

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 des statistiques sur l'activité financière internationale. Elle utilise ces statistiques pour construire des indicateurs de liquidité mondiale et des indicateurs précoces de crise financière, dont le présent chapitre analyse les tendances récentes. ainsi que les dernières données disponibles pour le marché bancaire international, à savoir celles de fin mars 2016, et, pour le marché international des titres de dette, celles de fin juin 2016.

En bref

- Les créances bancaires internationales (créances bancaires transfrontières et créances locales en devises) ont progressé au premier trimestre 2016, pour la première fois depuis fin mars 2015. Sur les 12 mois précédents, elles ont reculé au total de 4,5 %, sous l'effet d'une contraction de 8 % des créances interbancaires.
- L'encours des titres de créance internationaux a continué d'augmenter, avec un volume net positif d'émissions au premier et au deuxième trimestres 2016. À la fin du deuxième trimestre 2016, il avait dépassé de 2,1 % son niveau observé un an plus tôt.
- Le taux de croissance en glissement annuel des prêts bancaires en dollar aux emprunteurs hors des États-Unis et celui des prêts bancaires en euro aux emprunteurs hors de la zone euro sont devenus négatifs au premier trimestre 2016. Il s'agit de la première contraction des prêts libellés en dollar depuis 2009 et des prêts libellés en euro depuis 2014.
- Le crédit international en dollar (prêts bancaires et titres de créance) accordé au secteur non bancaire dans les économies de marché émergentes (EME) a enregistré un nouveau recul (-\$33 milliards) au premier trimestre 2016, pour le troisième trimestre consécutif. Son encours est tombé à \$3 200 milliards fin mars 2016.

¹ Le texte du présent article a été établi par Torsten Ehlers (torsten.ehlers@bis.org) et Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org). Kristina Bektyakova, Bat-el Berger, Anamaria Illes et Pamela Pogliani ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

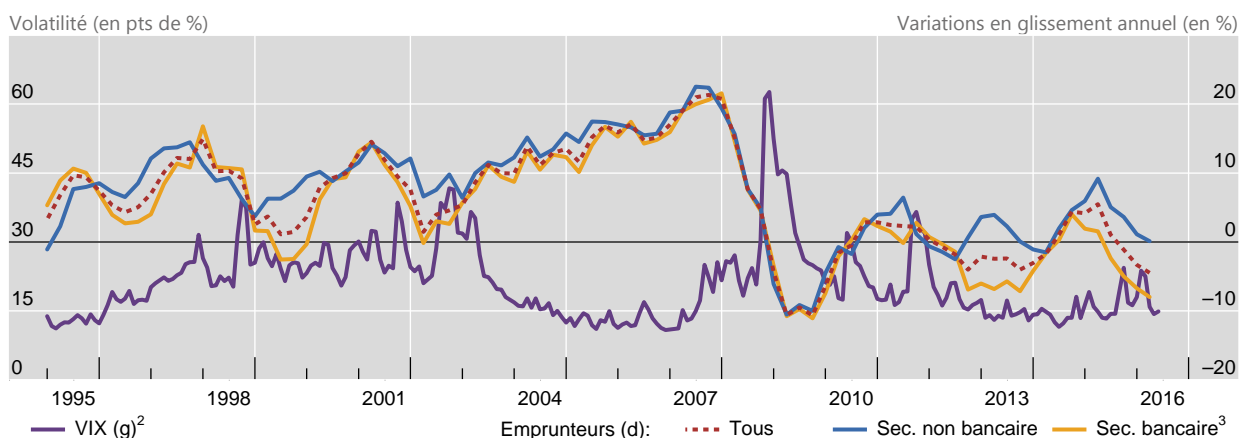
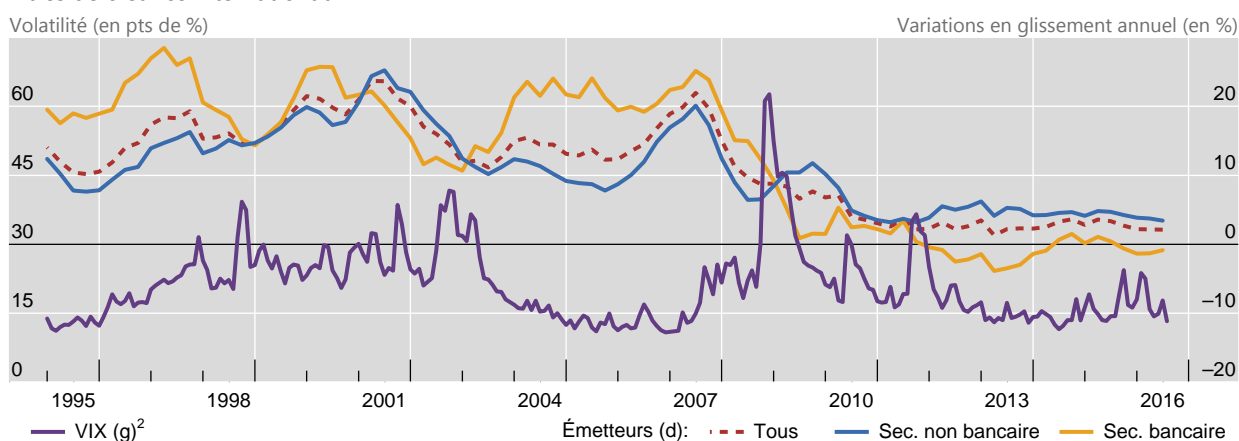
- Les créances bancaires transfrontières sur les résidents de Chine ont baissé au premier trimestre (-\$63 milliards), repli certes plus faible qu'aux trimestres précédents, mais le taux de croissance annuel de ces créances est néanmoins descendu à -27 %.
- Le financement par le biais d'émissions de titres de créance internationaux a été plus robuste que le financement bancaire avec, d'une part, un regain des émissions nettes des emprunteurs du secteur financier des économies avancées au premier trimestre 2016 et, d'autre part, un gros volume net d'émissions par les emprunteurs des EME au deuxième trimestre.
- La tendance à moyen terme en faveur d'un recours accru à l'euro comme monnaie de financement s'est confirmée pour les émetteurs du secteur non financier, malgré le rebond des émissions en dollar au deuxième trimestre 2016.
- Le récent référendum britannique sur la sortie de l'Union européenne a attiré l'attention sur le degré d'intégration des banques du Royaume-Uni dans le système bancaire international en général et dans le système bancaire du reste de l'Europe en particulier. L'activité transfrontière des banques sises au Royaume-Uni est bien plus développée que celle des banques ayant leur siège dans ce pays. La part de l'euro dans les créances transfrontières des banques sises au Royaume-Uni s'élevait à 33 % fin mars 2016 (encadré A, « Le Royaume-Uni, pivot de l'activité bancaire internationale »).
- Les conclusions de la récente enquête triennale de la BRI relative à l'activité sur les marchés des changes et des dérivés montrent que l'activité des marchés dérivés de gré à gré a poursuivi son essor ces dernières années, tandis que le volume des produits dérivés négociés sur les marchés organisés ne présente pas de tendance claire (encadré B, « Les bourses peinent à rivaliser avec les marchés de gré à gré »).

Faiblesse persistante du crédit mondial début 2016

Malgré un début d'année mouvementé sur les marchés financiers mondiaux (voir « Un calme précaire fait place à des turbulences sur les marchés financiers », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016), les *créances bancaires internationales* ont progressé au premier trimestre 2016. Toutefois, cette augmentation n'a compensé que partiellement les importants reculs des trois trimestres précédents. En conséquence, les créances bancaires internationales² ont baissé de 4,5 % en glissement annuel³

² Le terme « créances bancaires internationales » tel qu'utilisé dans les indicateurs BRI de liquidité mondiale répond à la définition qui en est faite dans les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS) de la BRI. Les créances bancaires internationales comprennent les créances bancaires transfrontières en toutes monnaies et les créances bancaires locales en devises (les créances locales sont les prêts accordés par les établissements affiliés d'une banque sis dans le pays de l'emprunteur). Les LBS sont organisées en fonction du lieu d'implantation des établissements et rendent compte de l'activité de l'ensemble des implantations bancaires 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, c'est-à-dire qu'elles prennent en compte les positions vis-à-vis de leurs propres établissements à l'étranger.

³ La variation annuelle en pourcentage déclarée aux fins des statistiques bancaires internationales est le produit des variations des quatre trimestres antérieurs, sur la base des données corrigées des effets

Créances bancaires internationales¹Titres de créance internationaux⁴

Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Créances transfrontières et créances locales en devises des banques déclarantes aux fins des LBS. ² Indice de volatilité implicite du S&P 500 calculé par le Chicago Board Options Exchange ; écart-type en points de pourcentage par an. ³ Dont transactions intragroupes. ⁴ Tous instruments, toutes échéances et tous pays confondus. Sur la base de l'emprunteur direct.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; BRI, LBS ; et calculs BRI.

pour s'établir à \$31 600 milliards, confirmant ainsi le ralentissement amorcé au milieu de l'année 2015 (graphique 1, cadre supérieur). Cette année de repli s'explique par la contraction de 8 % du crédit interbancaire.

Les émissions de titres de créance internationaux⁴ ont été plus stables, avec des émissions trimestrielles nettes de \$203 milliards et une croissance de leur encours de 2,2 % en glissement annuel au premier trimestre 2016 (graphique 1, cadre inférieur). Alors que la confiance revenait sur les marchés financiers au deuxième

de change publiées par la BRI. Le taux de croissance annuel du crédit en devises correspond à la variation en pourcentage de l'encours par rapport à l'année précédente, et n'est pas corrigé des effets de change.

⁴ Pour la BRI, les titres de créance internationaux désignent les titres émis par des non-résidents sur n'importe quel marché. Pour plus de précisions, voir B. Gruić et P. Wooldridge, « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012.

trimestre (pour lequel on dispose de données sur les titres de créance internationaux mais pas sur le crédit bancaire international), les émissions nettes ont progressé, atteignant \$246 milliards. La croissance en glissement annuel de l'encours des titres de créance internationaux est néanmoins restée pratiquement constante jusqu'au deuxième trimestre, à 2,1 %.

