

## Principales tendances des flux financiers mondiaux<sup>1</sup>

*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 risques en termes de stabilité financière. Le présent chapitre analyse les tendances récentes de ces indicateurs sur la base des dernières données disponibles pour le marché bancaire international, à savoir celles de fin septembre 2016, et, pour le marché international des titres de dette, celles de fin décembre 2016.*

### En bref

- Les créances bancaires internationales ont renoué avec la croissance aux deuxième et troisième trimestres 2016, après avoir régressé, en glissement annuel, fin 2015 et début 2016. Cette reprise a été tirée par les créances sur le secteur non bancaire (+3,8 % en glissement annuel), tandis que les créances interbancaires ont reculé de 3,2 % au troisième trimestre 2016.
- L'encours des titres de créance internationaux a augmenté à un rythme régulier de 3,8 %, en glissement annuel, au quatrième trimestre 2016, soutenu par un redressement des émissions nettes bancaires (+2,2 %). Les émissions nettes de titres de créances par les emprunteurs non bancaires ont elles aussi connu une légère hausse, l'encours des titres ayant crû, sur un an, de 4 % au troisième trimestre 2016 et de 4,6 % au quatrième trimestre.
- Le crédit en dollars aux emprunteurs non bancaires en dehors des États-Unis a progressé de 420 milliards de dollars entre la fin du premier trimestre et la fin du troisième trimestre 2016. En incluant les données récemment communiquées par la Chine et la Russie concernant l'octroi de crédit par les banques, l'encours total à fin septembre 2016 se monte à 10 500 milliards de dollars.
- Le crédit en dollar à destination des emprunteurs non bancaires des économies de marché émergentes (EME) s'est légèrement accru. En incluant les données récemment fournies par les banques en Chine et en Russie, il ressort à 3 600 milliards de dollars à la fin du troisième trimestre 2016.

<sup>1</sup> Cet article a été rédigé par Iñaki Aldasoro ([Iñaki.Aldasoro@bis.org](mailto:Iñaki.Aldasoro@bis.org)) et Torsten Ehlers ([Torsten.Ehlers@bis.org](mailto:Torsten.Ehlers@bis.org)). Kristina Bektyakova, Pamela Pogliani et Matthias Loerch ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

- Sous l'effet de la réforme des fonds du marché monétaire américain, les financements en dollars, par les grands fonds, destinés aux banques en dehors des États-Unis ont baissé de 555 milliards de dollars entre la fin septembre 2015 et la fin décembre 2016. Ce repli a été partiellement compensé par une hausse de 140 milliards de dollars des financements issus des fonds d'actifs du secteur public (voir l'encadré). Malgré cette baisse, le crédit en dollars aux banques non américaines a continué de croître, ces établissements se finançant auprès d'autres sources.

## Reprise du crédit mondial au second semestre 2016

Les conditions mondiales du crédit, à l'aune des agrégats mesurés par la BRI dans le cadre de ses indicateurs de liquidité mondiale, se sont quelque peu améliorées au second semestre 2016.<sup>2</sup> Ce redressement a été tiré par les créances bancaires internationales (créances transfrontières auxquelles s'ajoutent les créances locales en devises),<sup>3</sup> qui sont reparties à la hausse au deuxième trimestre 2016 et n'ont que légèrement reculé au troisième trimestre. Les flux annuels cumulés ont été modestes, mais positifs, au cours de ces deux trimestres, enregistrant à chaque fois une hausse modeste de 0,2 % en glissement annuel (graphique 1, cadre supérieur). Poursuivant la tendance en cours depuis le deuxième trimestre 2015, le crédit interbancaire mondial a diminué en glissement annuel. Ce repli a toutefois ralenti au deuxième comme au troisième trimestre 2016. En revanche, le crédit aux emprunteurs non bancaires s'est redressé sur la même période, après avoir connu une légère décélération au premier trimestre. Au troisième trimestre 2016, dernière période pour laquelle les données sont disponibles, les créances bancaires internationales sur le secteur non bancaire ont connu leur dixième hausse trimestrielle consécutive.

Les émissions nettes de titres de créance internationaux<sup>4</sup> ont aussi connu un léger redressement au second semestre 2016 (graphique 1, cadre inférieur), atteignant 229 milliards de dollars sur le seul troisième trimestre. L'encours de titres de créance a augmenté de 3,8 % entre fin décembre 2015 et fin décembre 2016, soit la hausse la plus forte sur quatre trimestres depuis la période allant du troisième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2010. Les banques tout comme les emprunteurs non bancaires ont davantage recouru aux marchés d'obligations internationaux : l'encours de titres de créance internationaux du secteur bancaire a enregistré une croissance de 1,2 % en glissement annuel au troisième trimestre 2016 (première hausse depuis le deuxième trimestre 2015) et a progressé plus rapidement encore au quatrième trimestre (2,2 %). Les émissions nettes de titres de créance par

<sup>2</sup> Une description de la méthode utilisée par la BRI pour établir ses indicateurs de liquidité mondiale est disponible ici : [www.bis.org/statistics/gli/gli\\_methodology.pdf](http://www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf).

