

## 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 mars 2017, et, pour le marché international des titres de créance, celles de fin juin 2017.*

### En bref

- Les créances bancaires internationales ont continué d'augmenter au premier trimestre 2017, à la faveur d'une croissance de 2,8 % en glissement annuel des créances sur le secteur non bancaire. Pour la première fois depuis le premier trimestre 2015, les créances interbancaires ont enregistré une hausse sur un an.
- Le stock de titres de créance internationaux a crû de 4,1 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2017, sous l'effet d'une augmentation des émissions nettes du secteur non bancaire.
- La croissance du crédit libellé en euro à destination du secteur non financier hors de la zone euro s'est redressée, tirée par une hausse de 12,3 % des prêts bancaires sur l'année se terminant fin mars 2017.
- À cette date, l'encours de crédit en dollar envers les entités non bancaires des économies de marché émergentes (EME), à 3 400 milliards de dollars, affichait une croissance intégralement attribuable à la progression des émissions de titres de créance.
- Les ratios crédit/PIB sont restés bien supérieurs à leurs niveaux tendanciels dans un certain nombre de juridictions, dont le Canada, la Chine et Hong Kong RAS. Dans la plupart des cas, ces écarts crédit-PIB importants ont coïncidé avec des écarts de prix immobiliers supérieurs aux seuils critiques.

<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, Bat-el Berger, Zuzana Filkova et Matthias Loerch ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

- L'encours de la dette publique des EME a doublé depuis 2007 (voir l'encadré), en raison de l'accélération des émissions de titres de créance. L'augmentation de la dette s'est accompagnée d'un allongement des échéances moyennes et d'un recours plus fréquent aux instruments à taux fixe.

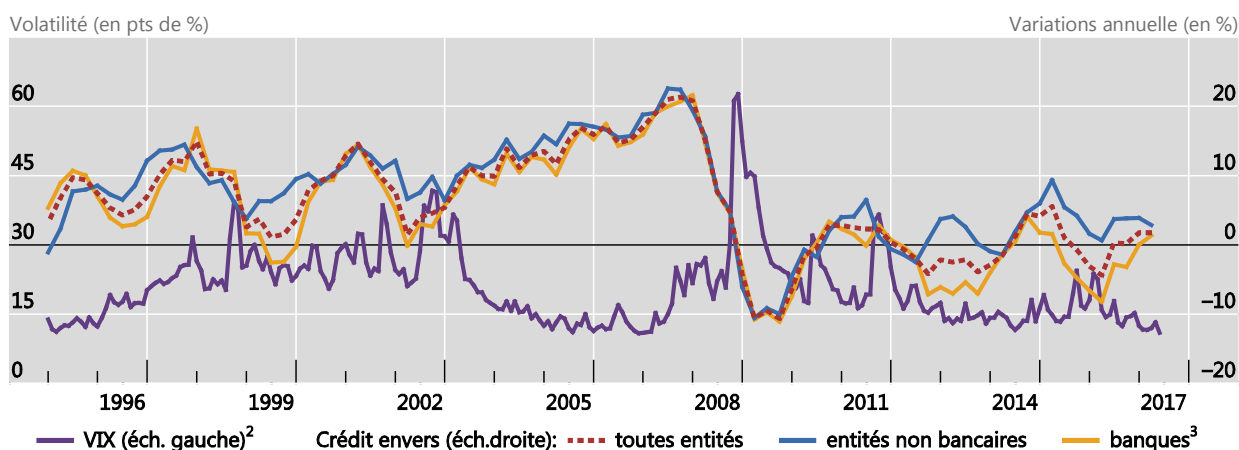
## Les conditions mondiales de liquidité ont continué de s'assouplir début 2017

Dans un contexte de faible volatilité des marchés financiers, les conditions mondiales de crédit telles que mesurées par les indicateurs de liquidité mondiale de la BRI se sont assouplies début 2017, poursuivant ainsi la tendance observée au cours des

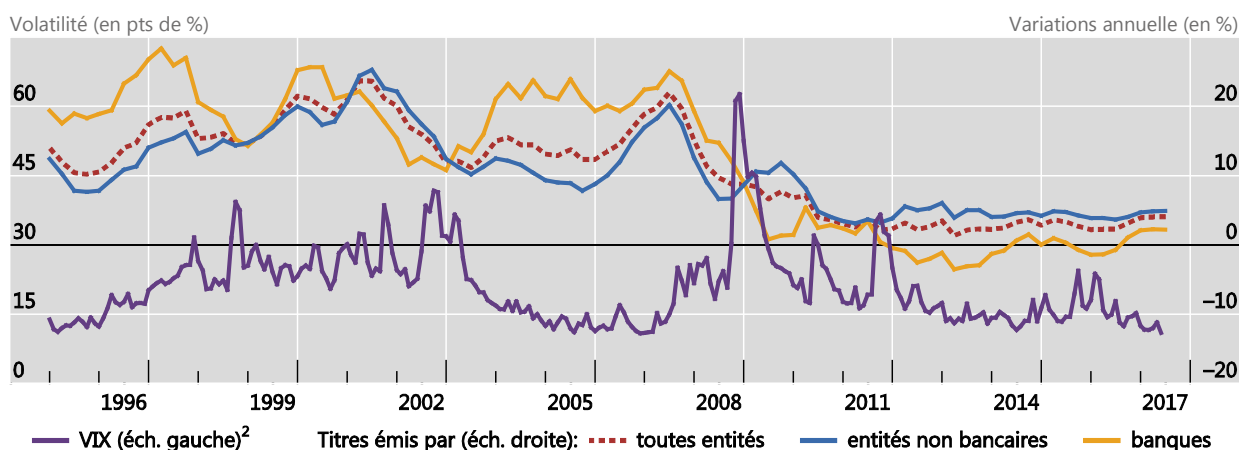
### Créances bancaires internationales, titres de dette internationaux et volatilité des marchés financiers