Si les émissions nettes des EME étaient relativement faibles au premier trimestre 2016, elles ont augmenté au deuxième trimestre pour atteindre un sommet à \$128 milliards, ce qui laisse présager une reprise plus large des flux de capitaux vers les marchés émergents.

Même si les émissions de titres de créance par les *banques* étaient positives au premier et au deuxième trimestres, leur encours s'est replié de -0,9 % sur les 12 mois précédant le deuxième trimestre 2016. S'agissant des *emprunteurs non bancaires*, leur encours de titres de créance internationaux a progressé de 3,4 % sur la même période, soit un léger ralentissement par rapport aux trimestres précédents. L'un des facteurs déterminants de cette progression a été la croissance du crédit au *secteur public*, en partie due à un accroissement des besoins de financement de certains gouvernements des EME.

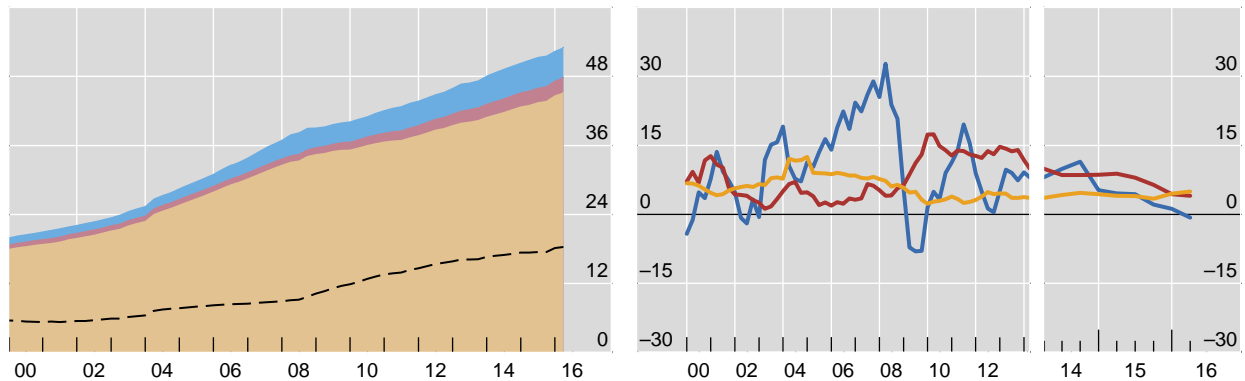
Le ralentissement, en glissement annuel, des créances bancaires internationales observé début 2016 s'est reflété dans le recul continu des prêts bancaires transfrontières en devises (principalement en dollar et en euro) au secteur non financier (graphique 2). La croissance annuelle des prêts bancaires en dollar à des non-résidents (c'est-à-dire les prêts bancaires libellés en dollar aux emprunteurs hors des États-Unis) est devenue négative au premier trimestre, pour la première fois depuis plusieurs années. Les prêts bancaires en dollar au secteur non financier non résident ont chuté de 0,7 % au premier trimestre 2016, premier recul depuis la crise financière de 2007-2009 (graphique 2, cadres supérieurs). Alors que le financement par émission de titres de créance a augmenté de 4 % en glissement annuel, le crédit total en dollar (prêts bancaires et titres de créance) à des emprunteurs non financiers hors des États-Unis s'est accru de 0,8 % en glissement annuel pour atteindre \$7 900 milliards fin mars 2016. Le crédit aux emprunteurs non bancaires (y compris le secteur financier non bancaire) a progressé de 1,6 % en glissement annuel pour s'établir à \$9 800 milliards fin T1 2016.

Les prêts bancaires en euro à des résidents hors zone euro ont également baissé en glissement annuel, après une reprise en 2014-2015. Cette baisse traduisait, entre autres, la faiblesse du secteur bancaire européen, dans un contexte marqué par la décision de certaines banques de réduire leurs prêts internationaux (bien que, comme expliqué plus loin, les banques d'un certain nombre de pays européens aient accru leurs prêts au premier trimestre). Les émissions de titres de créance en euro ont toutefois poursuivi leur ascension vigoureuse, les emprunteurs ayant profité des très faibles taux d'intérêt et du tassement des primes de risque (graphique 2, cadres du milieu). En conséquence, à la fin du premier trimestre, l'encours total du crédit en euro s'élevait à \$2 300 milliards, (\$2 700 milliards si l'on inclut les emprunteurs financiers non bancaires), soit une hausse de 4,2 % sur un an (4,4 %, secteur financier non bancaire compris). Le crédit en yen au secteur non financier non résident, relativement faible à \$340 milliards, a poursuivi son récent repli (graphique 2, cadres inférieurs).

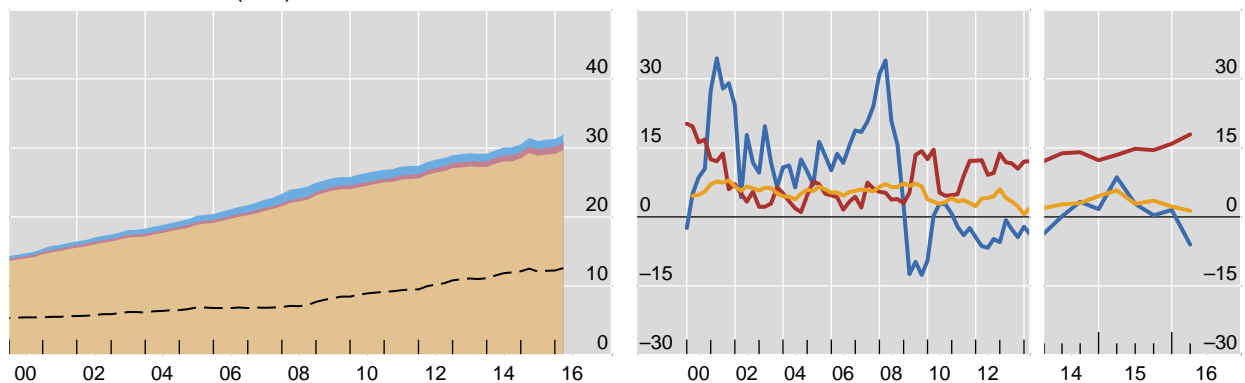
Encours¹ (en milliers de mrds d'USD)

Variation annuelle (en %)

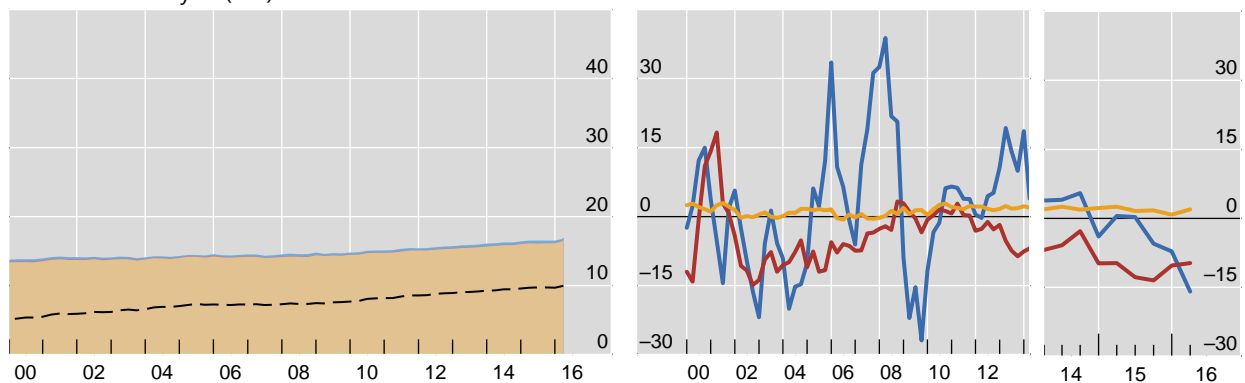
Crédit libellé en dollar (USD)



Crédit libellé en euro (EUR)



Crédit libellé en yen (JPY)



À des résidents²
 À des non-résidents:
 Dont: Titres de créance³
 Administrations publiques Prêts⁴

À des résidents²
 À des non-résidents:
 Titres de créance³
 Prêts⁴

Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ En fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur fin décembre 2015. ² Crédit aux emprunteurs non financiers résidant respectivement aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, obtenu en excluant le crédit libellé en devises des comptes financiers nationaux, à l'aide des statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres de créance. ³ Hors titres de créance émis par toute structure *ad hoc* ou toute autre entité financière contrôlée par une société mère non financière. Titres de créance libellés en euro : hors émissions des institutions de l'Union européenne. ⁴ Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires). Pays non déclarants aux fins des LBS : prêts locaux en USD/EUR/JPY. Chine : prêts locaux répartis comme suit : USD = 80 %, EUR = 10 % et JPY = 10 % ; source : données nationales. Autres pays : les prêts locaux au secteur non bancaire sont représentés par les prêts transfrontières libellés en USD/EUR/JPY des pays déclarants aux fins des LBS aux banques d'un pays donné, en supposant que ces fonds sont rétrocédés au secteur non bancaire.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; et BRI, statistiques sur les titres de créance et LBS.