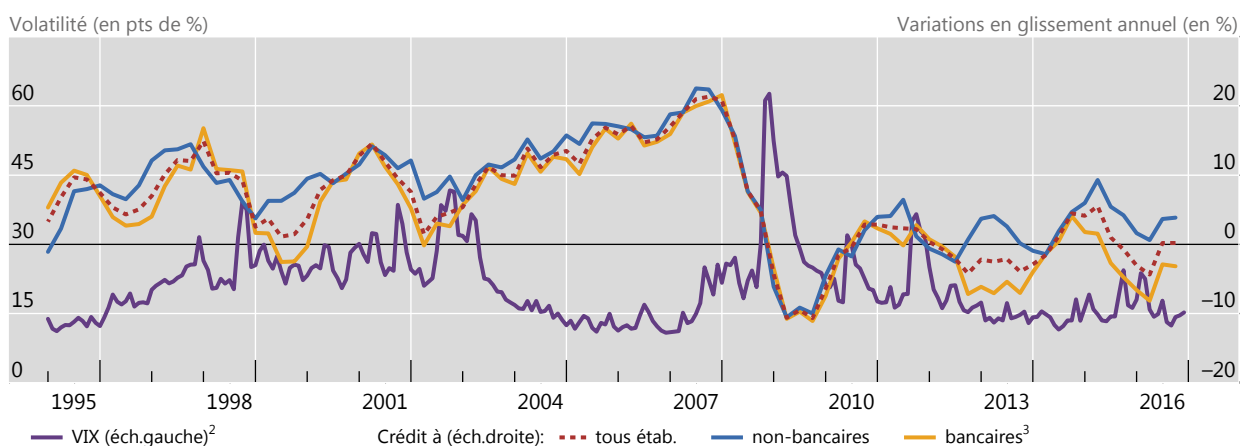
<sup>3</sup> Le terme « crédit bancaire international » tel qu'utilisé dans les indicateurs BRI de liquidité mondiale répond à la définition qui en est faite dans les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS) de la BRI. Le crédit bancaire international comprend les 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 évolutions trimestrielles sont corrigées des effets de change et des ruptures dans les séries de données.

<sup>4</sup> 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 Gruić, B. et Wooldridge, P., « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012.

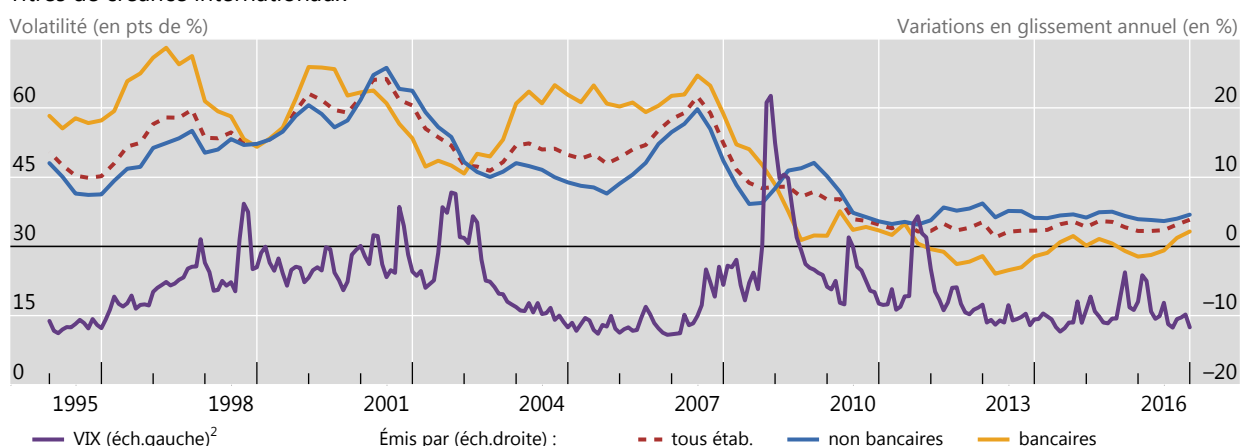
## Évolution des créances bancaires internationales et des titres de dette internationaux, et volatilité des marchés financiers

Graphique 1

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



### Titres de créance internationaux<sup>4</sup>



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

<sup>1</sup> Créances transfrontières et créances locales en devises des banques déclarantes aux fins des LBS. <sup>2</sup> Indice de volatilité implicite du S&P 500 calculé par le Chicago Board Options Exchange ; écart-type en points de pourcentage par an. <sup>3</sup> Dont transactions intragroupes. <sup>4</sup> 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.

les emprunteurs non bancaires ont également accéléré au second semestre 2016, la croissance en glissement annuel des encours étant passée de 3,6 % au deuxième trimestre 2016 à 4%, puis 4,6 %, aux troisième et quatrième trimestres.