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.

derniers trimestres<sup>2</sup>. Le crédit bancaire international (c'est-à-dire les créances transfrontières plus les créances locales en devises)<sup>3</sup> a continué de croître fin 2016 et début 2017 (graphique 1, cadre supérieur). Affichant un taux de croissance en glissement annuel de 1,7 % au premier trimestre 2017, le stock de créances bancaires internationales est ressorti à 32 000 milliards de dollars fin mars. Comme au cours des trimestres précédents, la croissance des créances bancaires internationales a, durant le premier trimestre 2017, été tirée par le crédit aux entités non bancaires, lequel a, sur cette période, bouclé sa troisième année consécutive d'augmentation. Les créances interbancaires ont, de leur côté, enregistré leur première croissance en glissement annuel depuis le premier trimestre 2015.

Le stock de titres de créance internationaux<sup>4</sup> a également progressé au premier semestre 2017 (graphique 1, cadre inférieur). Des émissions nettes d'un montant de 277 milliards de dollars au premier trimestre 2017 et de 283 milliards de dollars au deuxième trimestre ont porté à 22 700 milliards de dollars l'encours à fin juin 2017, soit une hausse de 4,1 % par rapport à fin juin 2016. Le stock de titres de créance des banques a continué de croître (+2,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2017), atteignant des taux qu'il n'avait plus connus depuis le début 2011. L'encours de titres de créance internationaux des entités non bancaires a toutefois augmenté plus rapidement encore sur l'année s'achevant fin juin 2017 (+4,9 %).

Parallèlement à l'augmentation générale des créances bancaires internationales et des titres de créance, le crédit en devises envers les non-résidents a poursuivi sa progression au quatrième trimestre 2016 et au premier trimestre 2017 (graphique 2). Il a été tiré par les titres de créance libellés en dollar et les prêts bancaires libellés en euro.

L'encours total de crédit en dollar (prêts bancaires plus émissions de titres de créance) envers le secteur non financier hors des États-Unis est passé de 8 000 milliards de dollars fin septembre 2016 à 8 200 milliards de dollars fin mars 2017 (graphique 2, cadres supérieurs). En incluant les emprunteurs financiers non bancaires, cet encours est passé de 10 500 à 10 700 milliards de dollars. Le stock de titres de créance libellés en dollar émis par des entités non financières hors des États-Unis affichait une hausse de 8,6 % en glissement annuel au premier trimestre 2017 (graphique 2, cadre supérieur droit). L'octroi de prêts bancaires a légèrement accéléré, progressant de 2,9 % au premier trimestre 2017 par rapport à la même période de 2016.

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

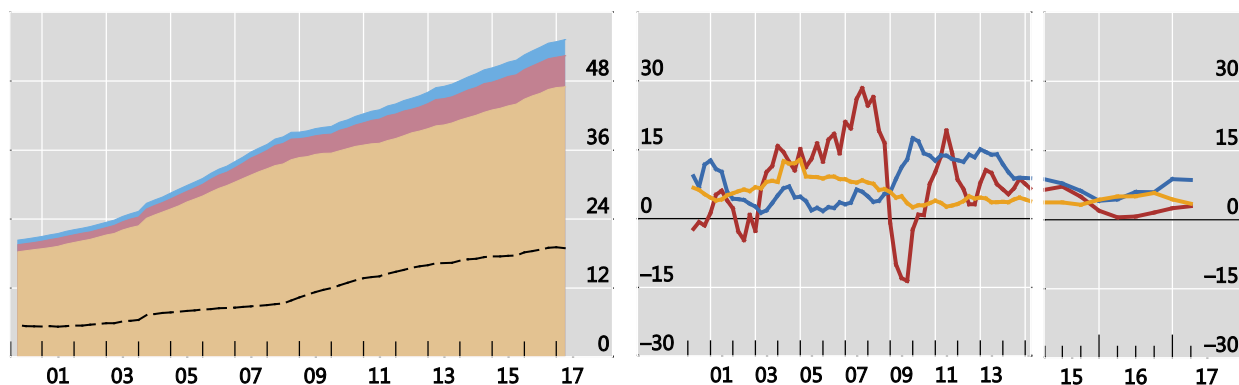
<sup>3</sup> Le terme « crédit bancaire international » tel qu'utilisé dans les indicateurs BRI de liquidité mondiale répond à la définition qui en est faite dans les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS) de la BRI. Le crédit bancaire international comprend les créances bancaires transfrontières dans toutes les monnaies ainsi que 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 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. (2012), « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.