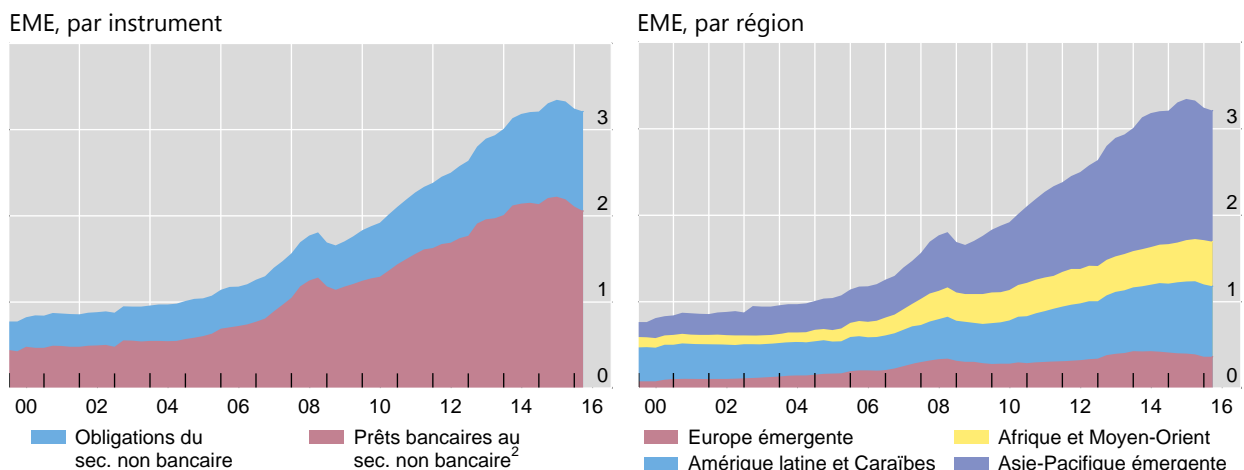
Au premier trimestre 2016, le crédit en dollar (prêts bancaires et titres de créance) à des emprunteurs non bancaires des EME a, lui aussi, enregistré son premier recul important en glissement annuel (-2,9 %) (graphique 3, cadre de gauche), suite à la contraction enregistrée au cours des trois trimestres précédents. Après avoir atteint un sommet à \$3 300 milliards fin juin 2015, l'encours du crédit en dollar aux EME a diminué de \$137 milliards pour atteindre \$3 200 milliards fin mars 2016, ce qui traduisait l'appréciation du dollar, un ralentissement dans plusieurs grandes EME et une montée de l'incertitude sur les marchés financiers internationaux. La baisse du crédit en dollar aux pays émergents de la région Asie-Pacifique (graphique 3, cadre de droite) explique l'essentiel (86 % du repli total depuis fin juin 2015) du repli du crédit en dollar aux EME. Étant donné que les émissions nettes de titres de créance par les EME ont progressé au deuxième trimestre 2016 et que l'accroissement des flux de capitaux vers les EME devient plus visible, il se pourrait que la baisse tendancielle des engagements en devises des EME se soit inversée ces derniers mois.

Malgré le ralentissement du crédit transfrontière fin 2015 et début 2016, les indicateurs d'un certain nombre de pays laissent penser que la croissance du crédit intérieur est bien supérieure à la moyenne, ce qui pourrait favoriser l'émergence d'éventuelles difficultés financières (tableau 1, les chiffres correspondent soit à T4 2015, soit à T1 2016). D'après les indicateurs avancés conçus par la BRI pour témoigner d'une surchauffe du secteur financier et de signaler d'éventuelles tensions financières à moyen terme, la croissance du crédit reste inhabituellement élevée par rapport au PIB dans plusieurs économies d'Asie, ainsi qu'au Canada (première colonne). Toutefois, pour la plupart des pays, l'écart du ratio crédit/PIB s'est quelque

Crédit en dollar aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis¹

Encours (en milliers de mds d'USD)

Graphique 3



Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Emprunteurs non bancaires : entités financières non bancaires, entreprises non financières, administrations publiques, ménages et organisations internationales. ² Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires). Pays non déclarants aux fins des LBS : prêts locaux en USD. Chine : prêts locaux composés à 80 % d'USD ; source : données nationales. Autres pays : les prêts locaux au secteur non bancaire sont représentés par les prêts transfrontières libellés en USD des pays déclarants aux fins des LBS aux banques d'un pays donné, en supposant que ces fonds sont rétrocedés au secteur non bancaire.

Sources : Datastream ; et BRI, statistiques sur les titres de créance et LBS.

Indicateurs avancés de difficultés dans les systèmes bancaires nationaux¹

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	-0,2	-9,0	-0,3	1,0
Allemagne	-6,1	13,3	-1,8	0,0
Asie ⁶	12,1	6,0	1,6	3,9
Australie	4,5	3,1	1,4	5,4
Brésil	4,6	-25,6	7,4	9,2
Canada	12,1	5,3	2,8	6,9
Chine	30,1	-1,9	5,4	8,7
Corée	3,1	5,7	-0,6	3,0
Espagne	-47,6	-17,7	-3,2	-0,4
États-Unis	-9,9	4,7	-1,7	0,9
Europe centrale et orientale ⁷	-11,4	8,8	0,1	1,5
France	-0,6	-11,2	1,0	4,1
Grèce	-13,2	9,4		
Inde	-2,9		1,8	2,9
Italie	-13,7	-15,4	-0,1	2,0
Japon	4,1	15,6	-2,0	0,8
Mexique	8,8	5,0	0,6	1,3
Pays-Bas	-20,2	-12,2	0,7	5,4
Pays nordiques ⁸	-0,8	4,1	1,0	5,0
Portugal	-40,5	12,4	-1,6	1,7
Royaume-Uni	-27,0	-0,1	-1,7	1,0
Suisse	7,2	7,7	0,0	3,2
Turquie	9,6		5,7	7,3
<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>

Données jusqu'au T1 2016 pour l'écart du ratio crédit/PIB, sauf pour la Bulgarie, la Lettonie, la Lituanie et le Mexique (données jusqu'au T2 2016) ; données jusqu'au T1 2016 pour l'écart des prix de l'immobilier, sauf pour la Malaisie (données jusqu'au T4 2015) et pour l'Afrique du Sud, l'Allemagne, la Chine, la Corée, Hong-Kong RAS, l'Indonésie, le Mexique, la Norvège, les Pays-Bas, les Philippines, le Royaume-Uni, Singapour, la Suède, la Suisse et la Thaïlande (données jusqu'au T2 2016) ; et données jusqu'au T1 2016 pour le ratio du service de la dette.

¹ Les seuils des cellules rouges sont déterminés de façon à minimiser les fausses alertes, à condition de prendre en compte au moins les deux tiers 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 représentent le seuil critique pour un horizon de prévision de 2 ans. Pour le calcul 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. Régions : moyenne arithmétique des pays. 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 points de pourcentage. 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 pourcentage. ⁴ En ce qui concerne les séries et la méthodologie du RSD, voir www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Différence entre le RSD et la moyenne à long terme du pays ou groupe considéré, à partir de 1999 ou plus tard, en fonction des données disponibles et du moment où l'inflation moyenne sur 5 ans est revenue au-dessous de 10 %, en points de pourcentage. ⁵ Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt augmentent de 2,50 pts de % et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. ⁶ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande. RSD et prévision : hors Philippines et Singapour. ⁷ Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie et République tchèque ; écart des prix réels de l'immobilier : hors République tchèque et Roumanie ; RSD et prévision : hors Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie. ⁸ Finlande, Norvège et Suède.

Sources: données nationales ; BRI ; et calculs BRI.

peu réduit par rapport à des relevés antérieurs. La croissance des prix de l'immobilier se rapproche des tendances historiques, bien qu'elle reste exceptionnellement élevée en Allemagne, au Japon et au Portugal (deuxième colonne). Le ratio estimé du service de la dette, qui décrit, pour un pays, le rapport entre ses remboursements (intérêts et principal) et ses revenus, semble se situer à un niveau soutenable, aux taux d'intérêt actuels, pour la plupart des pays bien que des difficultés soient possibles pour le Brésil, le Canada, la Chine et la Turquie (troisième et quatrième colonnes)⁵.

Crédit bancaire international au T1 2016

D'après la dernière édition des LBS, les créances bancaires transfrontières (une composante des créances bancaires internationales) ont augmenté de \$451 milliards au cours des premiers mois de l'année 2016, portant leur encours à \$27 500 milliards. Malgré leur progression du trimestre dernier, leur taux de croissance annuel est resté négatif, à -4,6 %, en raison d'un recul cumulé de \$1 300 milliards sur les 12 mois précédant la fin mars 2016.

L'accroissement de \$234 milliards des titres de créance détenus par les banques déclarantes BRI explique plus de la moitié de l'augmentation totale et les prêts, \$137 milliards. Les \$80 milliards restants relèvent de la catégorie « Autres instruments », qui regroupe principalement les actions et les instruments dérivés assortis d'une valeur de marché positive détenus par les banques déclarantes.

Le report d'activité vers le secteur officiel des économies avancées s'accroît

La hausse trimestrielle des prêts bancaires transfrontières s'explique entièrement par l'accroissement des prêts aux économies avancées (+\$462 milliards). Leur taux de croissance annuel est pourtant resté négatif, à -4,2 %.

L'essentiel de l'augmentation des créances sur les économies avancées est dû à une progression de \$358 milliards des prêts bancaires transfrontières au secteur non bancaire, à savoir les administrations publiques, les établissements financiers non bancaires et les sociétés non financières. S'agissant des créances bancaires consolidées⁶, les prêts bancaires internationaux au secteur officiel (créances sur les administrations publiques et dépôts auprès des banques centrales) dans les économies avancées se sont fortement accrus en proportion du total des avoirs internationaux des banques, passant de 13 % fin mars 2008 à 24 % fin mars 2016, leur plus haut niveau depuis plus de 25 ans.