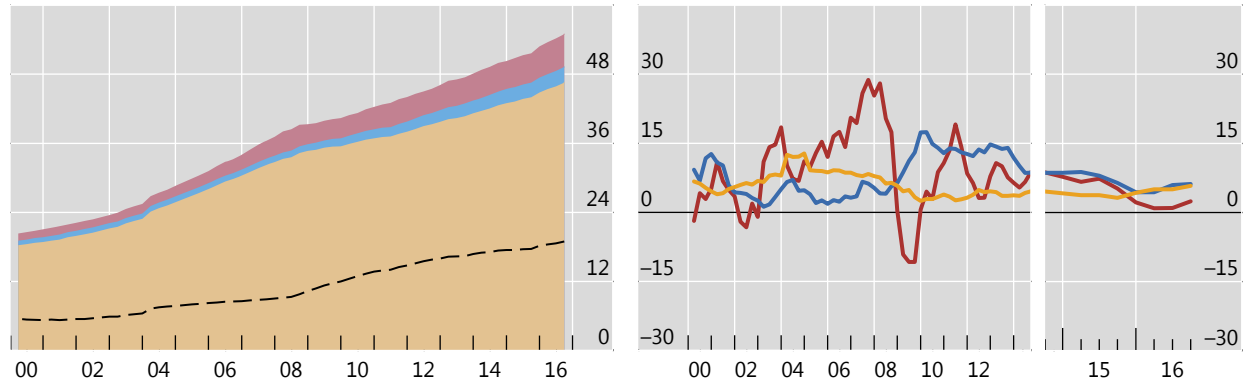
À la faveur de la reprise globale du crédit bancaire international et des émissions de titres de créance, le crédit total en devises, notamment en dollars et en euros, a lui aussi connu une croissance un peu plus rapide aux deuxième et troisième trimestres 2016 (graphique 2).

Les prêts bancaires libellés en dollars à destination du secteur non bancaire hors États-Unis ont progressé de 2,4 % au troisième trimestre 2016 sur un an, après avoir augmenté de moins de 1 % durant les deux premiers trimestres de 2016 (graphique 2, cadres supérieurs). L'encours des titres de créance libellés en dollars souscrits par des non-résidents dans le *secteur non financier* a crû de 6,2% en glissement annuel au troisième trimestre 2016, contre 4 % au premier trimestre et 5,9% au deuxième

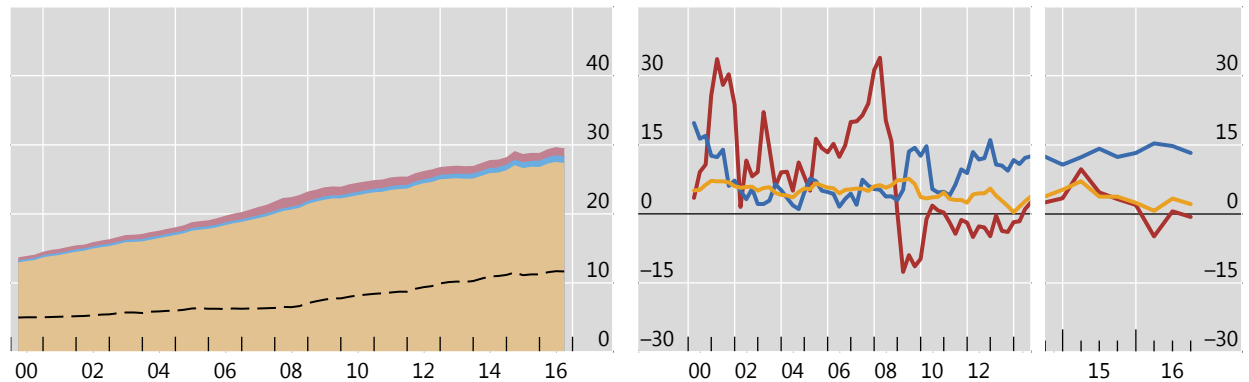
Encours en milliers de milliards d'unités de monnaie<sup>1</sup>

Variation annuelle (en %)<sup>5</sup>

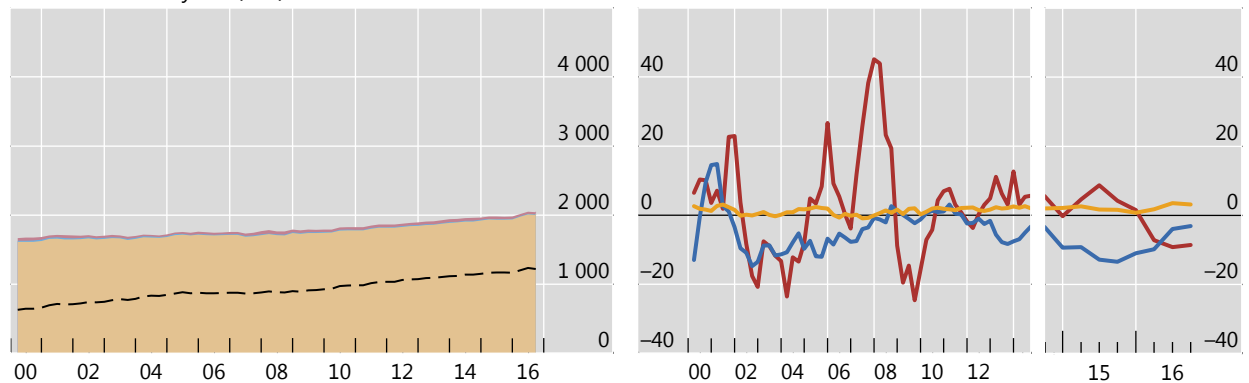
Crédit libellé en dollars (USD)



Crédit libellé en euros (EUR)



Crédit libellé en yens (JPY)



■ Crédit aux résidents<sup>2</sup>      ■ Crédit aux non-résidents :  
 dont :      ■ Titres de créance<sup>3</sup>  
■ Prêts<sup>4</sup>  
- - - Crédit au gouvernement

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

<sup>1</sup> En fin de trimestre. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires). Pays ne déclarant pas les positions locales : 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 LBS aux banques d'un pays donné, en supposant que ces fonds sont rétrocédés au secteur non bancaire. <sup>5</sup> Moyenne géométrique des variations trimestrielles corrigées des ruptures de série et effets de change.

