ces indicateurs révèlent une possible accumulation de risques dans plusieurs pays (tableau 1)¹³.

Normalement, les financements transfrontières soutiennent la phase ascendante des cycles financiers intérieurs et, du fait d'un renversement final, accentuent la phase descendante qui suit¹⁴. Ainsi, la vigueur actuelle des flux de capitaux transfrontières vers la Chine et d'autres économies de l'Est asiatique pourrait contribuer à renforcer les boums conjoncturels dans ces pays, même si, comme noté précédemment, la tendance est sans doute en train de s'inverser, du moins pour la Chine. Certains pays pourraient aussi être vulnérables à une augmentation des rendements obligataires mondiaux : ce serait le cas, par exemple, si les grandes banques centrales se dirigeaient vers une sortie de leur orientation monétaire accommodante. Ce scénario est envisagé dans la dernière colonne du tableau 1, qui estime l'accroissement à long terme du RSD qui pourrait résulter d'une hausse de 250 points de base du coût de l'encours de la dette, en supposant que les autres composantes du RSD restent fixes.

¹² M. Drehmann et M. Juselius, « Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements », *BIS Working Papers*, n° 421, août 2013 ; M. Drehmann et M. Juselius, « Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 21-34.

¹³ Voir également *BRI*, 84^e *Rapport annuel*, juin 2014, Chapitre IV.

¹⁴ S. Avdjiev, R. McCauley et P. McGuire, « Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia », *BIS Working Papers*, n° 377, avril 2012.

Les indicateurs avancés de crise bancaire intérieure passent à l'orange¹

Tableau 1

	Écart du ratio crédit/PIB ²	Écart des prix de l'immobilier ³	Ratio du service de la dette (RSD) ⁴	RSD en cas de hausse des taux d'intérêt de 250 pb ^{4,5}
Afrique du Sud	-3,8	-5,8	-0,8	0,2
Allemagne	-8,2	8,3	-2,4	-0,6
Asie ⁶	18,9	10,6	3,6	5,7
Australie	-12,3	0,9	0,4	3,7
Brésil	11,7	-0,6	5,0	6,5
Canada	3,8	2,6	2,6	6,1
Chine	21,7	0,5	9,5	12,4
Corée	2,2	4,2	2,4	5,7
Espagne	-38,4	-29,3	-2,9	0,0
États-Unis	-14,4	-3,6	-1,9	0,4
Europe centrale et orientale ⁷	-12,3	7,4	1,2	2,6
France	3,2	-9,8	0,8	3,8
Grèce	-16,1	0,7		
Inde	-5,8		2,7	3,7
Italie	-7,7	-17,0	-0,1	1,9
Japon	4,7	2,6	-2,8	-0,1
Mexique	3,3	-0,8	0,4	0,9
Pays-Bas	-17,6	-21,2	1,5	6,2
Pays nordiques ⁸	-0,7	0,5	2,5	6,5
Portugal	-28,3	7,4	-3,6	-0,3
Royaume-Uni	-30,6	-4,2	-1,4	1,4
Suisse	11,5	10,9	1,5	4,5
Turquie	13,4		4,9	6,2
<i>Légende</i>	<i>Écart crédit/PIB > 10</i>	<i>Écart immob. > 10</i>	<i>RSD > 6</i>	<i>RSD > 6</i>
	<i>2 ≤ écart crédit/PIB ≤ 10</i>		<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>	<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>