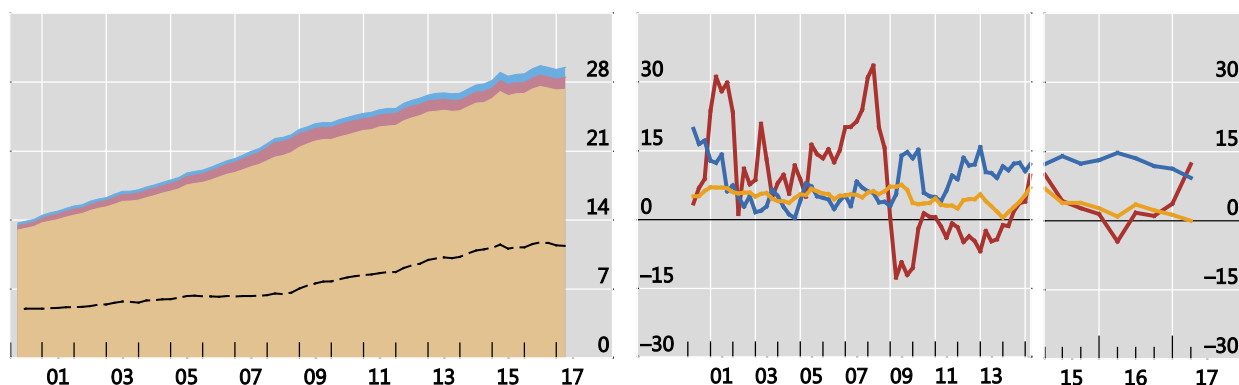
Encours en milliers de milliards d'unités de monnaie<sup>1</sup>

Variation annuelle (en %)<sup>2</sup>

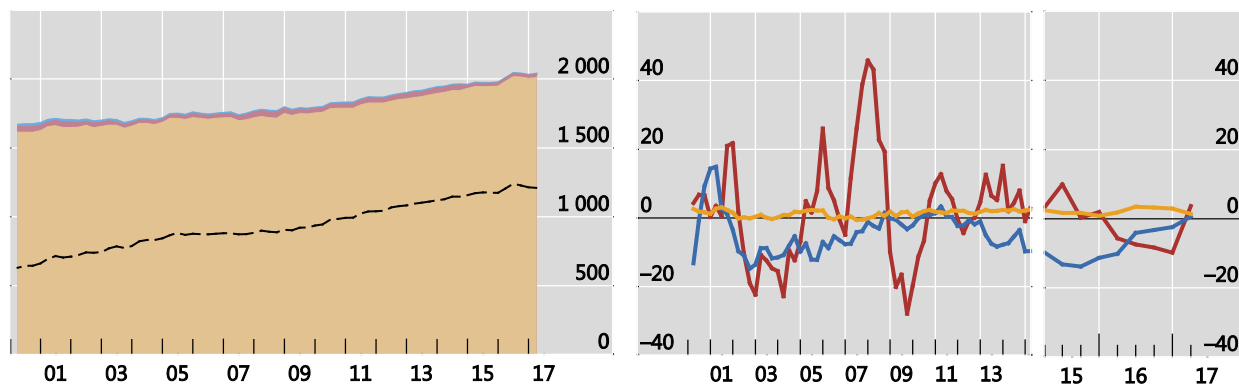
Crédit libellé en dollar (USD)



Crédit libellé en euro (EUR)



Crédit libellé en yen (JPY)



Crédit aux résidents<sup>3</sup>
 Crédit aux non-résidents:  
 dont:
  titres de créance<sup>4</sup>  
 crédit au gouvernement
  prêts<sup>5</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> En fin de trimestre. <sup>2</sup> Sur la base des variations trimestrielles corrigées des ruptures de série et effets de change. <sup>3</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>4</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>5</sup> Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires).

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

Fin mars 2017, l'encours de crédit en euro à destination des emprunteurs non financiers situés hors de la zone euro a atteint 2 300 milliards d'euros (2 400 milliards de dollars) (graphique 2, cadres centraux). En incluant les emprunteurs financiers non bancaires, cet encours s'est établi à 2 800 milliards d'euros (3 000 milliards de dollars). La croissance des émissions nettes de titres de créance libellés en euro par des entités non financières hors de la zone euro est restée élevée, même si elle a légèrement ralenti début 2017. L'augmentation de l'encours des titres de créance a quelque peu décéléré, à 9,3 % au premier trimestre 2017 en glissement annuel. En revanche, la hausse des créances bancaires libellées en euro a nettement accéléré sur cette période, atteignant 12,3 %, soit son rythme le plus soutenu en glissement annuel depuis le troisième trimestre 2008.