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

trimestre. L'encours total de crédit en dollars (prêts bancaires et titres de créance) au secteur non financier hors des États-Unis est passé de 8 100 milliards de dollars fin mars 2016 à 8 400 milliards fin septembre. Sur la même période, le crédit en dollar aux emprunteurs non bancaires est passé de 10 100 milliards à 10 500 milliards.

L'inclusion récente de la Chine et de la Russie dans les pays contribuant aux LBS de la BRI a permis de disposer de davantage d'informations sur le crédit en devises.<sup>5</sup> Les estimations intègrent ainsi désormais des données sur le crédit octroyé par les banques en Chine et en Russie. En l'absence de ces données, l'estimation du montant total de crédit en dollars aux emprunteurs non bancaires hors États-Unis aurait été de 10 000 milliards de dollars fin septembre 2016 – soit environ 500 milliards de moins que l'estimation actuelle. L'impact de ces données additionnelles sur l'accélération de la croissance de l'encours depuis le premier trimestre 2016 a toutefois été minime.

Porté par la faiblesse des rendements des obligations d'État de la zone euro, l'encours de titres de créance libellés en euros émis par des emprunteurs non financiers hors de la zone euro a continué de croître fortement. En glissement annuel, cette croissance s'établissait à 13 % à la fin du troisième trimestre 2016 (graphique 2, cadres du milieu), soit le douzième trimestre consécutif de hausse supérieure à 10 % en glissement annuel. Les emprunts bancaires aux non-résidents libellés en euros sont, eux, restés essentiellement stables aux deuxième et troisième trimestres 2016, affichant une croissance de 0,6 % sur la première période puis un repli de 0,6 % sur la seconde. En conséquence, le crédit libellé en euros à destination d'emprunteurs non financiers hors de la zone euro a augmenté de seulement 36 milliards d'euros (39 milliards de dollars)<sup>6</sup> entre fin mars et fin septembre 2016, pour atteindre 2 200 milliards d'euros (2 300 milliards de dollars).

Le crédit libellé en yens à destination des non-résidents dans le secteur non financier – où les montants totaux sont bien inférieurs à ceux en dollars ou en euros (37 000 milliards de yens, soit 311 milliards de dollars, à fin septembre 2016) – a continué de diminuer sur une base annuelle. Les émissions nettes de titres de créance internationaux en yens ont commencé à se redresser, mais l'encours des titres est resté en baisse de 3,1 % en glissement annuel (graphique 2, cadres inférieurs).

Le crédit en dollars aux *emprunteurs non bancaires* des EME a connu une progression lente. Si les turbulences sur les marchés financiers internationaux début 2016 ont conduit à un recul temporaire de cet agrégat au premier trimestre 2016, les deuxième et troisième trimestres ont été caractérisés par une hausse cumulée de 87 milliards de dollars, à 3 600 milliards fin septembre 2016 (graphique 3, cadre de gauche). En l'absence des données récemment mises à disposition par la Chine et la Russie dans le cadre des LBS de la BRI, l'encours total se monterait à 3 300 milliards de dollars. La hausse tendancielle depuis le premier trimestre 2016 serait quasiment la même.

L'augmentation modérée du crédit en dollars aux emprunteurs non bancaires des EME aux deuxième et troisième trimestres 2016 est presque totalement attribuable aux émissions de titres de créance, l'encours des prêts bancaires en dollars étant resté stable pour l'essentiel. Les pays d'Afrique et du Moyen-Orient ont

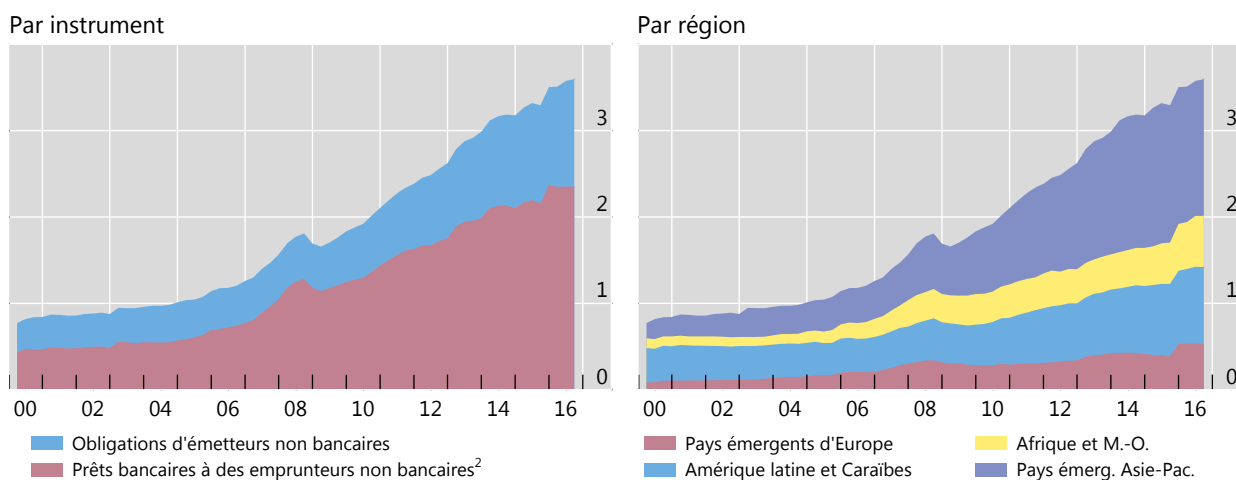
<sup>5</sup> Voir Goh, K. et Pradhan, S., « La Chine et la Russie contribuent aux statistiques bancaires territoriales de la BRI », *Bulletin trimestriel BRI*, décembre 2016.