¹ Les seuils des cellules rouges sont choisis en minimisant les fausses alertes, à condition de prendre en compte au moins 2/3 des crises sur un horizon cumulé de 3 ans. Un signal est correct si une crise éclate dans un délai de 3 ans. Le bruit est mesuré par les prévisions erronées hors de cet horizon. Pour l'écart du ratio crédit/PIB, les cellules beiges se fondent sur les lignes directrices de Bâle III concernant le volant de fonds propres contracyclique. Pour le RSD, elles se fondent sur des seuils critiques lorsqu'un horizon de prévision de 2 ans est utilisé. Pour la dérivation des seuils critiques de l'écart du ratio crédit/PIB et de l'écart des prix de l'immobilier, voir M. Drehmann, C. Borio et K. Tsatsaronis, « Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 4, 2011, pp. 189-240. Concernant le RSD, voir M. Drehmann et M. Juselius, « Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 21-34. ² Différence entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme en temps réel, calculée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott unilatéral utilisant un paramètre de lissage de 400 000, en pts de %. ³ Différence entre les prix réels de l'immobilier résidentiel et leur tendance à long terme, calculée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott unilatéral utilisant un paramètre de lissage de 400 000, en %. ⁴ Différence entre le RSD et la moyenne à long terme du pays/groupe considéré, à partir de 1985 ou plus tard, en fonction des données disponibles et du moment où l'inflation moyenne sur 5 ans est revenue au-dessous de 10 % (Russie et Turquie : 10 dernières années), en pts de %. ⁵ Dans l'hypothèse où les taux des prêts augmentent de 2,50 pts de % (transmission intégrale) et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. Étant donné que seule une partie de l'encours des prêts existants est à taux variable, l'hypothèse de la transmission intégrale devrait être interprétée comme indiquant la variation à long terme du RSD. ⁶ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande ; RSD et prévision de RSD : hors Philippines et Singapour. ⁷ Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie et République tchèque ; écart des prix de l'immobilier : hors République tchèque et Roumanie ; RSD et prévision de RSD : hors Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie. ⁸ Finlande, Norvège et Suède.

Sources : données nationales ; BRI ; calculs BRI.

Indicateurs de liquidité mondiale : concept et interprétation

Au cours des dernières années, des économistes de la BRI ont mis au point plusieurs indicateurs pour déterminer l'état de la *liquidité mondiale*, terme qui s'entend ici comme la *facilité de se financer* sur les marchés financiers mondiaux. En ce sens, il recouvre à la fois la liquidité de financement (facilité de lever des fonds par émission d'obligations nouvelles) et la liquidité de marché (facilité de lever des fonds par vente d'actifs). La liquidité mondiale dépend ainsi du comportement des investisseurs privés, des établissements financiers et des autorités monétaires. Il s'agit, avant tout, d'une propriété inobservable du système financier ; divers indicateurs de prix et de quantité permettent de s'en faire une idée, mais aucun, pris isolément, ne peut en rendre compte totalement. L'information déductible de ces indicateurs changeant avec la conjoncture, évaluer l'état de la liquidité mondiale suppose d'adopter une approche souple.

Dans leur rôle d'intermédiaires, les établissements financiers fournissent de la liquidité de marché aux marchés de titres par leur activité de négoce et de la liquidité de financement aux emprunteurs par leur activité de prêt. Les conditions auxquelles ils peuvent se financer à leur tour dépendent de la volonté des autres acteurs du marché de traiter avec eux, mais aussi des politiques macroéconomiques et prudentielles, notamment des conditions de financement fixées par les banques centrales.

L'interaction entre ces aspects publics et privés détermine la facilité générale de se financer. Cette facilité a une incidence sur la formation de vulnérabilités dans le système financier, inflation par les actifs, excès d'endettement ou encore asymétries d'échéances ou de financement, par exemple. Ce sont ces dernières, et non la liquidité elle-même, inobservable, que les indicateurs servent à mettre en évidence.

Ainsi, d'un point de vue de stabilité financière, le *crédit mondial* est un indicateur clé dans l'analyse de la liquidité mondiale. L'*encours* de crédit du secteur privé à l'échelle mondiale montre dans quelle mesure la facilité de se financer favorise une montée des expositions et témoigne de l'activité d'intermédiation financière sur les marchés mondiaux. Ses *variations* sont étroitement associées à la formation de vulnérabilités susceptibles d'avoir des effets sur la stabilité financière, les flux correspondants ayant, par ailleurs, une dimension à la fois nationale et internationale.

