

## 2. Marché bancaire

Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont continué de progresser, au **quatrième trimestre 2005**, en raison de l'augmentation du volume de prêts, principalement au sein de la zone euro, mais aussi aux États-Unis et au Japon. Les créances en yens se sont fortement accrues, poursuivant la tendance amorcée au milieu de 2004 ; au Royaume-Uni et dans les places franches, cette progression donne à penser que les opérations de portage financées en yens sont en hausse.

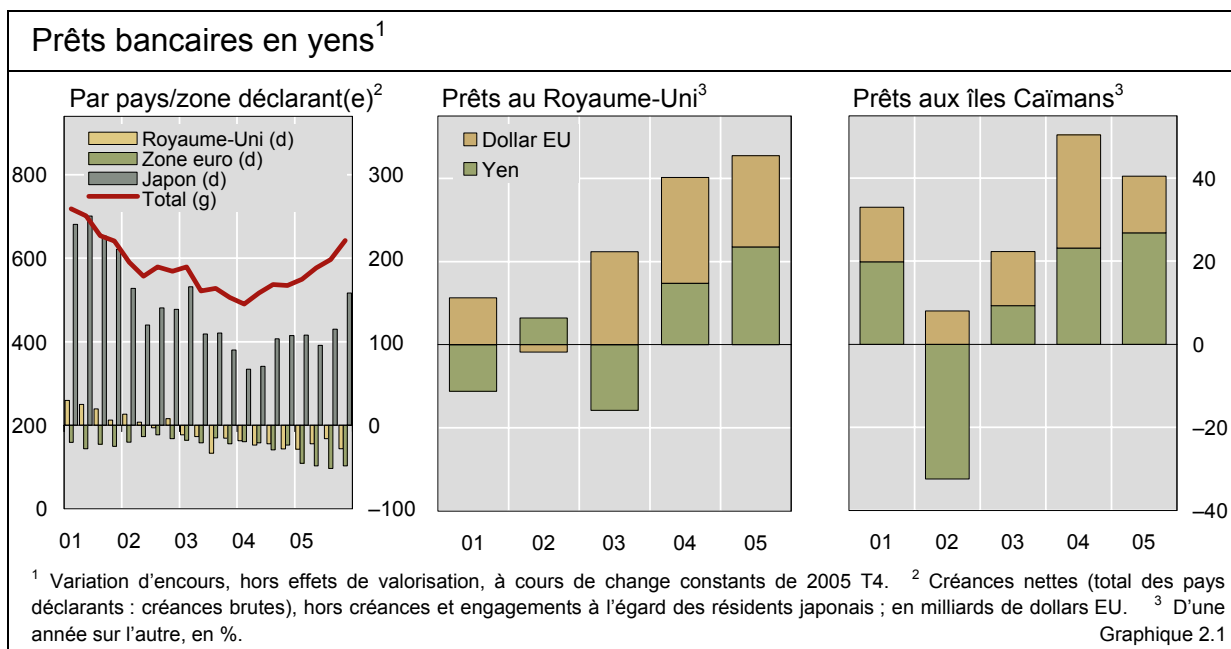
Les **entrées** nettes de fonds en Amérique latine et en Europe émergente témoignent de la vigueur des prêts bancaires aux économies émergentes, depuis quelques années, qui a surtout bénéficié à l'Europe émergente et à la région Asie-Pacifique. Il apparaît que ces nouveaux crédits ont été consentis à des emprunteurs ayant une note moyenne plus faible, à des conditions qui leur sont de plus en plus favorables.

À l'opposé, les importants dépôts effectués auprès des banques déclarantes expliquent les **sorties** nettes records, pour l'Asie-Pacifique, au quatrième trimestre 2005. Ces dépôts sont devenus plus courants ces dernières années, une partie des excédents extérieurs de l'Asie étant recyclés par le système bancaire international. Ils constituent une source majeure de fonds pour les banques déclarantes, mais ne représentent qu'une faible part des capitaux asiatiques placés à l'étranger.

### Augmentation des créances en yens

Le total des créances transfrontières des banques déclarantes a enregistré quasiment la même hausse qu'au troisième trimestre 2005, soit \$567 milliards, pour atteindre \$21 100 milliards. Ce résultat est principalement attribuable aux prêts à la zone euro et aux États-Unis. D'une année sur l'autre, l'augmentation ressort à 17 %, un peu moins qu'au trimestre précédent.

Les créances sur les emprunteurs de la zone euro ont affiché la plus forte progression. Environ la moitié des crédits, soit \$135 milliards, sont allés au secteur non bancaire, principalement d'Allemagne, de France et des Pays-Bas, le reste étant constitué de prêts interbancaires des établissements de France, du Royaume-Uni et des places franches. Pour près des trois quarts, la hausse des crédits à la zone euro provient de banques de la zone elle-même ; en



termes d'encours, la part de l'intrazone est passée de 48 % à 55 % depuis fin 2001.