<sup>6</sup> Toutes les conversions de devises en dollars se fondent sur les taux de change moyens durant chaque trimestre.

## Crédit en dollars aux emprunteurs non bancaires dans les EME<sup>1</sup>

Encours (en milliers de milliards d'USD)

Graphique 3



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

<sup>1</sup> Emprunteurs non bancaires : entités financières non bancaires, entreprises non financières, administrations publiques, ménages et organisations internationales. <sup>2</sup> Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires). Pays ne déclarant pas les positions locales : 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 rétrocédés au secteur non bancaire.

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

représenté plus de la moitié (48 milliards de dollars) de la hausse (graphique 3, cadre de droite), tirés par les pays exportateurs de pétrole moyen-orientaux. Plus d'un tiers (30 milliards de dollars) a été destiné aux pays d'Amérique latine, et moins de 20 % (17 milliards de dollars) aux pays émergents d'Asie. Le crédit en dollars à destination des pays émergents d'Europe a diminué de 8 milliards de dollars aux deuxième et troisième trimestres 2016.

Les indicateurs précoces de crises financières continuent de faire état de fragilités dans plusieurs juridictions. Le tableau 1 synthétise les indicateurs précoces de risques bancaires nationaux établis par la BRI sur la base des données collectées jusqu'au troisième trimestre 2016 pour la plupart des pays.<sup>7</sup> L'éventail de pays affichant des écarts importants et positifs du ratio crédit/PIB est resté le même (première colonne) que lors des précédents relevés.<sup>8</sup> L'écart de crédit pour la Chine demeure élevé, à 26,3 % du PIB, bien supérieur au seuil de 10 %.<sup>9</sup> Au Canada ainsi qu'au sein d'un groupe de pays asiatiques, l'écart de crédit a augmenté depuis septembre 2016. L'ampleur de l'écart des prix immobiliers (deuxième colonne) reste conforme aux tendances historiques dans de nombreuses juridictions, à l'exception de l'Allemagne,

<sup>7</sup> Ces indicateurs visent à décrire le potentiel de difficultés financières à moyen terme. Voir le chapitre « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016, pour plus de détails sur ces indicateurs et leur interprétation.

<sup>8</sup> Voir par exemple « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016.

<sup>9</sup> Par le passé, deux-tiers des crises bancaires ont été précédés, sur les trois années antérieures, d'écarts de ratios crédit/PIB supérieurs à ce seuil.

Indicateurs avancés de difficultés dans les systèmes bancaires nationaux<sup>1</sup>

Tableau 1

	Écart du ratio crédit/PIB <sup>2</sup>	Écart des prix de l'immobilier <sup>3</sup>	Ratio du service de la dette (RSD) <sup>4</sup>	RSD en cas de hausse des taux d'intérêt de 250 pb <sup>4, 5</sup>
Afrique du Sud	-2,0	-9,1	-0,3	1,1
Allemagne	-4,2	15,6	-1,8	0,1
Asie <sup>6</sup>	15,6	5,5	2,0	4,3
Australie	1,3	3,7	1,4	5,3
Brésil	-2,4	-30,9	3,0	4,6
Canada	17,4	11,6	3,6	7,9
Chine	26,3	0,8	5,4	8,8
Corée	2,3	5,4	-0,5	3,1
Espagne	-46,8	-15,2	-3,2	-0,4
États-Unis	-7,8	5,1	-1,4	1,1
Europe centrale et orientale <sup>7</sup>	-12,4	10,4	-0,5	0,9
France	1,6	-9,5	1,1	4,2
Grèce	-16,3	11,8		
Inde	-4,7		1,4	2,5
Italie	-14,1	-14,2	-0,5	1,5
Japon	3,5	16,3	-2,2	0,5
Mexique	8,9	7,7	0,8	1,5
Pays-Bas	-18,8	-11,4	0,8	5,6
Pays nordiques <sup>8</sup>	-2,2	3,5	0,1	3,9
Portugal	-41,1	13,8	-1,6	1,6
Royaume-Uni	-19,5	1,0	-1,2	1,7
Suisse	8,2	7,8	0,0	3,2
Turquie	7,7		5,0	6,7
<i>Légende</i>	<i>Écart crédit/PIB &gt; 10</i>	<i>Écart immob. &gt; 10</i>	<i>RSD &gt; 6</i>	<i>RSD &gt; 6</i>
	<i>2 ≤ écart crédit/PIB ≤ 10</i>		<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>	<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>

L'écart du ratio crédit/PIB, l'écart des prix immobiliers et le ratio du service de la dette incluent les données jusqu'au troisième trimestre 2016.