La baisse en glissement annuel du crédit en yen au secteur non financier hors du Japon, dont les montants globaux sont sensiblement moins élevés (30 400 milliards de yens, soit 271 milliards de dollars, fin mars 2017), s'est interrompue au premier trimestre (graphique 2, cadres inférieurs). Les créances bancaires ont connu une nette reprise, progressant de 3,7 % au premier trimestre 2017. Parallèlement, l'évolution en glissement annuel des émissions de titres de créance internationaux en yen par des émetteurs hors du Japon est redevenue positive pour la première fois depuis le troisième trimestre 2011, avec une augmentation de l'encours de 0,6 % au premier trimestre 2017 par rapport à la même période de 2016.

Le crédit en dollar accordé aux emprunteurs des EME a continué de croître, s'établissant à 3 400 milliards de dollars fin mars 2017<sup>5</sup>, une évolution intégralement attribuable à la hausse des émissions de titres de créance, l'encours des créances bancaires ayant diminué sur la même période (graphique 3, cadre de gauche). Les emprunts en dollar par des résidents d'Afrique et du Moyen-Orient (59 milliards de dollars), notamment au travers des émissions nettes d'obligations d'État par des pays exportateurs de pétrole, ont représenté l'essentiel de l'augmentation. Suivent les économies émergentes d'Asie (39 milliards de dollars) et l'Amérique latine (18 milliards de dollars). Le crédit en dollar aux emprunteurs des pays émergents d'Europe a, au contraire, baissé de 25 milliards de dollars entre fin septembre 2016 et fin mars 2017.

Les indicateurs avancés de difficultés dans les systèmes bancaires nationaux - qui, par nature, évoluent peu d'un trimestre à l'autre - continuent de signaler des fragilités dans certaines juridictions (tableau 1, données jusqu'au premier trimestre 2017). Selon les indicateurs avancés de la BRI<sup>6</sup>, les écarts crédit/PIB (c'est-à-dire la déviation des ratios crédit/PIB actuels par rapport à leurs niveaux tendanciels récents) dépassent les seuils critiques au Canada, en Chine et à Hong Kong RAS (première colonne). Par rapport aux précédents relevés, les écarts crédit/PIB se sont quelque peu resserrés<sup>7</sup>. Dans la plupart des cas, le signal d'alerte envoyé par les écarts crédit/PIB coïncide avec des écarts de prix immobiliers également supérieurs aux

<sup>5</sup> En raison de changements méthodologiques, le montant total de l'encours de crédit en dollar aux EME à fin septembre 2016 a été revu à la baisse par rapport à la précédente estimation. Pour davantage de précisions, voir [http://www.bis.org/statistics/gli/gli\\_methodology.pdf](http://www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf).

<sup>6</sup> Par le passé, ces indicateurs ont souvent permis de repérer une surchauffe du système financier et de donner l'alerte sur les difficultés du secteur bancaire à moyen terme. Pour davantage de précisions sur la manière dont ces seuils sont établis, voir les notes du tableau 1. Pour une discussion sur les indicateurs et leur interprétation, voir « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016.

<sup>7</sup> Voir par exemple « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2017.

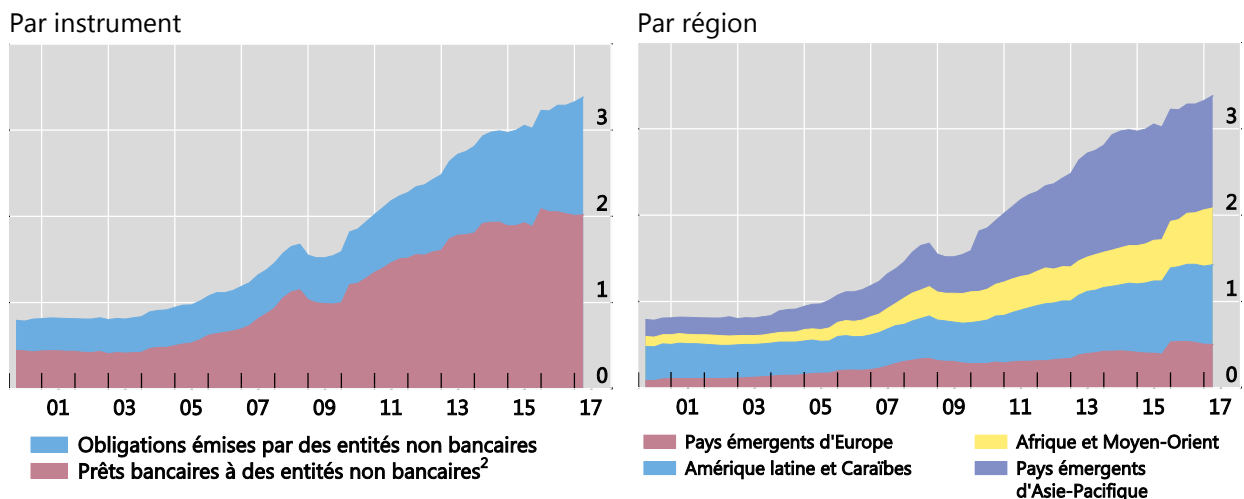
seuils critiques (contemporains ou récents, marqués par des astérisques - voir la note de bas de page 1 du tableau 1).