Les créances en yens des banques déclarantes se sont fortement accrues, poursuivant la tendance amorcée au milieu de 2004. Les banques japonaises sont à l'origine des trois quarts de l'augmentation (\$161 milliards) sur les sept derniers trimestres (graphique 2.1, cadre de gauche)<sup>1</sup>, dont environ \$120 milliards sont allés aux emprunteurs des centres financiers internationaux, notamment aux banques du Royaume-Uni et de Singapour et au secteur non bancaire des îles Caïmans.

La hausse des emprunts en yens...

La multiplication des emprunts en yens confirme en partie l'accroissement du volume d'opérations de portage financées dans cette devise. Ce type d'opération, qui consiste à prendre une position courte sur une monnaie à faible rendement et une position longue sur une monnaie à rendement élevé, est rentable dans la mesure où les fluctuations de change ne viennent pas annuler l'écart de rendement nominal. L'essor des opérations de portage pourrait donc être à l'origine de la récente poussée des emprunts en yens des centres financiers et du ralentissement parallèle des emprunts en dollars EU (graphique 2.1, cadres du milieu et de droite). Les opérations de portage pourraient également expliquer la diminution constante des créances *nettes* en yens des banques de la zone euro (graphique 2.1, cadre de gauche) et la récente augmentation de leurs créances nettes en dollars EU.

...reflète des opérations de portage

<sup>1</sup> L'analyse des prêts en yens est fondée uniquement sur les données déclarées par les pays qui ventilent les crédits bancaires par monnaie. De plus, afin de faire abstraction des facteurs liés à la demande intérieure, les créances et engagements en yens à l'égard des résidents japonais ont été supprimés des données utilisées pour le graphique 2.1 et pour le commentaire.

## Créances transfrontières des banques

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU<sup>1</sup>

	2003	2004	2004	2005				Encours à fin déc. 2005
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
<b>Total</b>	1 061,2	2 269,2	573,6	1 028,3	1 079,3	534,8	566,7	21 109,6
secteur bancaire	519,7	1 351,9	346,9	590,9	767,4	279,2	343,5	13 376,0
secteur non bancaire	541,5	917,2	226,7	437,4	311,9	255,7	223,2	7 733,5
dont prêts :								
secteur bancaire	443,6	1 122,6	284,3	480,1	697,0	219,9	221,9	11 339,2
secteur non bancaire	274,3	344,8	124,7	292,8	97,4	141,8	1,8	3 844,3
dont titres :								
secteur bancaire	74,5	154,1	36,6	110,1	45,1	54,8	78,2	1 485,8
secteur non bancaire	207,6	456,7	58,3	81,7	235,4	77,3	162,4	3 347,9
<b>Total par monnaie</b>								
Dollar EU	578,4	1 125,3	435,4	253,0	517,6	245,2	216,6	9 289,1
Euro	499,5	807,9	124,7	589,0	382,9	169,2	175,4	8 008,4
Yen	-127,6	89,6	23,7	-33,1	68,6	24,4	92,7	1 145,9
Autres monnaies <sup>2</sup>	110,9	246,4	-10,1	219,4	110,2	96,0	81,9	2 666,2
<b>Par résidence de l'emprunteur non bancaire</b>								
Économies avancées	448,0	673,7	150,8	373,6	224,5	186,1	167,8	5 956,7
Zone euro	156,4	239,2	43,8	110,5	152,0	58,7	134,5	2 661,5
Japon	38,4	73,3	36,2	-31,5	10,1	-11,0	6,1	223,3
États-Unis	172,1	164,7	45,8	207,2	33,7	110,6	30,8	2 026,0
Places franches	99,8	239,8	57,9	56,5	64,8	45,4	8,5	1 024,8
Économies émergentes	6,0	50,2	22,4	13,6	21,3	22,2	50,9	713,3
Non attribué <sup>3</sup>	-13,5	-41,5	-4,7	-6,6	0,0	-1,6	-1,8	9,9
<b>Créances locales<sup>4</sup></b>	<b>408,6</b>	<b>219,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>233,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>26,6</b>	<b>-54,9</b>	<b>2 782,3</b>

<sup>1</sup> Chiffres non corrigés des variations saisonnières. <sup>2</sup> Y compris monnaies non attribuées. <sup>3</sup> Y compris créances sur les organisations internationales. <sup>4</sup> Créances en devises sur les résidents. Tableau 2.1