La composante internationale du crédit (prêts transfrontières à des non-résidents ou prêts en devise) est particulièrement utile pour évaluer la liquidité mondiale. En effet, lors de phases d'expansion du crédit, le financement transfrontière est fréquemment une source marginale de financement. Bien que, rapportées à l'encours total de crédit, elles soient souvent de faible ampleur, les variations de la composante internationale peuvent renforcer les tendances nationales et sont fortement corrélées aux épisodes d'assouplissement et de durcissement des conditions de financement mondiales. La liquidité mondiale, même si elle s'en distingue, est donc liée aux conditions de liquidité nationale et au cycle financier d'un pays ou d'une région.

Toute évaluation de l'état de la liquidité mondiale passe par une mise en perspective des mesures du crédit mondial. L'essentiel de ce crédit étant octroyé par les banques, les indicateurs s'y intéressent prioritairement. Toutefois, depuis que la gestion d'actifs se développe, d'autres investisseurs en titres de dette prennent une part croissante à l'activité de crédit. Une série d'indicateurs de prix et de quantité complémentaires peuvent être utilisés pour saisir d'autres aspects de la liquidité mondiale, pertinents au regard de la stabilité financière. Ces indicateurs rendent compte des conditions de financement sur les marchés financiers clés et des incitations à prendre position sur tel ou tel segment de marché. Les principaux sont des variables de substitution pour la perception du risque et sa tolérance (comme l'indice VIX), qui sont des déterminants essentiels de l'effet de levier et de la volonté des investisseurs privés à accorder leur financement. Les conditions d'octroi de fonds, ainsi que leurs effets sur le volume et le prix du crédit, sont également utiles pour affiner l'évaluation.

Ces concepts ont été élaborés et mis au point par la BRI dans une série de documents (travaux de recherche, rapports de comité et discours) dont voici les principaux :

- Borio, C. (2010), « *Ten propositions about liquidity crises* », *CESifo Economic Studies*, vol. 56, n° 1, pp. 70–95. Également publié sous la référence *BIS Working Papers*, n° 293, novembre 2009.
- Borio, C., R. McCauley et P. McGuire (2011), « *Global credit and domestic credit booms* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 43–57.
- Bruno, V. et H. S. Shin (2014), « *Cross-border banking and global liquidity* », *BIS Working Papers*, n° 458, septembre.

- Caruana, J. (2012), « Assessing global liquidity from a financial stability perspective », allocution prononcée lors de la 48^e Conférence et Séminaire de haut niveau des Gouverneurs des banques centrales du Sud-Est asiatique (SEACEN), Oulan-Bator, novembre.
- ——— (2013), « Global liquidity: where do we stand? », allocution prononcée lors de la conférence annuelle de la Banque de Corée, Séoul, juin.
- ——— (2013), « Ebbing global liquidity and monetary policy interactions », allocution prononcée lors de la 5^e réunion au sommet des banques centrales, Banque centrale du Chili, Santiago, novembre.
- ——— (2014), « Global liquidity: where it stands, and why it matters », Conférence d'experts IMFS donnée à l'université Goethe, Francfort (Allemagne), mars.
- Comité sur le système financier mondial (2011), « Global liquidity – concepts, measurement and policy implications », *CGFS Papers*, n° 45, décembre.
- Domanski, D., I. Fender et P. McGuire (2011), « Assessing global liquidity », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 57–71.
- Eickmeier, S., L. Gambacorta et B. Hofmann (2013), « Understanding global liquidity », *BIS Working Papers*, n° 402, février.
- Shin, H. S. (2013), « The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies », compte rendu de la Conférence sur la politique économique asiatique, Banque de Réserve fédérale de San Francisco, novembre, pp. 1–10.