<sup>1</sup> 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 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. Agrégat pour chaque pays/groupe considéré : moyenne arithmétique. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> En ce qui concerne les séries et la méthodologie du RSD, voir [www.bis.org/statistics/dsr/index.htm](http://www.bis.org/statistics/dsr/index.htm). Différence entre le RSD pour le secteur privé non financier 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. Les données peuvent être différentes de celles publiées sur le site internet de la BRI en raison de révisions intervenant entre les actualisations des données. <sup>5</sup> Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt augmentent de 2,50 pts de pourcentage et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. <sup>6</sup> HK, ID, MY, PH, SG et TH ; hors PH et SG pour le RSD et sa prévision. <sup>7</sup> BG, CZ, EE, HU, LT, LV, PL, RO et RU ; hors CZ et RO pour l'écart réel des prix immobiliers ; hors BG, EE, LT, LV et RO pour le RSD et ses prévisions. <sup>8</sup> FI, NO et SE.

Sources : données nationales ; BRI ; et calculs BRI.

du Canada, de la Grèce, du Portugal et du Japon, et d'un groupe de pays d'Europe centrale et orientale, pour lesquels les écarts demeurent assez larges. Un niveau élevé ne signifie pas nécessairement que l'augmentation des prix accélère – en Grèce, au Portugal et au Japon, l'important écart des prix immobiliers n'indique pas forcément la présence de fragilités, dans la mesure où il s'explique par le retour à la norme de l'augmentation des prix après de longues périodes de déclin.

Les deux dernières colonnes du tableau 1 présentent deux mesures alternatives des ratios de service de la dette, visant à décrire le rapport entre les remboursements (intérêts et principal) et les revenus de l'ensemble du secteur privé non financier. Dans la plupart des pays, les ratios de service de la dette se situent à des niveaux gérables à supposer que les taux d'intérêt ne changent pas (troisième colonne). Dans des conditions plus tendues – une hausse de 250 points de base des taux d'intérêt – et en postulant une transmission de 100 %, les chiffres signalent des risques potentiels au Canada, en Chine et en Turquie (quatrième colonne). Ces chiffres ne sont néanmoins fournis qu'à titre indicatif et ne résultent pas de tests de résistance en bonne et due forme ; une hausse des taux mettrait un certain temps à se traduire en une augmentation du service de la dette. Le degré de transmission dépend de la proportion de la dette à taux variable, des échéances et des évolutions possibles du comportement d'emprunt.



## Les financements mondiaux en dollars de banques non américaines augmentent malgré la réforme du marché monétaire aux États-Unis

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers, Egemen Eren et Robert N McCauley

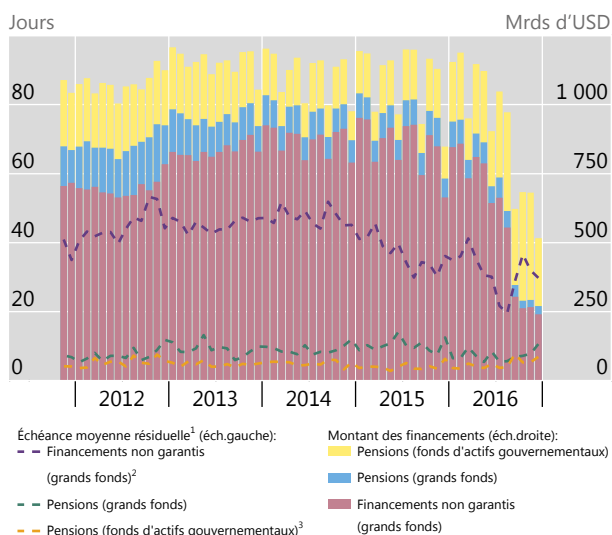
Malgré le recul des financements en dollars lié à la réforme des fonds communs de placement du marché monétaire (MMMMF) aux États-Unis, le financement global en dollars des banques non américaines a atteint un nouveau plus-haut au troisième trimestre 2016. En particulier, les dépôts hors des États-Unis ont nettement augmenté, compensant la baisse des financements issus des MMMMF. Globalement, les banques non américaines ne pâtissent pas d'une pénurie de dollars comme en 2008–09.