Les ratios du service de la dette, qui rapportent le cumul des paiements de principal et d'intérêts au revenu de l'ensemble du secteur privé non financier, demeurent inférieurs aux seuils critiques, à l'exception de celui de Hong Kong RAS (deuxième colonne). En postulant une hausse de 250 points de base des taux d'intérêt (avec un taux de transmission de 100 %), les ratios de service de la dette signalent des risques potentiels au Canada, en Chine et à Hong Kong RAS (troisième colonne). Néanmoins, ces chiffres ne visent qu'à donner une idée générale de l'exposition du service de la dette à une hausse des rendements dans le cadre de scénarios de tensions, et ne doivent pas être traités comme des tests de résistance formels. En outre, à l'inverse de ce que l'on postule pour des motifs de simplicité et de comparabilité des indicateurs, une hausse de taux met un certain temps à se traduire par une augmentation des ratios de service de la dette. Le rythme et l'étendue de la transmission dépendent de divers facteurs, y compris la part de la dette à taux variables, les profils d'échéance et l'évolution du comportement des emprunteurs.

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

Encours (en milliers de mrd d'USD)

Graphique 3



Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale, voir [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).

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

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

Tableau 1

	Écart crédit/PIB <sup>1</sup>	Ratio du service de la dette (RSD) <sup>2</sup>	RSD dans l'hypothèse d'une hausse des taux d'intérêt de 250 pb <sup>3</sup>
Afrique du Sud	-1,8	-0,1	1,3
Allemagne	-3,4	-1,9	-0,1
Australie	-4,6	1,2	5,1
Brésil	-4,9	2,0	3,5
Canada	11,3*	3,1	7,3
Chine	22,1	5,4	8,7
Corée	-1,1	0,0	3,7
Espagne	-48,9	-3,3	-0,5
États-Unis	-7,6	-1,3	1,3
Europe centrale et orientale <sup>4</sup>	-11,2	-1,7	-0,4
France	2,8	1,4	4,6
Hong Kong RAS	35,0*	7,4	12,1
Inde	-5,8	1,0	2,1
Indonésie	7,7*	0,6	1,3
Italie	-14,5	-0,7	1,3
Japon	7,0*	-1,8	0,9
Malaisie	7,4*	0,7	3,1
Mexique	7,4	0,9	1,7
Pays nordiques <sup>5</sup>	-7,1	-0,3	3,5
Royaume-Uni	-19,0	-1,4	1,5
Russie	-3,3	2,1	3,4
Suisse	7,0*	0,0	3,1
Thaïlande	9,0*	-0,5	1,4
Turquie	9,7	5,4	7,2
<i>Légende</i>	<i>Écart crédit/PIB &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>

Données jusqu'au premier trimestre 2017. Les seuils indiqués dans les cellules rouges sont fixés de façon à minimiser les fausses alertes, sous réserve toutefois de pouvoir détecter au moins deux tiers des crises sur un horizon cumulé de trois ans. Les seuils indiqués dans les cellules beiges pour l'écart crédit/PIB sont fixés à partir des directives relatives aux volants de fonds propres contracycliques prévus par Bâle III ; les seuils indiqués pour le RSD sont fixés pour réduire au minimum les fausses alertes, sous réserve toutefois de pouvoir détecter au moins deux tiers des crises sur un horizon de deux ans.

<sup>1</sup> Pour les économies où l'écart crédit/PIB est supérieur au seuil critique, un astérisque signale un écart des prix de l'immobilier lui aussi supérieur au seuil critique au cours d'une année au moins sur les cinq dernières écoulées. Pour le calcul des seuils critiques de l'écart crédit/PIB et de l'écart des prix de l'immobilier, voir Drehmann, M., Borio C. et Tsatsaronis, K. (2011), « Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 4, pp. 189–240. <sup>2</sup> Différence entre le RSD du secteur privé non financier et la moyenne à long terme du pays considéré. Pour le calcul du RSD, voir <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm> ; pour le calcul des seuils critiques, voir Drehmann, M. et Juselius, M. (2012), « Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 21–35. <sup>3</sup> Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt augmentent de 250 points de base et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. <sup>4</sup> Moyenne simple des économies suivantes : CZ, HU et PL. <sup>5</sup> Moyenne simple des économies suivantes : FI, NO et SE.

Sources : données nationales ; BRI ; calculs BRI.