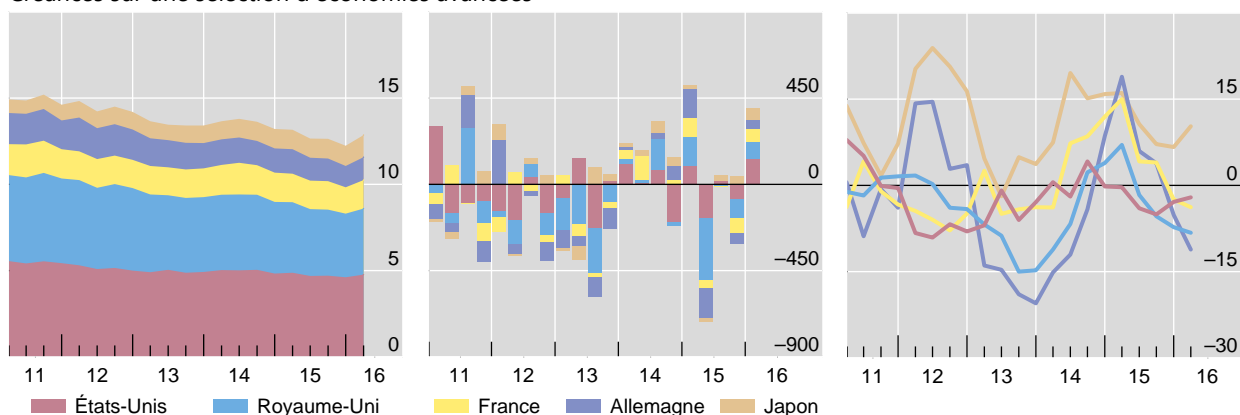
Le total des créances transfrontières sur les États-Unis a augmenté de \$130 milliards entre fin 2015 et fin mars 2016 (graphique 4, cadres supérieurs). La

⁵ Voir le chapitre « Principales tendances des flux financiers », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016 (Encadré 2), pour plus de détails sur ces indicateurs et leur interprétation. Voir aussi le chapitre « Nouvelles améliorations apportées aux statistiques BRI », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016, qui présente la mesure du ratio crédit/PIB et des séries historiques.

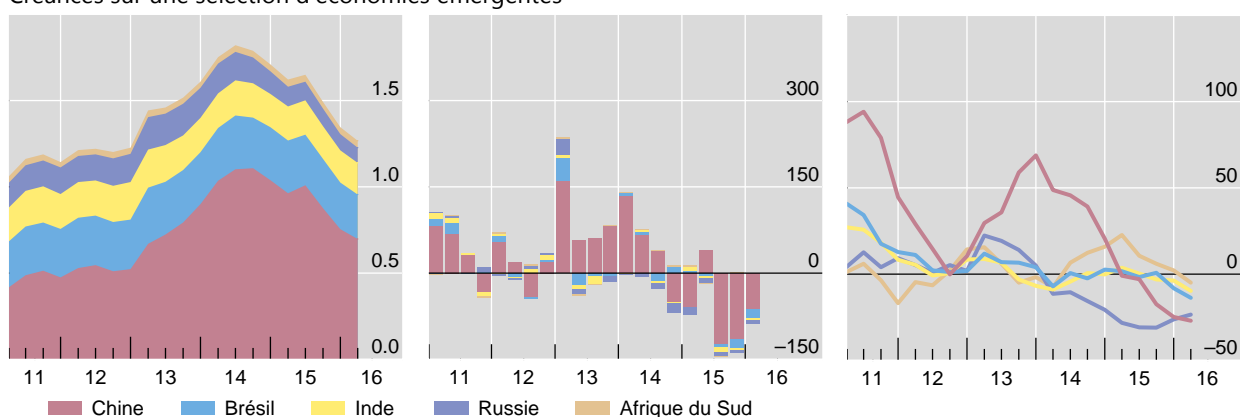
⁶ Les statistiques bancaires consolidées de la BRI sont organisées en fonction du pays d'origine (nationalité) des banques déclarantes et sont déclarées sur une base mondiale consolidée, c'est-à-dire qu'elles excluent les positions entre sociétés affiliées du même groupe bancaire. Les banques consolident leurs positions intragroupes et déclarent uniquement leurs créances sur les emprunteurs extérieurs au groupe.

Encours¹ (en milliers de mrds d'USD) Variation corrigée² (en mrds d'USD) Variation annuelle³ (en %)

Créances sur une sélection d'économies avancées



Créances sur une sélection d'économies émergentes

Pour de plus amples informations sur les statistiques bancaires territoriales BRI, voir www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

¹ En fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur à la date de référence. ² Variation trimestrielle d'encours, corrigée des effets de change entre fins de trimestres et des ruptures de séries pour des raisons méthodologiques. ³ Moyenne géométrique des variations trimestrielles en pourcentage corrigées.

Source : BRI, LBS.

progression des créances sur les emprunteurs non bancaires a été particulièrement vigoureuse. Les statistiques bancaires consolidées de la BRI indiquent que, au premier trimestre 2016, la hausse des créances internationales sur le secteur non bancaire aux États-Unis s'est répartie entre le secteur officiel et le secteur privé non bancaire, tandis que les créances internationales sur les banques se sont contractées.

L'augmentation des créances des banques étrangères sur le secteur officiel aux États-Unis (composées des avoirs des banques en titres du Trésor américain et de créances sur le Système de Réserve fédérale⁷) a confirmé la tendance visible depuis la Grande Crise financière de 2007-2009. La part des créances sur le secteur officiel dans les créances internationales consolidées sur l'ensemble des emprunteurs aux États-Unis a grimpé de plus de 20 points de pourcentage entre fin mars 2008 et fin mars 2016, passant de 9 % à 33 %. Sur la même période, l'encours total des créances

⁷ Pour plus de détails, voir R. McCauley et P. McGuire, « Non-US banks' claims on the Federal Reserve », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2014.

internationales sur le secteur officiel aux États-Unis a plus que doublé, passant de \$255 milliards à \$763 milliards. À l'inverse, la part des créances internationales sur le secteur privé non bancaire aux États-Unis et sur le secteur bancaire aux États-Unis a reculé, respectivement, de 17 points de pourcentage (passant de 69 % à 52 %) et de 7 points de pourcentage (de 22 % à 15 %).

À l'instar des créances bancaires sur le secteur officiel aux États-Unis, la part des créances internationales sur le secteur officiel dans la zone euro a eu tendance à augmenter récemment. À fin mars 2016, le secteur officiel représentait 27 % des créances internationales consolidées des banques sur les emprunteurs de la zone euro, en hausse par rapport aux 17 % enregistrés fin mars 2008. Les créances internationales sur le Japon se sont également orientées vers le secteur officiel : la part du secteur officiel japonais dans l'ensemble des prêts internationaux a progressé de 4 points de pourcentage (passant de 26 % à 30 %) entre fin T1 2008 et fin T1 2016.

Nouvelle contraction des prêts bancaires transfrontières aux EME

Le crédit bancaire transfrontière aux EME a reculé de \$76 milliards au premier trimestre 2016, ce qui a abaissé l'encours total de crédit à \$3 200 milliards et accéléré le rythme annuel de contraction, qui a atteint -9 %.

Comme aux deux trimestres précédents, la baisse des créances sur la Chine a été déterminante dans l'évolution globale des prêts aux EME (et à l'Asie émergente en particulier). Certes, le repli de \$63 milliards des prêts bancaires transfrontières aux résidents chinois a été plus faible que les reculs observés aux trimestres précédents, mais il a néanmoins fait baisser le taux de croissance annuel à -27 % (graphique 4, cadres inférieurs). À fin mars 2016, l'encours total s'élevait à \$698 milliards. Depuis fin septembre 2014, date à laquelle il a atteint son plus haut niveau jamais enregistré, le crédit bancaire transfrontière à la Chine a reflué : son repli totalisait \$367 milliards (-33 %) à fin mars 2016, les activités interbancaires et intragroupes accusant la plus forte baisse.

Entre fin décembre 2015 et fin mars 2016, les créances sur le reste de l'Asie émergente ont légèrement diminué (-\$2 milliards), soit une baisse annuelle de -6%. Cette baisse est imputable à un recul de \$16 milliards de l'activité interbancaire, compensé par un essor de \$11 milliards des créances transfrontières sur le secteur non bancaire.

Le crédit bancaire transfrontière à l'Amérique latine et aux Caraïbes s'est contracté (-\$9 milliards) durant le premier trimestre 2016, soit un taux de croissance annuel de -3 %. Ce troisième trimestre de baisse consécutif s'explique par la chute marquée des prêts au Brésil (-\$14 milliards), dont les emprunts transfrontières ont fléchi de 14 % fin mars 2016 par rapport à l'année précédente.

Les créances sur l'Europe émergente ont stagné au premier trimestre 2016 sous l'effet de tendances divergentes dans la région. L'évolution annuelle s'est chiffrée à -6 %, niveau semblable au rythme moyen de contraction observé ces deux dernières années. Depuis fin mars 2013, les prêts bancaires transfrontières à la Russie ont reculé, au total, de \$96 milliards.

L'euro a gagné du terrain sur les marchés des titres de créance internationaux

Si l'activité nette d'émission de titres de créance internationaux a été relativement faible au second semestre 2015, elle a enregistré un rebond au premier semestre 2016 tant dans les économies avancées que dans les EME, notamment au deuxième trimestre. Les émissions internationales des emprunteurs des économies avancées, en particulier du secteur financier, se sont redressées au premier trimestre 2016. Au deuxième trimestre, les émissions nettes sont restées robustes, avec un volume net considérable d'émissions du secteur privé non financier (graphique 5, cadre de gauche). Dans les EME, le volume net des émissions était faible au premier trimestre 2016 mais il a atteint \$128 milliards au deuxième trimestre, à la faveur d'émissions nettes de \$76 milliards du secteur public non financier (graphique 5, cadre de droite).

Malgré la reprise des émissions en dollar au deuxième trimestre 2016, la tendance à moyen terme s'est confirmée en faveur d'un recours accru à l'euro comme monnaie de financement pour les émetteurs non financiers⁸. S'agissant du secteur non financier aux États-Unis, les emprunts en euro ont représenté la majeure partie des émissions nettes hors du marché local entre fin juin 2015 et fin juin 2016 (graphique 6, cadre supérieur droit).