Selon nos estimations, la réforme des grands MMMF institutionnels, qui est officiellement entrée en vigueur en octobre 2016, s'est traduite par une réduction des financements d'environ 415 milliards de dollars pour les banques non américaines entre septembre 2015 et décembre 2016. Dans certains cas, y compris celui du plus grand fonds institutionnel, les *promoteurs* de ces structures ont converti celles-ci en fonds investissant seulement dans des actifs gouvernementaux. En outre, les *investisseurs* ont délaissé les grands fonds au profit de fonds existants axés uniquement sur les emprunts d'État et bons du Trésor. Ces deux phénomènes ont conduit à une réduction de 1 300 milliards de dollars des actifs des grands fonds sur la période.<sup>①</sup> Ces évolutions n'ont pas toutes nui au financement des banques non américaines, au vu des investissements des grands fonds dans les banques américaines à charte et les emprunts d'État, et des investissements des fonds d'actifs gouvernementaux dans des opérations de pension avec des banques non américaines. Au cours des cinq trimestres se terminant fin décembre 2016, les banques non américaines ont perdu environ 555 milliards de dollars de financements issus des MMMMF, mais gagné

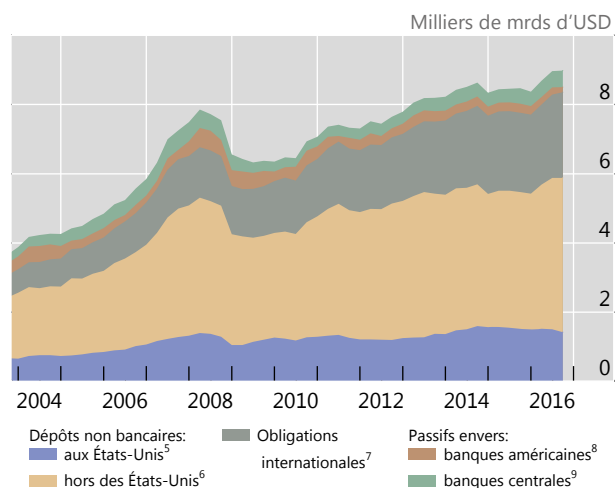
### Banques non américaines : baisse des dépôts des MMMF américains mais hausse des dépôts en eurodollars

Graphique A1

Financements des banques étrangères auprès des fonds du marché monétaire américain



Financements en dollars de banques non américaines sur bilan<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Valeur pondérée par les montants notionnels. <sup>2</sup> Financement non garanti = certificats de dépôt, billets de trésorerie et autres financements. <sup>3</sup> Actifs du secteur public et bons du Trésor. <sup>4</sup> Hors positions déclarées par la Chine et la Russie, qui ont commencé à communiquer leurs statistiques bancaires territoriales au quatrième trimestre 2015. <sup>5</sup> Les données sur les dépôts des succursales et agences étrangères aux États-Unis proviennent des états financiers de la Réserve fédérale, tableau L.112. <sup>6</sup> Estimation des dépôts des banques non américaines situées en dehors des États-Unis. <sup>7</sup> Incluant les obligations, effets à moyen terme et instruments du marché monétaire. <sup>8</sup> Créances interbancaires en dollar des banques américaines. <sup>9</sup> Passifs en dollars des banques non américaines envers les autorités monétaires officielles (banques centrales).

Sources : Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale, États financiers ; Crane Data ; BRI, statistiques sur les titres de dette et statistiques bancaires territoriales (LBS) par pays de résidence.

quelque 140 milliards de dollars en financement par pensions issu des MMMF d'actifs gouvernementaux (graphique A1, cadre de gauche). Il en a résulté une réduction de l'échéance des financements par MMMF des banques non américaines.

Sur la base de ces données, de nombreux analystes ont conclu que les banques non américaines ont pâti d'une pénurie de financement en dollars. Pourtant, du point de vue mondial et jusqu'au troisième trimestre 2016, ces établissements ont enregistré une hausse des financements en dollars figurant à leur bilan, à 9 000 milliards de dollars (graphique A1, cadre de droite ; outre les financements en dollars portés au bilan, les banques non américaines lèvent des fonds en dollars en échangeant des devises contre le billet vert). Malgré la diminution des dépôts en eurodollars détenus par les MMMF américains, les dépôts extraterritoriaux de banques non américaines ont en fait augmenté de 531 milliards de dollars, à 4 500 milliards de dollars, durant les trois premiers trimestres de 2016. Ce chiffre cadre avec la hausse de 67 milliards de dollars des dépôts de clients en devises (dollars essentiellement) rapportée par les banques japonaises sur sept mois à fin octobre 2016.<sup>2</sup> L'augmentation de la demande d'eurodollars a entraîné un élargissement tant de l'écart bons du Trésor-eurodollars que de l'écart Libor-OIS, augmentant le coût de la dette en dollars à taux variable (voir graphique 9, « Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2016). En outre, certaines banques bien notées ont émis davantage d'obligations à long terme en dollars. Il n'y a pas de signe ici d'une pénurie globale de dollars.

Les bilans des succursales et des agences étrangères aux États-Unis ont permis de mieux comprendre l'adaptation des banques non américaines au choc de financement. La perte de financements issus des MMMF américains est mise en évidence dans le cadre de droite du graphique A2 par la baisse des dépôts et les créances envers les sièges, ces dernières reflétant la baisse des dépôts en eurodollars par les MMMF dans des succursales extraterritoriales telles que les Iles Caïman. Les succursales et agences étrangères aux États-Unis ont essentiellement réagi en puisant dans leurs réserves excédentaires auprès de la Réserve fédérale (graphique A2, cadre de gauche). Tout en diminuant ces actifs peu rémunérateurs, les banques étrangères ont augmenté leurs prêts plus rentables.<sup>3</sup>