Émissions et rachats d'actions

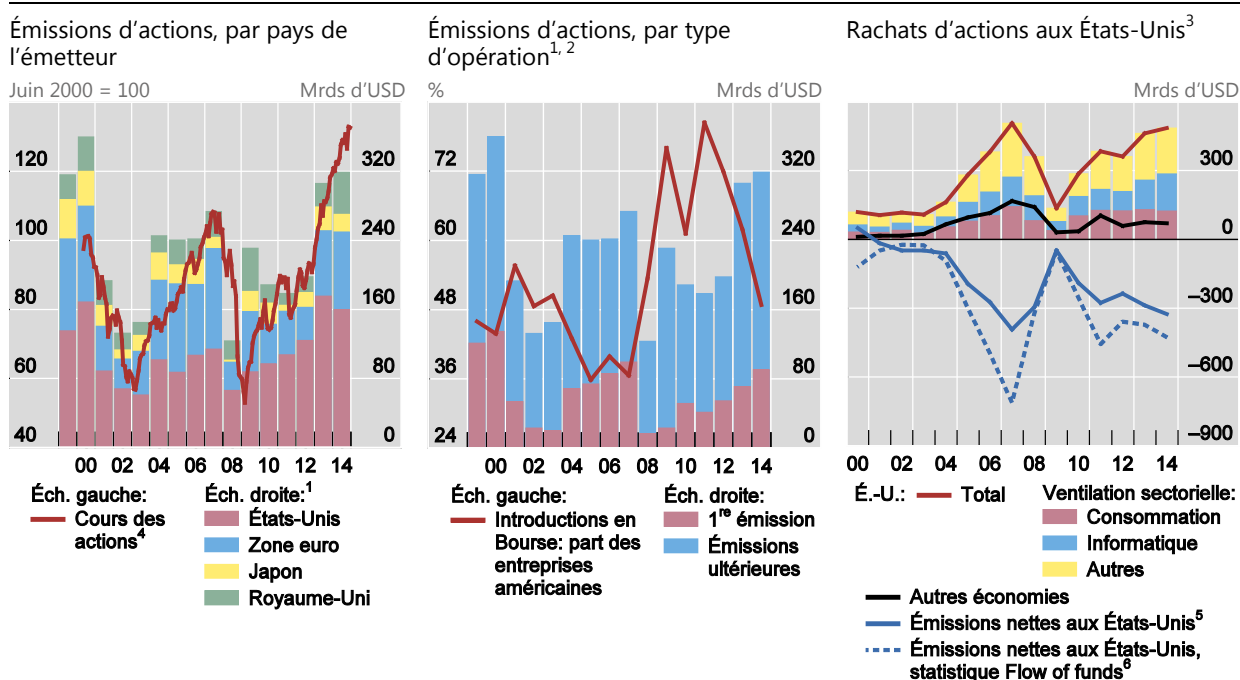
Adrian van Rixtel et Alan Villegas

En termes *bruts*, les entreprises non financières (ENF) ont émis un volume important d'actions ces dernières années. Dans un contexte de hausse du cours des actions, les ENF des quatre plus grandes économies avancées – États-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro – ont collecté \$625 milliards par voie d'émission d'actions nouvelles durant la période 2013–14, soit 66 % de plus qu'au cours des deux années précédentes (graphique A, cadre de gauche). Les entreprises américaines ont levé plus de la moitié de ce montant, celles de la zone euro, environ le quart. Les émissions d'entreprises déjà cotées (sous forme d'offres publiques) représentaient 74 % du total (graphique A, cadre du milieu) ; la part des introductions en Bourse (26 % du total) est restée quasi identique à celle des deux années précédentes. S'agissant d'introductions en Bourse, les ENF américaines conservent la première place, mais ont perdu du terrain – passant d'environ 70 % fin 2012 à un peu moins de 50 % fin 2014 (graphique A, cadre du milieu, ligne rouge) –, tandis que les émissions initiales de leurs homologues britanniques, en particulier, sont en progression.

Toutefois, aux États-Unis, malgré un recours massif des entreprises au financement par actions, la collecte a globalement *baissé* en termes nets, les rachats d'actions ayant dépassé les émissions. De fait, après une forte progression, les rachats ont pratiquement retrouvé, en 2014, leur niveau maximum d'avant la crise (graphique A, cadre de droite, ligne rouge), totalisant près de \$950 milliards pour la période 2013–14. En conséquence, la masse de capital-actions a perdu au moins \$610 milliards en termes nets (graphique A, cadre de droite, ligne bleue). Il convient d'ajouter que ce montant est sous-estimé, dans la mesure où le calcul met sur un pied d'égalité deux éléments non totalement équivalents : d'une part, la masse totale de capitaux levés par voie d'émission d'actions pour l'ensemble du secteur américain des ENF (tel que couvert par Dealogic) et, d'autre part, le total des rachats