Cet accroissement de la place de l'euro tient en partie à la divergence des politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE, divergence qui a contribué

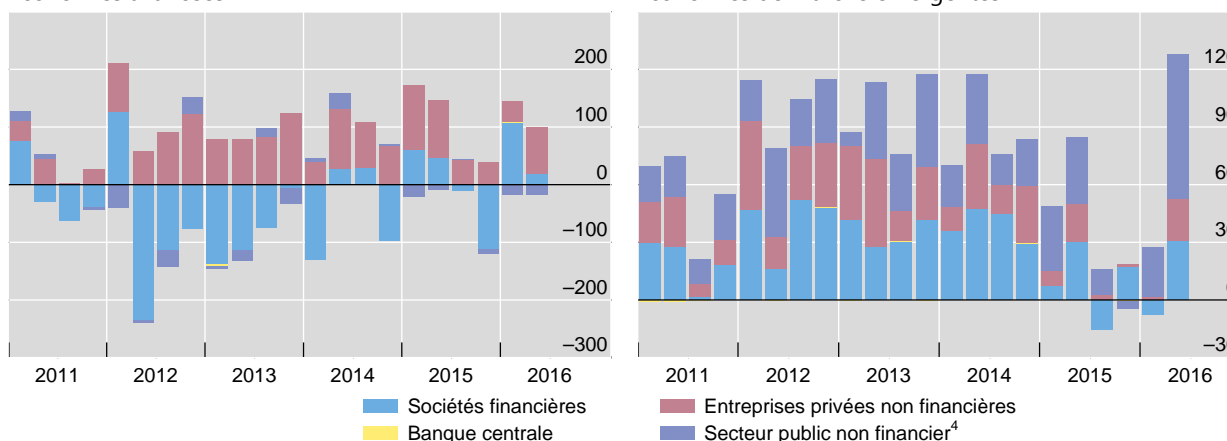
Titres de créance internationaux¹

Émissions trimestrielles nettes (mrds d'USD)

Graphique 5

Économies avancées²

Économies de marché émergentes^{2, 3}



¹ Tous émetteurs, toutes échéances, par nationalité de l'émetteur. ² La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*. Le secteur est celui de la société mère de l'émetteur. Pour des précisions sur la classification, voir « Introduction aux statistiques BRI », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015. ³ Y compris Hong-Kong RAS et Singapour. ⁴ Entreprises publiques non financières, administrations publiques.

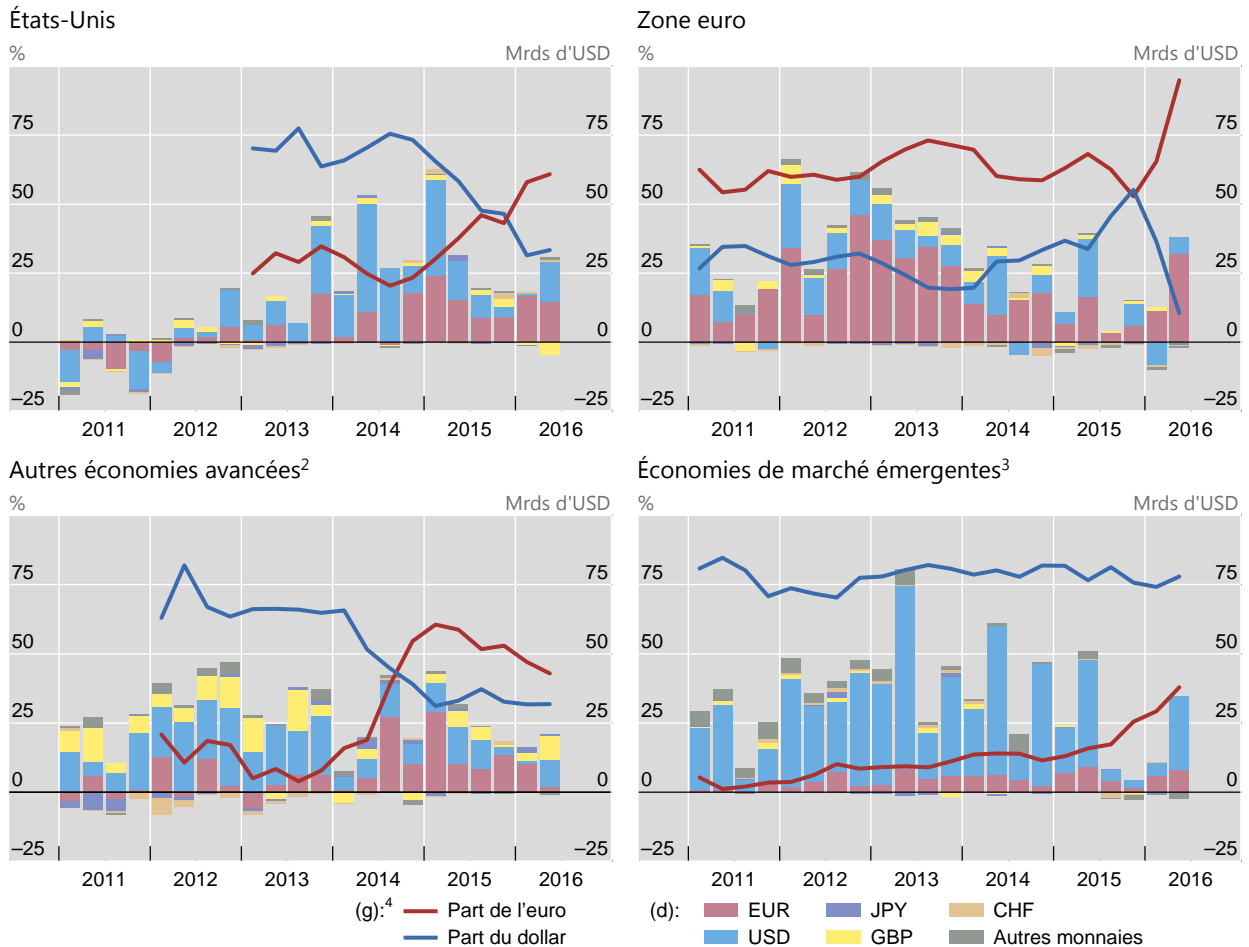
Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; et calculs BRI.

⁸ La composition par monnaie des émissions du secteur financier ne présente pas de tendance bien définie. Elle a, de fait, été très volatile ces dernières années.

Titres de créance internationaux - émetteurs non financiers¹

Émissions trimestrielles nettes et composition par monnaie

Graphique 6



CHF = franc suisse ; EUR = euro ; GBP = livre sterling ; JPY = yen ; USD = dollar.

¹ Siège non financier, par nationalité de l'émetteur. ² La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*. ³ Y compris Hong-Kong RAS et Singapour. ⁴ Les parts correspondent aux émissions nettes cumulées dans la monnaie en question au cours des quatre trimestres précédents, divisées par le total cumulé des émissions dans l'ensemble des monnaies au cours des quatre trimestres précédents. Ces parts sont représentées seulement pour les périodes où les émissions nettes cumulées sur les quatre trimestres précédents sont strictement positives, y compris les émissions libellées en dollar et en euro.

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

à creuser l'écart entre les rendements du dollar et de l'euro. Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise libellées en euro étant inférieurs à ceux de la dette en dollar, le coût des émissions en euro est devenu, pour de nombreux émetteurs, bien inférieur à celui des émissions en dollar. Par conséquent, les entreprises des États-Unis peuvent obtenir des financements en dollar à moindre coût en émettant des emprunts en euro puis en convertissant le produit en dollars, ce qui accentue la pression pesant sur l'écart de taux entre les monnaies (la base)⁹. La baisse des écarts de rendement s'explique, quant à elle, par la décision prise par la BCE en mars 2016 d'acheter des obligations d'entreprises non financières de catégorie investissement

⁹ C. Borio, R. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016

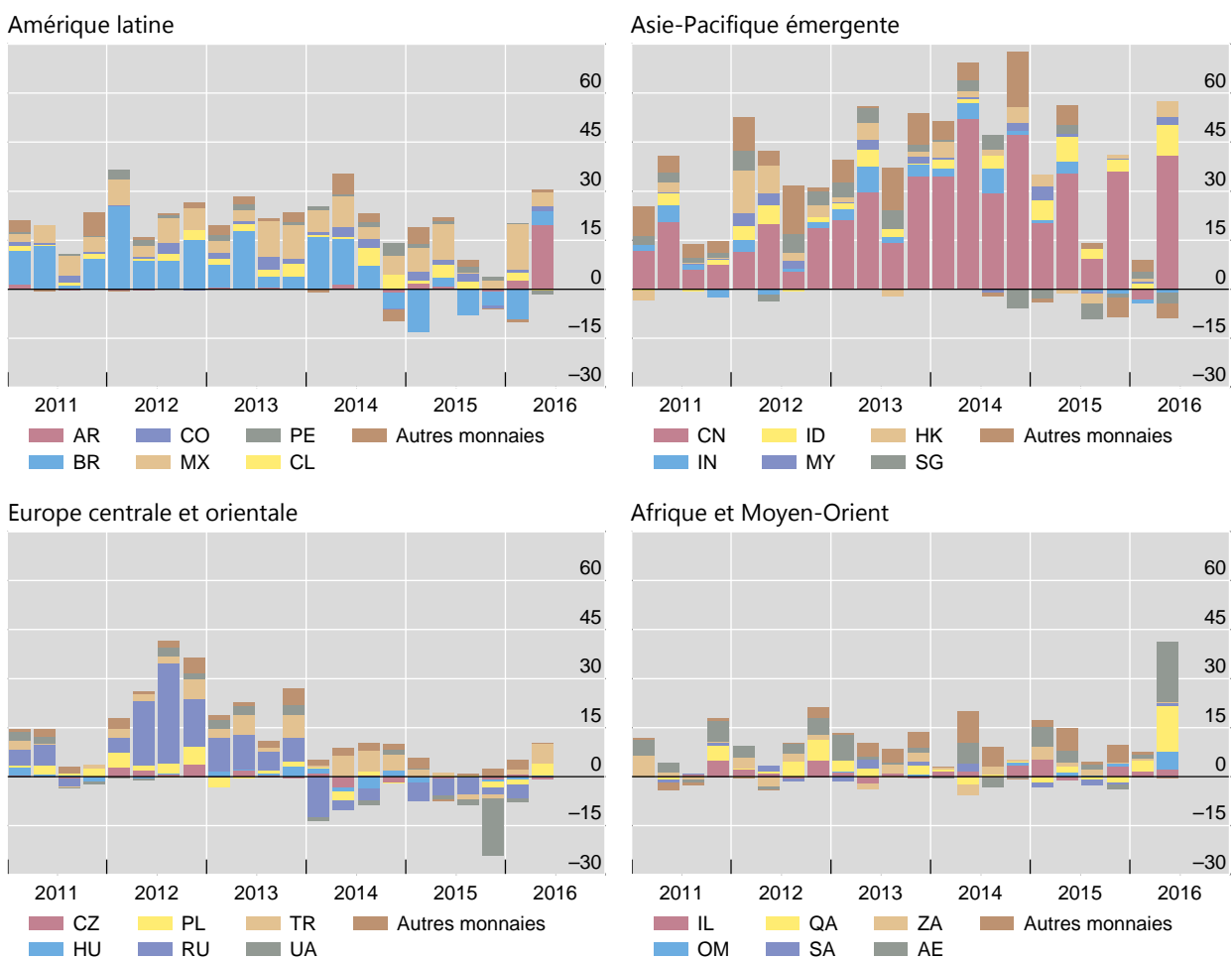
émises par des emprunteurs de la zone euro. En conséquence, les émetteurs de la zone euro ont également accru la part de l'euro dans leurs émissions internationales nettes (graphique 6, cadre supérieur droit).