## Tendances récentes du volume et de la composition de la dette publique des EME

*Kristina Bektyakova*

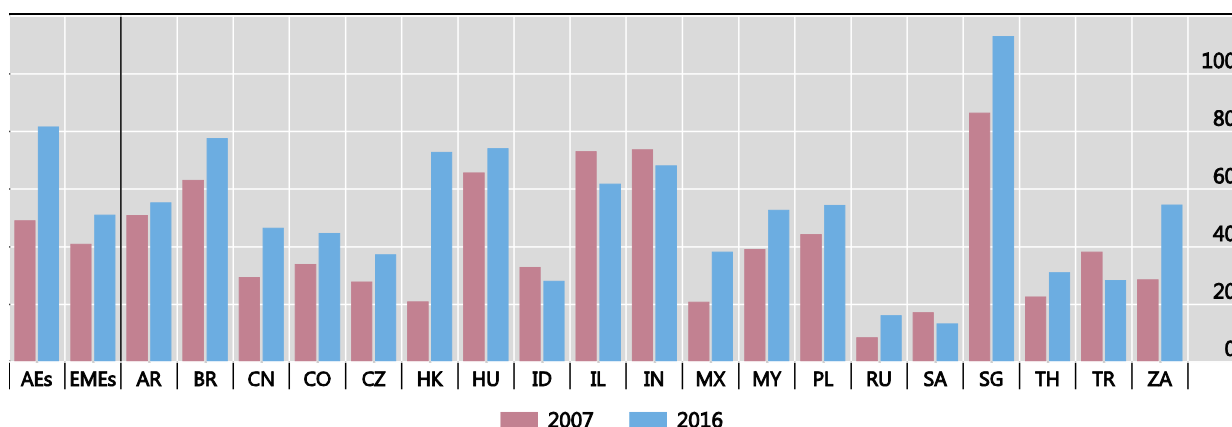
Fin 2016, la dette publique des EME se montait au total à 11 700 milliards de dollars, ayant plus que doublé par rapport à la fin 2007. Sur ce montant, environ 8 000 milliards de dollars concernaient le Brésil, la Chine et l'Inde. Au cours de cette période, la dette publique en proportion du PIB est passée de 41 % à 51 % (graphique A1).

La composition de la dette publique a sensiblement évolué au fil du temps. Leurs niveaux d'endettement ayant augmenté, les gouvernements des EME ont davantage recouru aux marchés obligataires locaux et internationaux : en moyenne, la part des titres de créance dans le total de leurs emprunts est passée de 62 % à 80 % entre 2002 et 2016. Ces gouvernements empruntent essentiellement en monnaie locale, à taux fixes et échéances longues. Les émissions locales dépassent de très loin les émissions internationales, même si ces dernières sont en progression<sup>①</sup>.

### Dette des administrations publiques par rapport au PIB<sup>1</sup>

En fin d'année, en %

Graphique A1



AEs (économies avancées) = AU, BE, CA, DE, ES, GB et US. EMEs (économies de marché émergentes) = AR, BR, CN, CO, CZ, HK, HU, ID, IL, IN, MX, MY, PL, RU, SA, SG, TH, TR et ZA.

<sup>1</sup> Valeurs nominales.

Source : Statistiques BRI sur le crédit total.

Sur l'échantillon de 23 juridictions présenté dans le graphique A2, le total des emprunts des gouvernements centraux<sup>②</sup> représentait environ 4 400 milliards de dollars, dont 14 % libellés en devises ou indexés sur des devises fin 2016. La part de la dette en devises a fortement reculé au cours des 15 dernières années : elle s'établissait à 32 % fin 2001.

La majorité des titres de créance libellés en devises ou indexés sur une devise ont été émis à l'international. Plus de 90 % des titres de créance internationaux émis par les pays de l'échantillon étaient libellés en dollar ou en euro. Entre fin 2007 et fin 2016, la part en dollar est passée de 65 % à 75 %. Les émissions internationales ont compté pour 35 % du total de l'encours des titres de dette publique en Arabie saoudite, pour 32 % en Turquie et pour 30 % en Indonésie et en Pologne. En termes nominaux, le premier émetteur sur les marchés internationaux est le gouvernement central mexicain, avec un encours de 67 milliards de dollars (dont 47 milliards libellés en dollar), suivi de celui de la Turquie, dont l'encours atteint 64 milliards de dollars (dont 53 milliards libellés en dollar) (graphique A3, cadres du milieu et de droite).

L'encours d'obligations d'État locales libellées en devises ou indexées sur une devise est très marginal dans la plupart des juridictions (graphique A2). De nombreux pays ont réduit ce type d'emprunts au cours des dernières années. La Turquie, qui, auparavant, émettait une part importante de sa dette locale en devises, avait racheté l'ensemble de ces instruments fin 2011 (graphique A3, cadre de droite).



L'Argentine fait exception. Elle a augmenté ses émissions locales et internationales en devises ou indexées sur des devises. Le gouvernement central affiche un encours de titres de créance internationaux de 56 milliards de dollars, dont 37 milliards sont libellés en dollar. Quelque 56 % de l'encours des obligations d'État locales émises en Argentine sont libellés en devises, pour un total de 41 milliards de dollars fin 2016. Cette part, qui était de 28 % en 2007, a régulièrement progressé depuis.