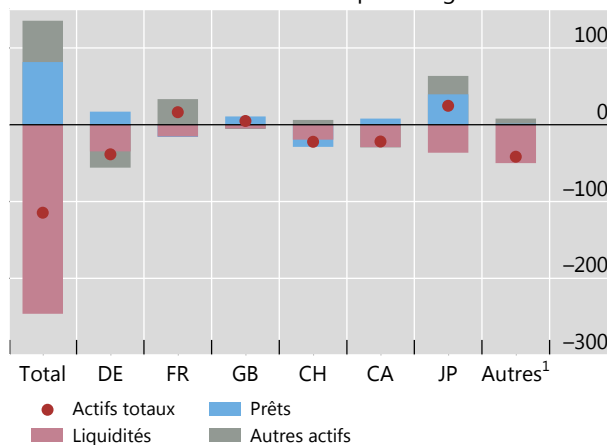
Pour mémoire, les banques non américaines avaient accumulé des réserves démesurément élevées auprès de la Fed après 2011, la loi Dodd-Frank ayant alors imposé aux banques à charte américaines, au travers de l'élargissement de la base d'évaluation par la FDIC, des charges à porter au bilan. Par conséquent, les banques à charte américaines ont largement laissé aux banques étrangères le soin d'effectuer un « arbitrage » en récupérant des fonds auprès des

## Succursales et agences étrangères aux États-Unis : baisse des dépôts et des réserves auprès de la Fed

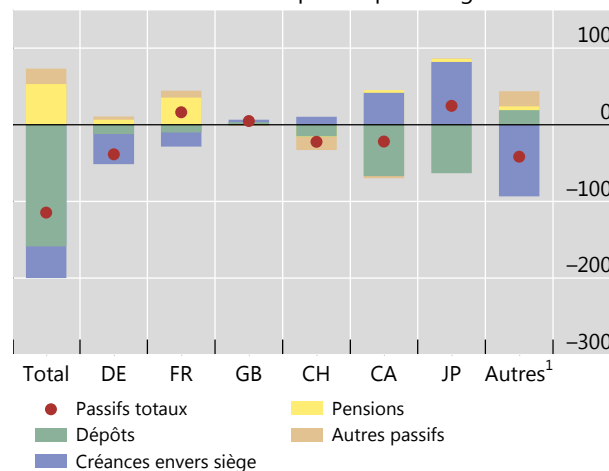
Évolution en milliards de dollars de la fin du troisième trimestre 2015 à la fin du troisième trimestre 2016, en glissement annuel

Graphique A2

Succursales et agences étrangères aux États-Unis par nationalité – évolution des actifs par catégorie



Succursales et agences étrangères aux États-Unis par nationalité – évolution des passifs par catégorie



<sup>1</sup> Autres = AU, NL, NO et SE.

Source : US Federal Financial Institutions Examination Council, *Reports of Condition and Income*.

établissements incapables de tirer des intérêts de leurs positions auprès de la Fed, tels que Fannie Mae et Freddie Mac, et de détenir ces fonds en tant que réserves excédentaires auprès de la Fed.<sup>④</sup> Le rendement sur ces transactions étant modeste (environ 15 points de base), les établissements en ont largement et correctement déduit que les détentions auprès de la Fed feraient les frais de la perte de financement en dollars.

Par nationalité, les plus grandes perdantes en termes de dépôts ont été les banques canadiennes et japonaises (graphique A2, cadre de droite). En tant qu'« arbitrageurs des fonds fédéraux », les banques canadiennes ont racheté leurs placements dans les fonds monétaires en puisant dans leurs réserves auprès de la Fed et en utilisant les financements de leurs sociétés affiliées hors des États-Unis. Les succursales des banques japonaises ont davantage augmenté leurs prêts et autres actifs que les banques canadiennes, et ont davantage fait appel au financement de leurs sociétés affiliées à l'étranger. Comme indiqué précédemment, le bilan consolidé en devises des banques japonaises semble indiquer que les dépôts des clients constituaient la source ultime de ce financement.

Globalement, il apparaît que les banques non américaines compensent leur perte de financements liée à la réforme des MMMF américains en augmentant les dépôts en dollars hors des États-Unis et en puisant dans leurs réserves excédentaires auprès de la Fed. Dans un contexte de diminution des liquidités, d'augmentation des prêts et de réorientation vers les opérations de pension à court terme au détriment des MMMF, les succursales et agences étrangères aux États-Unis ont allongé l'échéance de leurs portefeuilles et pris davantage de risque de crédit. Elles conservaient toutefois collectivement 630 milliards de dollars de réserves auprès de la Fed à fin septembre 2016, soit un tiers du total.

① Voir « Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2016. ② H. Nakaso, « Monetary policy divergence and global financial stability: from the perspective of demand and supply of safe assets », discours à l'International Bankers Association of Japan, 20 janvier 2017. ③ En revanche, les prêts des succursales des banques européennes ont diminué. Voir R. Correa, H. Sapriza, et A. Zlate, « Liquidity shocks, dollar funding costs, and the bank lending channel during the European sovereign crisis », Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale, *International Finance Discussion Papers* 1059, 2012. ④ Pour plus de détails, voir R. McCauley et P. McGuire, « Non-US banks' claims on the Federal Reserve », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2014.