Les émetteurs internationaux des EME, qui privilégient habituellement le dollar comme monnaie de financement, ont également accru leurs émissions nettes en euro (graphique 6, cadre inférieur droit). Certes, la part du dollar dans les émissions annuelles nettes du secteur non financier des EME se maintient à un niveau élevé (75 % environ), mais la part de l'euro a augmenté de plus de 25 points de pourcentage depuis fin 2014, atteignant 38 %¹⁰ au deuxième trimestre 2016.

Titres de créance internationaux¹

Graphique 7

Émissions trimestrielles nettes (mrds d'USD)



AE = Émirats arabes unis ; AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HK = Hong-Kong RAS ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IL = Israël ; IN = Inde ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; OM = Oman ; PE = Pérou ; PL = Pologne ; QA = Qatar ; RU = Russie ; SA = Arabie Saoudite ; SG = Singapour ; TR = Turquie ; UA = Ukraine ; ZA = Afrique du Sud.

¹ Tous émetteurs, toutes échéances, par nationalité de l'émetteur.

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

¹⁰ Au graphique 7, la somme des parts du dollar et de l'euro dans les émissions nettes cumulées peut, dans certains cas, dépasser 100 % en raison d'émissions nettes négatives dans d'autres monnaies.

De façon plus générale, le regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs au deuxième trimestre 2016 a probablement contribué à la reprise des émissions des EME. Celle-ci s'explique également par des facteurs spécifiquement nationaux et pourrait être en partie liée à des événements ponctuels.

En Amérique latine, l'État argentin a fait son retour sur les marchés internationaux, avec des émissions nettes totales de \$19,6 milliards au T2 2016 (graphique 7, cadre supérieur gauche), presque exclusivement en dollar.

Parmi les pays émergents d'Asie-Pacifique, la Chine a dominé les émissions nettes d'obligations internationales avec un montant de \$40,7 milliards au deuxième trimestre 2016 (graphique 7, cadre supérieur droit), dont \$9,0 milliards émis par des entreprises non financières et \$31,2 milliards par des entreprises financières. Il s'agit d'un vif rebond après un premier trimestre en berne, où les entreprises chinoises avaient remboursé d'importants volumes d'obligations en dollar¹¹. La stabilisation du cours de change CNY/USD entre mars et juin 2016, après plusieurs épisodes de turbulences au cours des mois précédents, a probablement contribué à ce rebond.

Les exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont été un autre facteur d'essor des émissions d'obligations internationales (graphique 7, cadre inférieur droit). Alors que les prix du pétrole atteignaient des minima historiques en février 2016, plusieurs États se sont tournés vers les marchés obligataires pour obtenir des financements. Les Émirats arabes unis (volume net de \$14,4 milliards), le Qatar (\$9 milliards) et Oman (\$5 milliards) ont procédé, fait rare, à des placements en obligations internationales au T2 2016, exclusivement en dollar. Au total, l'Afrique et le Moyen-Orient ont représenté 32 % du total des émissions nettes des EME, niveau proche de celui de l'Asie-Pacifique émergente (37 %) et supérieur à celui de l'Amérique latine (23 %).

Les émissions trimestrielles nettes de l'Europe centrale et orientale (graphique 7, cadre inférieur gauche) sont devenues positives pour la première fois depuis fin 2014, représentant environ 7 % (\$9,4 milliards) des émissions nettes des EME au deuxième trimestre 2016.

¹¹ R. McCauley et C. Shu, « La Chine a enregistré des sorties de capitaux en dollar et en renminbi », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016.

Le Royaume-Uni, pivot de l'activité bancaire internationale

Catherine Koch

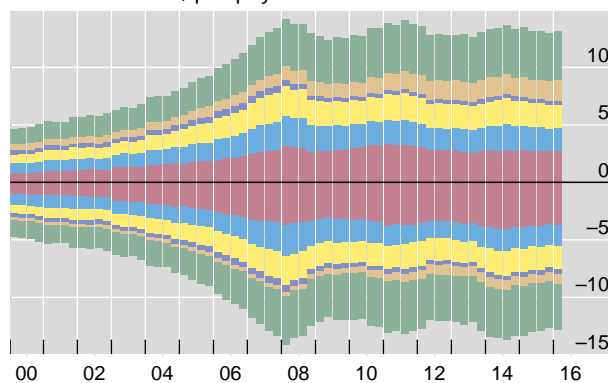
L'issue du récent référendum au Royaume-Uni, en faveur d'une sortie de l'Union européenne, a attiré l'attention sur la place de ce pays dans les systèmes bancaires européen et mondial.

Crédit transfrontière, tous secteurs confondus

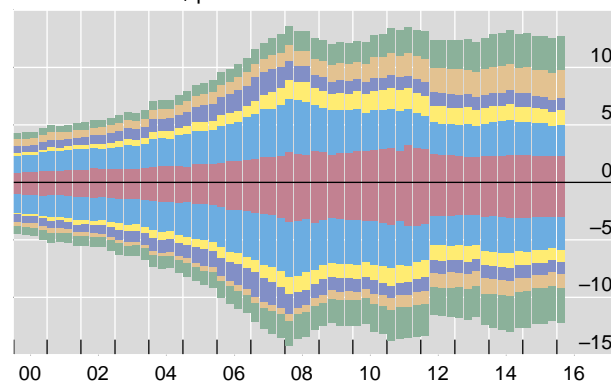
En milliers de mrds d'USD

Graphique A1

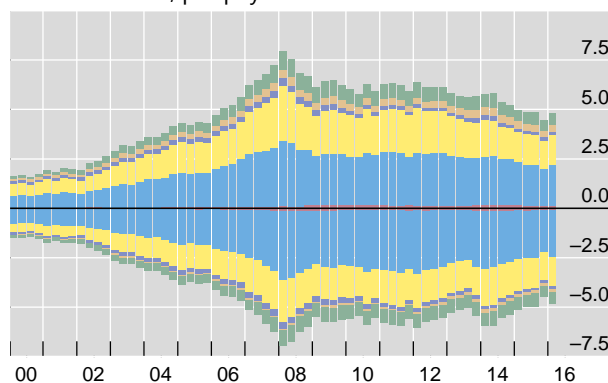
Crédit en dollar¹, par pays de résidence



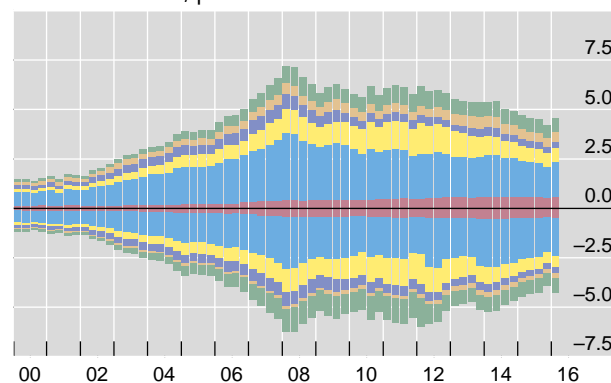
Crédit en dollar¹, par nationalité²



Crédit en euro³, par pays de résidence



Crédit en euro^{3,4}, par nationalité²



Actifs (+) et passifs (-): États-Unis (rouge), Royaume-Uni (jaune), Japon (orange), Zone euro (bleu), Suisse (violet), Autres pays (vert)

¹ Dont avoirs et engagements transfrontières intra-zone euro. ² La rupture dans les séries entre T1 2012 et T2 2012 tient à l'instauration, au T2 2012, d'un système plus complet de déclaration des positions transfrontières (pour plus de précisions, voir http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212b_fr.pdf). ³ Hors avoirs et engagements transfrontières intra-zone euro. ⁴ Estimation des avoirs et engagements transfrontières intra-zone euro avant T2 2012 : part moyenne des avoirs et engagements intra-zone euro entre T2 2012 et T1 2016 appliquée à l'ensemble des avoirs et engagements des banques de la zone euro.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics - LBS*), tableau A5 (par pays de résidence) et tableau A7 (par nationalité).

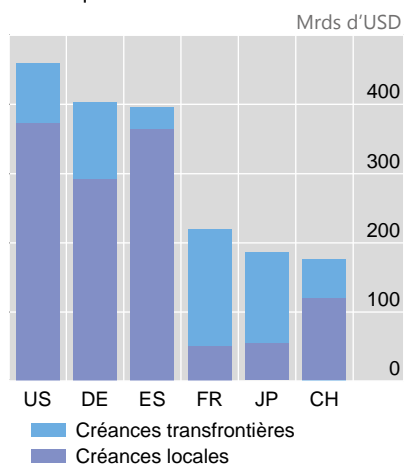
D'un point de vue territorial, le Royaume-Uni constitue un pivot majeur de l'activité bancaire internationale. Néanmoins, une part importante de cette activité est réalisée par des banques étrangères ayant des établissements affiliés sis au Royaume-Uni. Une comparaison des ventilations par pays de résidence et par nationalité des positions transfrontières totales (dans le monde entier) des banques met en évidence la différence entre la localisation de l'activité bancaire internationale et la nationalité des banques qui la réalisent^① (graphique A1). Qu'il s'agisse d'opérations en dollar ou en euro, le volume de l'activité transfrontière des banques sises au Royaume-Uni (zones jaunes du graphique A1, cadres de gauche) est nettement plus élevé que celui des banques ayant leur siège au Royaume-Uni (zones jaunes du graphique A1, cadres de droite). D'autres pays, comme la Suisse (zones violettes), sont dans la situation inverse.