Forte progression des émissions et des rachats d'actions

Graphique A



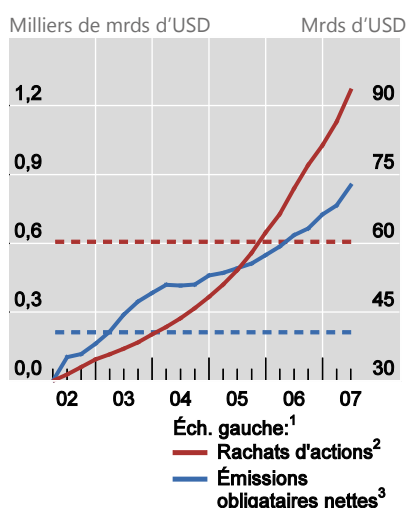
¹ Entreprises non financières (ENF), hors émissions d'actions préférentielles ou convertibles. ² Somme des montants pour les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni et la zone euro. ³ ENF listées dans les indices boursiers suivants : S&P 1500 (États-Unis), EURO STOXX Total Market, TOPIX et FTSE All-Share (autres économies). ⁴ Cours de clôture des indices boursiers S&P 1500, EURO STOXX 50, TOPIX et FTSE All Share ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière des indices respectifs ; moyenne mensuelle de données journalières. ⁵ Émissions d'actions (hors actions préférentielles ou convertibles) des ENF aux États-Unis moins rachats d'actions par des ENF listées dans l'indice S&P 1500. ⁶ ENF répertoriées dans les statistiques de la Réserve fédérale *US Flow of Funds* (édition Z.1, tableau F.102, ligne 39) ; données 2014 jusqu'à T3 2014.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; données nationales ; calculs BRI.

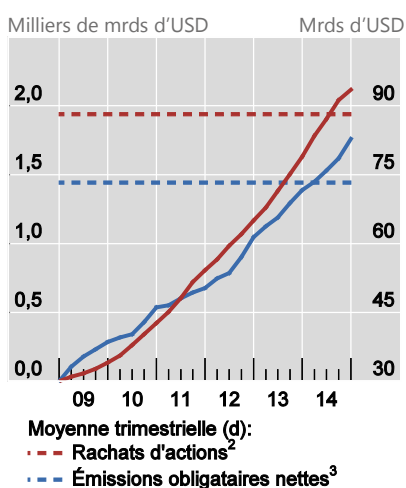
Émissions obligataires et rachats d'actions aux États-Unis vont de conserve

Graphique B

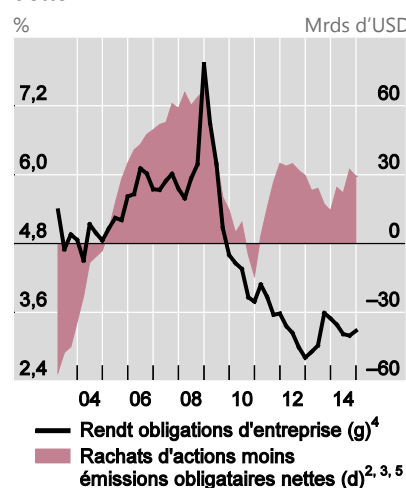
T2 2002 à T2 2007



T1 2009 à T4 2014



Rachats et coût de financement de la dette



¹ Montants cumulés. ² Par des ENF listées dans l'indice S&P 1500. ³ Émissions nettes (émissions brutes moins remboursements) d'obligations nationales et internationales par des ENF aux États-Unis et des entreprises financières non bancaires détenues par des ENF. ⁴ Rendement à l'échéance sur un indice de titres de dette (qualité Investissement) d'ENF libellés en dollar proposés sur le marché intérieur des États-Unis dans le cadre d'offres publiques ; moyennes trimestrielles de données journalières. ⁵ Moyenne mobile sur huit trimestres.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Dealogic ; calculs BRI.

d'actions opérés par les ENF listées dans l'indice S&P 1500. Et de fait, les statistiques officielles *Flow of Funds Accounts of the United States* – qui couvrent la totalité des entreprises non financières aux États-Unis et ont une assise méthodologique plus large – font apparaître une baisse plus marquée du volume net d'actions nouvelles en 2013–14 (graphique A, cadre de droite, ligne bleue en pointillé)①.