### Forte hausse des prêts aux économies émergentes

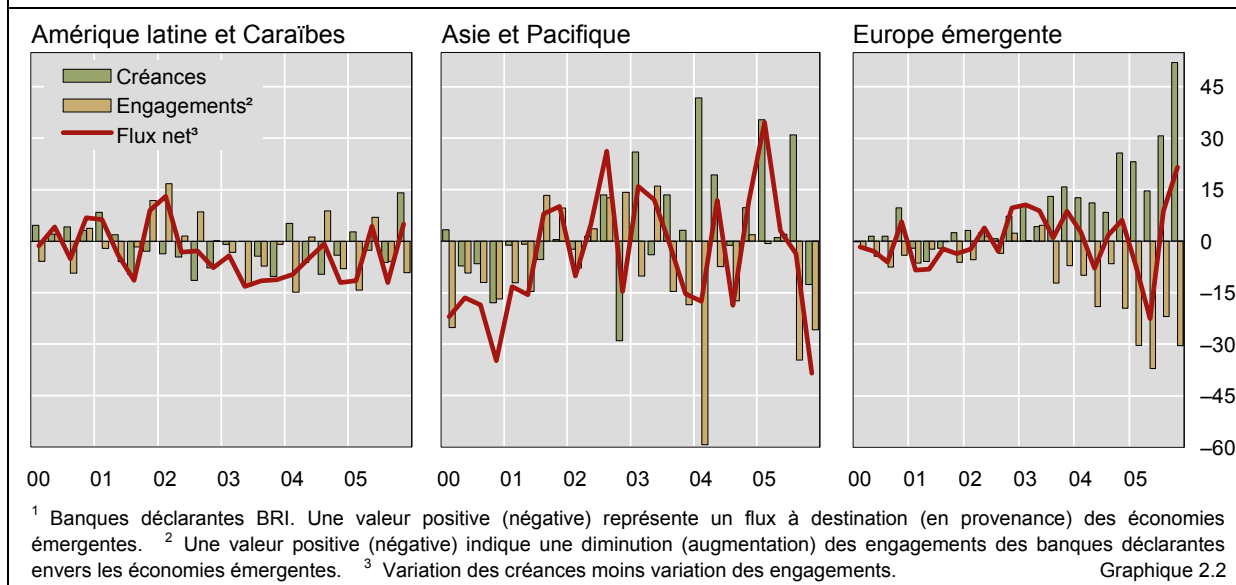
Les créances sur les économies émergentes ont enregistré une forte progression au quatrième trimestre 2005, prolongeant la tendance observée depuis fin 2002, mais avec deux éléments nouveaux. Premièrement, les économies émergentes ont vu leur profil de risque se détériorer récemment, dans certains cas, et bénéficieraient néanmoins de conditions de crédit plus favorables. Deuxièmement, l'émission de titres a pris de l'ampleur au détriment du financement bancaire.

Les prêts à l'Europe émergente...

La progression a été concentrée sur l'Europe émergente, et les créances sur l'Asie-Pacifique ont diminué pour la première fois en cinq trimestres (graphique 2.2). Pour l'ensemble des économies émergentes, le total des créances a atteint \$1 400 milliards fin 2005, en hausse de \$230 milliards par

## Flux bancaires<sup>1</sup> avec les économies émergentes

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU



rapport à 2004 T4 et de \$72 milliards sur le trimestre. L'Europe émergente représente environ les trois quarts de l'augmentation du quatrième trimestre, alors que les créances sur l'Afrique-Moyen-Orient et l'Amérique latine affichent une avance plus modeste (respectivement de \$18 milliards et de \$14 milliards). Dans le cas de l'Amérique latine, il s'agissait tout de même de la plus forte expansion depuis 1998 T1. En revanche, les créances sur l'Asie-Pacifique ont diminué de \$13 milliards, en raison d'une contraction envers les banques de Chine, Corée, Malaysia, Taïwan (Chine)<sup>2</sup> et Thaïlande.

L'augmentation des emprunts de l'Europe émergente et de l'Asie-Pacifique explique la hausse tendancielle des créances internationales sur les économies émergentes. L'Amérique latine, pour sa part, n'a pas encore regagné complètement le terrain perdu suite au défaut de l'Argentine. À partir des statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres de dette, le graphique 2.3 estime le crédit international total (emprunts bancaires et émissions d'obligations) des économies émergentes<sup>3, 4</sup>. L'encours de ces créances sur l'Asie-Pacifique et l'Europe émergente s'est accru respectivement de 74 % et de 130 % depuis début 2002, grâce aux émissions

...et à l'Asie-Pacifique alimentent la croissance tendancielle

<sup>2</sup> Ci-après Taïwan.