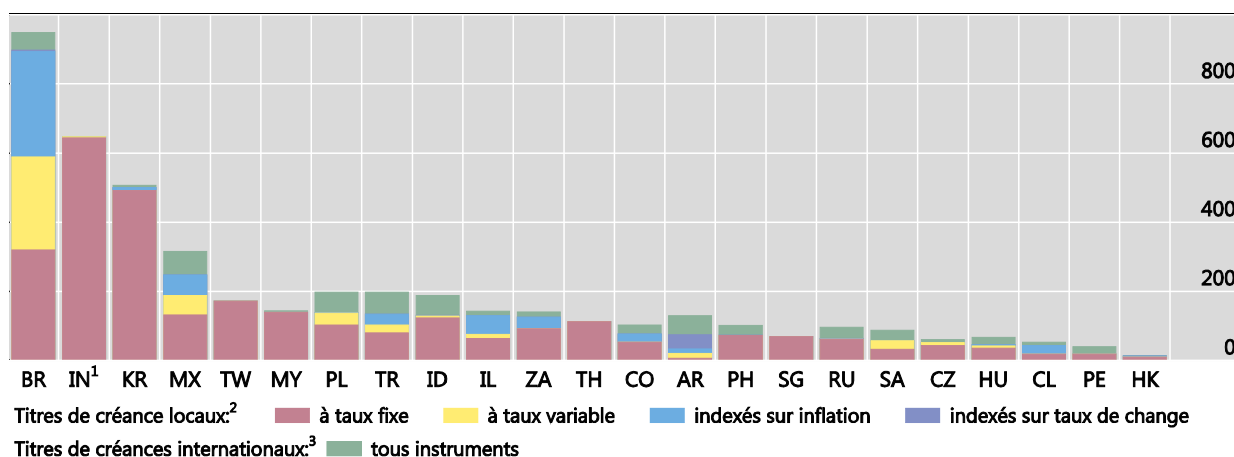
Autre évolution notable en termes de dette publique des EME, l'échéance moyenne a nettement augmenté et, dans de nombreuses EME, est désormais comparable à celle des économies avancées. L'échéance moyenne résiduelle des obligations d'État des EME de l'échantillon est à présent de 7,7 ans, soit à peine moins que celle des économies avancées (8 ans). Le gouvernement mexicain a plus que doublé l'échéance résiduelle de sa dette locale au cours de la décennie passée, de 4 ans à 8 ans environ. Des augmentations similaires ont été observées aux Philippines et en Corée. Sur les 23 EME retenues dans l'échantillon de la BRI, la dette publique sud-africaine présentait, fin 2016, l'échéance résiduelle la plus longue : 16 ans, soit une durée bien supérieure à celle d'un certain nombre d'économies avancées (l'échéance résiduelle moyenne de la dette publique est de 5,7 ans en Australie, environ 6,5 ans au Canada, en Allemagne et en Espagne, et 5,6 ans aux États-Unis), mais comparable à celle du Royaume-Uni (17,5 ans).

Les échéances longues s'accompagnent d'un recours plus important aux instruments à taux fixe (graphique A2). La part moyenne des instruments locaux à taux fixe dans l'échantillon d'EME considéré était de 75 % fin 2016, contre 60 % fin 1999. Dans les économies avancées, elle était respectivement de 90 % et 94 % à ces dates. Le Taïpei chinois, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande n'émettent que des obligations classiques à taux fixe. Le Chili a porté la part de ses obligations d'État à taux fixe de 0 % fin 2005 à 11 % en 2007, puis à 40 % fin 2016. L'Indonésie a accru la part de son encours d'obligations à taux fixe de 20 % fin 1999 à 65 % en 2007, puis à environ 94 % fin 2016. La quasi-totalité des émissions internationales par pays de l'échantillon étaient à taux fixe, avec une échéance résiduelle moyenne de 9 ans.

## Titres de créance des gouvernements centraux des EME

Encours par type d'instrument et par résidence à fin 2016, en milliards d'USD

Graphique A2



<sup>1</sup> À fin 2015. <sup>2</sup> Obligations à moyen et long terme émises sur le marché local, d'une échéance initiale supérieure à un an. <sup>3</sup> Titres de créance dont les informations pays sont associées à un code ISIN, à un lieu de cotation ou à un droit applicable différents de ceux du pays de résidence de l'émetteur. Tous instruments, toutes échéances.