Depuis le milieu des années 1980, les entreprises recourent de plus en plus au rachat d'actions, plutôt qu'à la distribution de dividende, pour rétribuer les actionnaires②. Initialement, ce choix était motivé par des considérations fiscales et le souci de se prémunir contre le risque d'une OPA inamicale, même s'il est vrai aussi que les dirigeants ont également utilisé les rachats comme moyen de signaler une sous-évaluation de l'entreprise③. Plus récemment, il a été davantage associé à la politique de rémunération de la direction, à la réduction de la trésorerie disponible ainsi qu'à une stratégie de soutien du cours des actions. Les rachats d'actions supplantent désormais les dividendes comme principale forme de rémunération adoptée par les entreprises aux États-Unis. Cette tendance n'a vu le jour que bien plus tard en Europe. Malgré un développement plus rapide durant la dernière décennie, les rachats d'actions par des entreprises européennes ne représentent, en valeur, qu'une fraction de ceux de leurs homologues américaines. Ainsi, le total des rachats opérés par les ENF listées dans les grands indices boursiers du Japon, du Royaume-Uni et de la zone euro s'est établi à \$145 milliards durant la période 2013-14 (graphique A, cadre de droite, ligne noire), un montant près de sept fois moindre que pour les entreprises américaines. Les grandes firmes informatiques (dont Apple, IBM, Cisco, Oracle et Microsoft) sont à l'origine d'environ 30 % de l'ensemble des rachats d'actions aux États-Unis (graphique A, cadre de droite).

En règle générale, aux États-Unis, une forte expansion des rachats d'actions coïncide avec une forte augmentation des émissions obligataires, ce qui donne à penser que les premiers sont, en partie au moins, financés par les secondes. Les quinze dernières années ont connu deux périodes de vive progression des rachats : T2 2002–T2 2007 et T1 2009–T4 2014 (graphique B, cadres de gauche et du milieu). Durant ces deux épisodes, le montant net des émissions obligataires a évolué de pair avec le total des rachats d'actions (lignes bleue et rouge), une tendance que favorisent des taux d'intérêt faibles ou orientés à la baisse (graphique B, cadre de droite). Globalement, le graphique B laisse penser que, dès lors qu'il devient intéressant de se financer par endettement et que les marchés d'actions sont orientés à la hausse, les ENF américaines émettent massivement des obligations et utilisent une partie de la collecte pour financer des rachats d'actions. Dans la période 2009–14, le montant trimestriel

moyen des émissions obligataires nettes a été près de deux fois supérieur au montant atteint durant la phase d'expansion précédente (graphique B, cadres de gauche et du milieu, lignes bleues en pointillé). Au cours de cette période, les ENF américaines ont effectué des rachats d'actions à hauteur de \$2 100 milliards et levé \$1 800 milliards nets par émission d'obligations ; à titre de comparaison, les montants atteints durant la période 2002-07 étaient, respectivement, de \$1 300 milliards et \$850 milliards.

① Nos calculs d'émissions nettes ne prennent pas en compte les effets de l'exercice d'options sur actions (émission nette positive), ni des fusions-acquisitions financées par de la dette ou par de la trésorerie (émission nette négative). Ces dernières expliquent, sans doute, pourquoi, les statistiques *US Flow of funds* font apparaître un plus fort recul pour les émissions nettes d'actions. ② Lire BCE, « Rachats d'actions par les entreprises au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel*, mai 2007, pp 103–11 ; D. Skinner, « The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 87, 2008, pp 582–609. ③ Sur l'hypothèse du « signal envoyé », lire T. Vermaelen, « Common stock repurchases and market signalling », *Journal of Finance*, vol. 53, 1981, pp 139–83.