Fin T1 2016, les banques sises au Royaume-Uni ont déclaré un total de \$4 500 milliards de prêts transfrontières. Elles se placent ainsi au premier rang de l'ensemble des banques implantées dans les pays déclarants BRI, suivies par les banques situées au Japon (\$3 400 milliards) et aux États-Unis (\$3 100 milliards). Dans le même temps, avec un total de \$3 800 milliards, le Royaume-Uni était le deuxième bénéficiaire de prêts transfrontières, après les États-Unis (\$4 800 milliards). Les créances interbancaires constituaient près des deux tiers des créances transfrontières sur le Royaume-Uni, et les créances sur les banques affiliées représentaient environ un tiers des positions interbancaires.

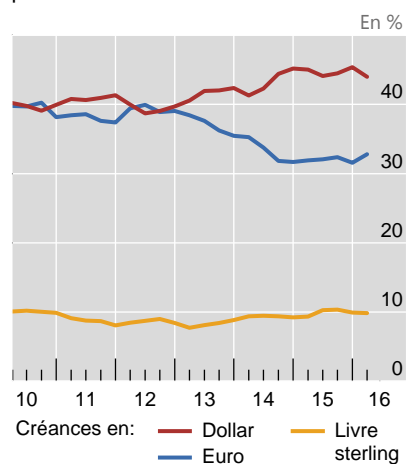
Le Royaume-Uni, pivot de l'activité bancaire internationale

Graphique A2

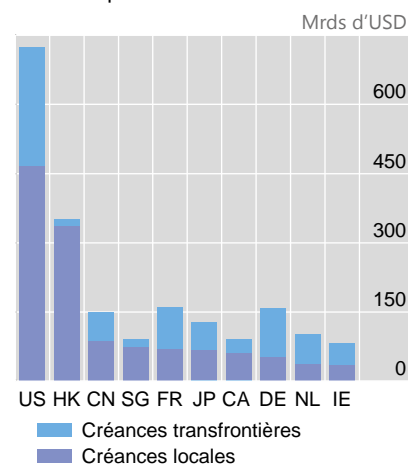
Créances consolidées sur le Royaume-Uni, par nationalité de la banque déclarante



Créances transfrontières des banques sises au Royaume-Uni, par monnaie¹



Créances consolidées des banques sises au Royaume-Uni, par pays de la contrepartie



CA = Canada ; CH = Suisse ; CN = Chine ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; HK = Hong-Kong RAS ; IE = Irlande ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; SG = Singapour ; US = États-Unis.

¹ En pourcentage de l'encours des créances transfrontières dans toutes les monnaies.

Source : BRI, LBS et statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime.

Dans l'activité des banques étrangères avec le Royaume-Uni, les transactions locales (réalisées par des établissements implantés au Royaume-Uni) l'emportent largement sur les opérations transfrontières (graphique A2, cadre de gauche). D'après les statistiques consolidées sur la base du risque ultime, les créances étrangères² sur les résidents britanniques s'élevaient à \$2 400 milliards à fin mars 2016, dont près des deux tiers étaient réalisées localement. Parmi les banques internationales opérant également à l'échelle locale, ce sont les banques américaines qui ont déclaré le plus grand encours de créances étrangères sur le Royaume-Uni (\$460 milliards), suivies par les banques allemandes (\$404 milliards) et les banques espagnoles (\$396 milliards). Les créances des banques ayant leur siège dans des pays déclarants BRI de l'Union européenne totalisaient \$1 300 milliards, ce qui représentait 56 % du total des créances étrangères sur les résidents britanniques³.

Par ailleurs, les banques britanniques sont étroitement liées au système bancaire européen (graphique 2, cadre de droite). Si l'on s'intéresse aux créances étrangères consolidées des banques britanniques, à fin T1 2016, les créances sur les autres pays de l'Union européenne atteignaient \$666 milliards, soit 21 % de l'ensemble des créances, tandis que celles sur les pays de la zone euro s'élevaient à \$634 milliards, soit 20 % du total. Toutefois, les créances sur les États-Unis (\$724 milliards) et Hong-Kong RAS (\$351 milliards) étaient plus élevées que celles sur n'importe quel pays de l'Union européenne.

Le Royaume-Uni occupe une place particulièrement importante dans la redistribution des fonds libellés en euro. Les banques et les autres intermédiaires financiers qui y sont implantés (dont beaucoup ont leur siège à l'étranger) empruntent des euros à l'étranger et les investissent dans des créances transfrontières en euro. Les banques sises au Royaume-Uni sont les plus grands emprunteurs et prêteurs d'euros hors de la zone euro. À fin mars 2016, les banques sises au Royaume-Uni représentaient environ 54 % de l'ensemble des créances transfrontières en euro non consolidées réalisées hors de la zone euro et 60 % de l'ensemble des engagements. Ces dernières années, ces parts ont eu tendance à baisser, en partie en raison de l'essor de l'activité en euro dans le reste du monde et des fluctuations de change.

De fait, depuis l'instauration de la monnaie unique, les positions en euro représentent une large fraction des portefeuilles transfrontières des banques sises au Royaume-Uni. Pendant presque toute la décennie 2000, la part des créances transfrontières en euro des banques sises au Royaume-Uni s'est maintenue autour de 40 %, un niveau quasiment égal à celui des créances libellées en dollar (graphique A2, cadre du milieu). Depuis 2012, en partie du fait des fluctuations de change, ces proportions ont suivi des évolutions divergentes. La part de l'euro a baissé : de 39 % fin septembre 2012, elle a reculé à 33 % fin mars 2016. Sur la même période, la part du dollar dans les créances transfrontières des banques au Royaume-Uni s'est accrue, passant de 39 % à 44 %.

① Pour plus d'informations, voir LBS, tableaux A5 et A7, www.bis.org/statistics/bankstats.htm et H. S. Shin, « Global liquidity and procyclicality », discours prononcé lors de la conférence de la Banque mondiale intitulée « *The state of economics, the state of the world* », Washington, D.C., 8 juin 2016. ② Les créances étrangères comprennent les créances transfrontières et les créances locales en toutes monnaies, les créances locales étant les prêts accordés par les établissements affiliés d'une banque situés dans le pays de l'emprunteur. ③ Certains pays de l'Union européenne ne déclarent pas leurs données aux fins des statistiques bancaires de la BRI. Données pour les pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Suède et Suisse.

Les marchés organisés peinent à rivaliser avec les marchés dérivés de gré à gré

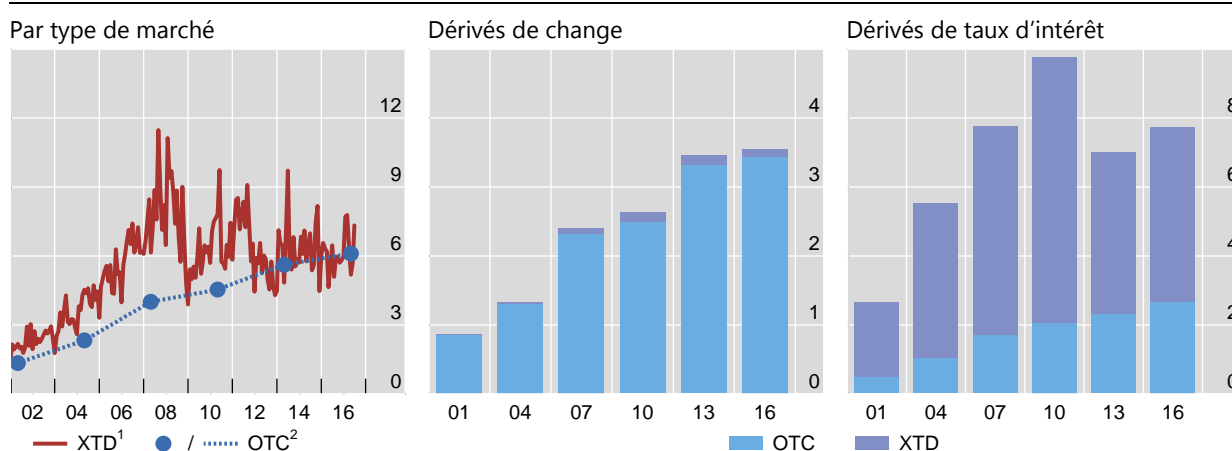
Robert McCauley et Philip Wooldridge

Le volume des contrats dérivés négociés sur les marchés organisés n'a pas progressé, d'après l'enquête triennale BRI relative à l'activité mondiale sur les marchés des changes et dérivés de gré à gré. Depuis 2009, le négoce des dérivés sur les marchés organisés ne suit aucune tendance claire, tandis que les transactions sur les marchés de gré à gré augmentent (graphique B1, cadre de gauche). Le volume journalier moyen des dérivés sur devises et sur taux d'intérêt échangés dans le monde - sur les marchés organisés et de gré à gré - est passé de \$10 500 milliards en avril 2013 à \$11 300 milliards en avril 2016^①. La part des marchés organisés s'est maintenue autour de 46 %.

Volume mondial des dérivés de change et de taux d'intérêt

Volume journalier moyen, en milliers de mrd d'USD

Graphique B1



OTC = dérivés de gré à gré ; XTD = dérivés échangés sur les marchés organisés.