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

L'utilisation des titres de créance indexés sur l'inflation a elle aussi connu des évolutions notables. Certains pays y ont eu davantage recours, profitant de conditions généralement favorables en termes d'inflation. Les gouvernements brésilien et mexicain ont remplacé leurs titres locaux indexés sur les taux de change et leurs instruments à taux flottant par des obligations à taux fixe et indexées sur l'inflation. Fin 2016, les obligations indexées sur l'inflation représentaient environ 34 % des obligations locales du gouvernement central brésilien, contre une part négligeable vingt ans plus tôt (graphique A3, cadre de gauche). Une évolution similaire en faveur des obligations indexées sur l'inflation a été

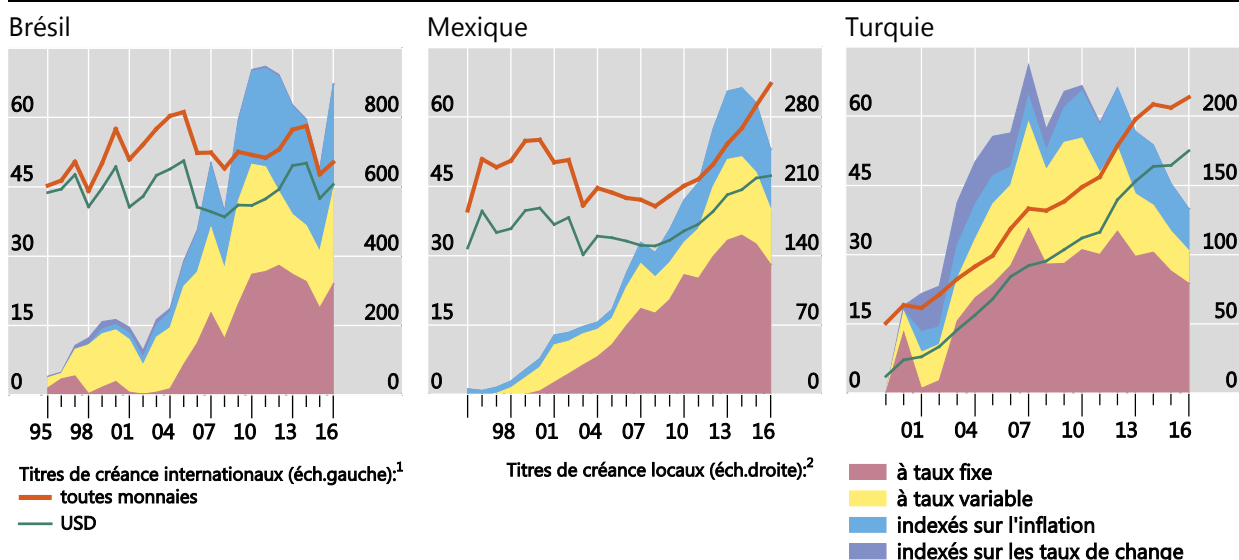
observée dans les économies avancées. En Allemagne, en Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les obligations indexées sur l'inflation représentent une part croissante de l'encours des obligations d'État, en moyenne autour de 9 % de l'encours de la dette.

Ensemble, ces évolutions devraient contribuer à l'amélioration de la viabilité des finances publiques en réduisant les asymétries de devises et les risques de refinancement. La diminution de la part de la dette indexée sur les taux de change au début des années 2000 pourrait avoir permis aux EME de se protéger contre les turbulences sur les marchés mondiaux liées à la crise de 2007-2009 et à ses suites. Les échéances longues et la dette à taux fixe ont également soutenu la croissance et le développement au sens large des marchés financiers dans les EME : l'allongement des courbes de rendement des obligations d'État a fourni à d'autres émetteurs locaux une référence utile pour leur propre dette. Dans le même temps, l'augmentation de la durée signifie qu'une hausse mondiale des rendements obligataires pourrait avoir un impact plus prononcé qu'auparavant sur la valeur de marché de la dette, ce qui pourrait accroître les risques de refinancement ainsi que d'autres mécanismes de rétroaction négative<sup>③</sup>.

## Évolution dans le temps des titres de créance des gouvernements centraux des EME

Encours par type d'instrument, en milliards d'USD

Graphique A3



<sup>1</sup> Titres de créance dont les informations pays sont associées à un code ISIN, à un lieu de cotation ou à un droit applicable différents de ceux du pays de résidence de l'émetteur. Tous instruments, toutes échéances. <sup>2</sup> Obligations à moyen et long terme émises sur le marché local, d'une échéance initiale supérieure à un an.

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

① Pour de plus amples informations, voir le Comité sur le système financier mondial (2007), Financial stability and local currency bond markets, CGFS Papers, n° 28, juin. Le tableau C2 dans le Bulletin Statistique BRI, mis à jour chaque année par la BRI sur la base des données nationales, donne un panorama de la structure par instrument et échéance des marchés des emprunts des gouvernements centraux pour un échantillon de 30 pays, dont 23 EME. Voir [www.bis.org/statistics/c2.pdf](http://www.bis.org/statistics/c2.pdf). ② Le gouvernement central demeure le principal débiteur dans la plupart des pays, représentant en moyenne 75 % de la dette publique totale fin 2016. Les emprunts à d'autres échelons gouvernementaux sont cependant élevés en Chine et en Inde, comptant pour quelque 65 % du total dans chaque pays fin 2015. ③ Voir Gruić, B., Hattori, M. et Shin H. S. (2014), « Évolution récente de l'intermédiation du crédit au niveau mondial et risques potentiels », Rapport trimestriel BRI, septembre.