¹ Volume journalier moyen des transactions réalisées sur les marchés organisés dans le monde, fréquence mensuelle. ² Volume journalier moyen en avril, chiffres corrigés des doubles comptages locaux et transfrontières, c'est-à-dire base nette-nette. Les lignes représentent une interpolation linéaire entre enquêtes.

Sources : Euromoney TRADEDATA ; Futures Industry Association ; The Options Clearing Corporation ; et BRI, statistiques sur les dérivés et enquête triennale BRI.

L'enquête triennale BRI auprès des banques centrales est la source d'information la plus complète sur la taille et la structure des marchés dérivés de gré à gré^②. Près de 1 300 établissements financiers situés dans 52 pays ont participé à la dernière enquête, conduite en avril 2016. Combinés aux statistiques relatives aux dérivés échangés sur les marchés organisés, les résultats de cette enquête permettent d'obtenir un aperçu général (bien que peu fréquent) de l'activité sur les marchés dérivés.

Depuis la Grande Crise financière de 2007-2009, les autorités cherchent à réduire les risques systémiques induits par les marchés dérivés de gré à gré en encourageant la conclusion de contrats standardisés sur des marchés ou plateformes de négociation organisés et la compensation par des contreparties centrales^③. Alors que l'on aurait pu s'attendre à ce que ces politiques se traduisent par une augmentation du volume de transactions sur les marchés organisés, les dernières données laissent à penser que les innovations réalisées sur les marchés de gré à gré ont accru l'attractivité des instruments de gré à gré. Ainsi, des dispositifs semblables à des marchés organisés ont été introduits pour négocier des instruments de gré à gré, l'exemple le plus notable étant celui des plateformes de négociation des swaps aux États-Unis. En outre, une part croissante des contrats de gré à gré fait l'objet d'une compensation centrale. La section de l'enquête triennale BRI consacrée aux encours, qui sera publiée en novembre 2016, permettra, pour la première fois, d'obtenir des données complètes sur la compensation centrale. Enfin, les opérateurs comprennent de plus en plus les instruments de gré à gré : les intervenants de marché œuvrent ensemble à l'élimination des contrats économiquement redondants et, ce faisant, à la réduction des expositions brutes.

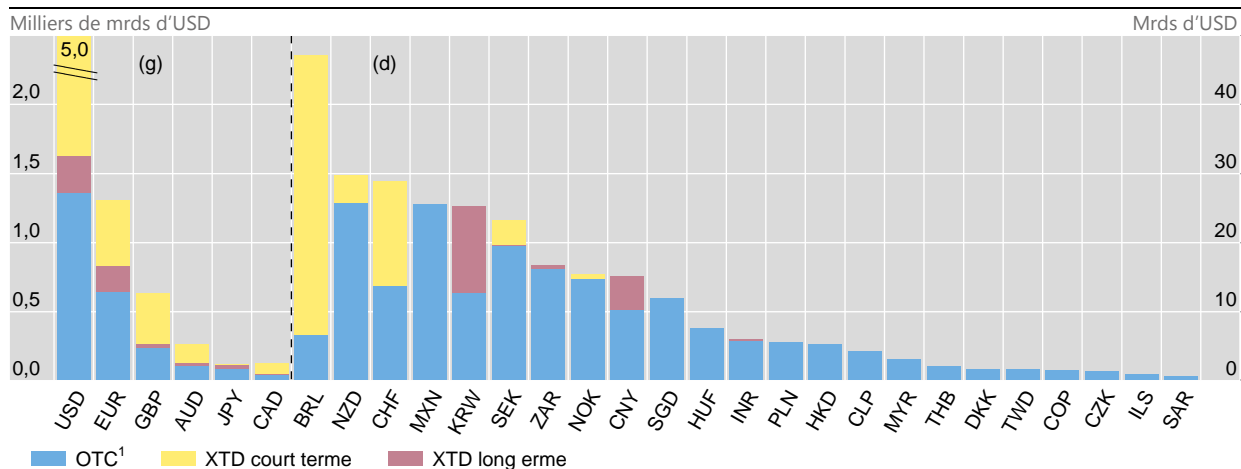
Les dérivés de change sont toujours majoritairement négociés sur les marchés de gré à gré. Le volume journalier moyen des dérivés de change négociés sur les marchés de gré à gré dépassait les \$3 400 milliards en avril 2016, alors que son équivalent sur les marchés organisés s'élevait à \$100 milliards seulement (graphique B1, cadre du milieu). La prépondérance des marchés de gré à gré s'explique en grande partie par les swaps cambistes, qui sont très recherchés en tant qu'instruments de financement, parce qu'ils ne modifient pas les expositions en devises et peuvent donc être utilisés pour refinancer des couvertures. En outre, les opérations de gré à gré permettent de mieux répondre à des demandes particulières, notamment pour faire coïncider des flux de trésorerie à des dates décalées ou réaliser des transactions sur des paires de monnaies n'incluant pas le dollar. Les marchés organisés représentent une part importante des dérivés de change dans seulement trois monnaies : le real brésilien, la roupie indienne et le rouble russe, avec respectivement 38 %, 15 % et 11 % du volume en avril 2016.

Les dérivés sur taux d'intérêt sont principalement négociés sur les marchés organisés mais la part des marchés de gré à gré dans ces transactions progresse. Le volume journalier moyen des dérivés de taux négociés sur les marchés de gré à gré s'élevait à \$2 700 milliards en avril 2016, contre \$5 100 milliards sur les marchés organisés (graphique B1, cadre de droite). La part des marchés organisés a baissé : elle est passée d'environ 80 % dans les années 2000 à 67 % en avril 2013 et 66 % en avril 2016. L'importance croissante des marchés de gré à gré tient en partie à la faible activité sur les dérivés de taux à court terme, qui représentent la majorité de l'activité sur dérivés des marchés organisés (graphique B2). Le maintien prolongé des taux directeurs à des niveaux faibles et stables dans les grandes économies a réduit l'activité de couverture et le positionnement sur des taux à court terme, en particulier pour les taux en euro et en yen^①. Cela dit, bien que les données sur la ventilation par échéance des dérivés de taux de gré à gré ne soit pas enregistrées, différentes sources laissent penser que l'activité sur l'ensemble de la courbe des échéances s'oriente progressivement vers les marchés de gré à gré. Même dans le compartiment long, les intervenants de marchés semblent abandonner les contrats indexés sur les rendements des obligations d'État au profit de contrats alignés sur les rendements des titres du secteur privé, c'est-à-dire le taux des swaps de taux d'intérêt^②.

Volume des dérivés sur taux d'intérêt, par monnaie

Volume journalier moyen, en avril 2016

Graphique B2



AUD = dollar australien ; BRL = real brésilien ; CAD = dollar canadien ; CHF = franc suisse ; CLP = peso chilien ; CNY = renminbi chinois ; COP = peso chilien ; CZK = couronne tchèque ; DKK = couronne danoise ; EUR = euro ; GBP = livre sterling ; HKD = dollar de Hong-Kong ; HUF = forint hongrois ; ILS = nouveau shekel israélien ; INR = roupie indienne ; JPY = yen japonais ; KRW = won coréen ; MXN = peso mexicain ; MYR = ringgit malais ; NOK = couronne norvégienne ; NZD = dollar néo-zélandais ; PLN = zloty polonais ; SAR = riyal saoudien ; SEK = couronne suédoise ; SGD = dollar de Singapour ; THB = bath thaïlandais ; TWD = nouveau dollar de Taïwan ; USD = dollar des États-Unis ; ZAR = rand sud-africain.

OTC = dérivés sur taux de gré à gré ; XTD short-term = dérivés sur taux d'intérêt à court terme échangés sur les marchés organisés ; XTD long-term = dérivés sur taux d'intérêt à long terme échangés sur les marchés organisés.

¹ Valeurs corrigées des doubles comptages locaux et transfrontières, c'est-à-dire base nette-nette.

Sources : Euromoney TRADEDATA ; Futures Industry Association ; The Options Clearing Corporation ; et BRI, statistiques sur les dérivés et enquête triennale BRI.

Dans les économies de marché émergentes (EME), où il est moins probable que l'activité soit freinée par la persistance de faibles taux directeurs, les marchés de gré à gré sont à l'origine d'une hausse de l'activité sur les dérivés de taux d'intérêt (graphique B2). Le volume des contrats de taux libellés dans les monnaies des EME, à cours de change constant, a augmenté : il s'élevait \$196 milliards en avril 2016, contre \$177 milliards en avril 2013, bien que la valeur en dollar du volume échangé ait diminué en raison de la dépréciation de nombreuses monnaies des EME par rapport au dollar. Sur la même période, la part de l'activité réalisée sur les marchés organisés est passée de 58 % à 30 %. Les seules monnaies des EME pour lesquelles les marchés organisés représentaient une part importante de l'activité sur dérivés de taux d'intérêt étaient le real brésilien (86 %), le won coréen (50 %) et le renminbi chinois (32 %).

① Volume : montants notionnels en dollar. L'appréciation du dollar par rapport à de nombreuses monnaies entre 2013 et 2016 a fait baisser la valeur en dollar des dérivés libellés dans d'autres monnaies. Évalué au cours de change en vigueur en avril 2016, le volume des dérivés de change et de taux d'intérêt en avril 2013 s'élevait à \$9 600 milliards. ② Pour consulter les données relatives à l'enquête triennale et pour plus de précisions, voir www.bis.org/publ/rpfx16.htm. ③ Conseil de stabilité financière, *OTC derivatives market reforms: tenth progress report on implementation*, novembre 2015, www.fsb.org/2015/11/otc-derivatives-market-reforms-tenth-progress-report-on-implementation/. ④ Cela a aussi entraîné un déplacement de l'activité vers des échéances plus longues. Voir L. Kreicher et R. McCauley, « Asset managers, eurodollars and unconventional monetary policy », *BIS Working Papers*, n° 578, août 2016. ⑤ Voir L. Kreicher, R. McCauley et P. Wooldridge, « Benchmark tipping in the global bond market », *BIS Working Papers*, n° 466, octobre 2014, www.bis.org/publ/work466.htm.