<sup>3</sup> Les créances transfrontières des banques (statistiques territoriales BRI) englobent les créances intragroupes. Les titres de dette internationaux comprennent les émissions en devises des résidents et des non-résidents, plus les émissions en monnaie locale des non-résidents sur le marché intérieur ainsi que les titres en monnaie locale émis par les résidents sur le marché intérieur s'ils sont destinés à des investisseurs non résidents.

<sup>4</sup> Le crédit international total correspond à la somme des encours des titres de dette internationaux et des créances transfrontières des banques corrigées des doubles comptages de titres. Il s'agit d'une surestimation, dans la mesure où les titres de dette internationaux sont achetés par des investisseurs locaux. Le total peut, au contraire, être sous-estimé si les portefeuilles internationaux des banques déclarantes comprennent des titres classés comme domestiques.

de titres de dette et aux prêts consortiaux (graphique 2.4)<sup>5</sup>. Pour l'Amérique latine, par contre, l'encours des créances internationales sous forme de titres

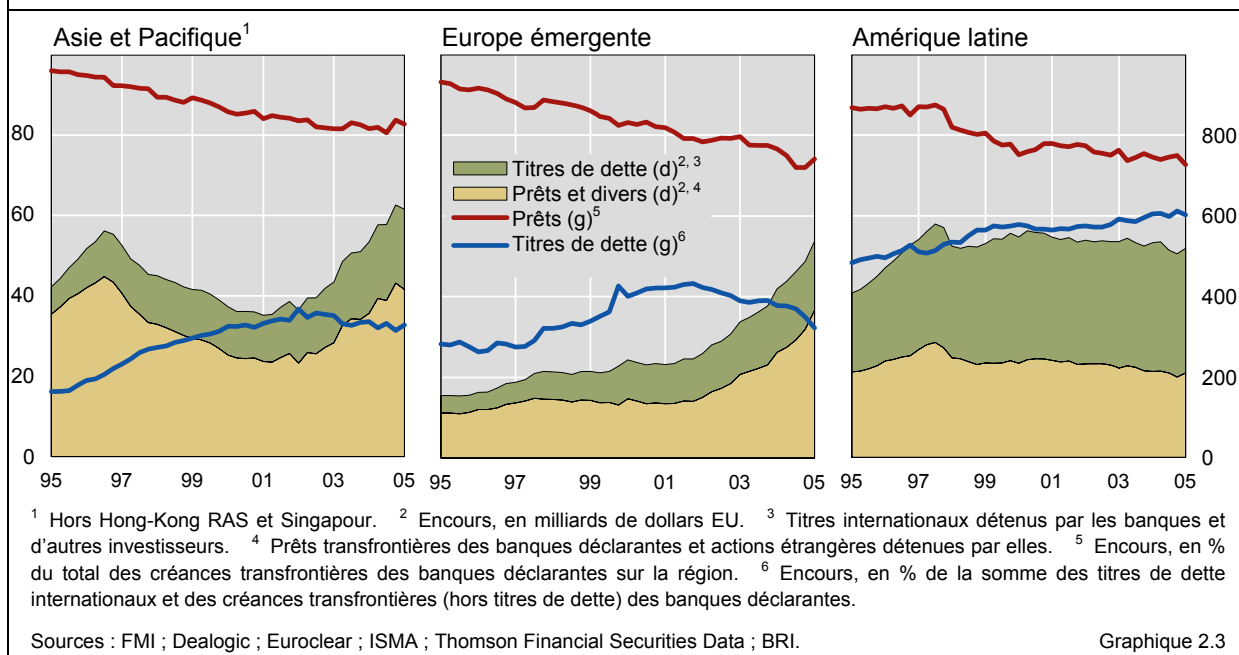
Flux transfrontières des banques avec les économies émergentes									
Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU									
	Positions <sup>1</sup>	2003	2004	2004	2005				Encours à fin déc. 2005
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total <sup>2</sup>	Créances	65,1	131,3	36,1	70,4	19,0	68,2	71,9	1 410,7
	Engagements	71,7	201,8	23,6	61,8	62,6	115,4	78,9	1 721,7
Afrique du Sud	Créances	-1,2	0,4	0,3	-0,2	3,5	-2,3	0,9	20,4
	Engagements	9,5	6,8	0,1	0,7	1,8	4,1	-3,6	40,9
Argentine	Créances	-8,5	-5,3	-0,7	-1,3	-2,4	0,4	-0,2	14,8
	Engagements	-0,8	-0,4	-0,5	-0,1	0,6	-1,9	0,5	23,1
Brésil	Créances	-7,2	-7,4	-3,1	2,9	1,4	0,8	4,1	85,0
	Engagements	14,2	-4,8	1,3	13,3	-9,4	-0,5	-5,3	49,2
Chine	Créances	13,5	24,0	3,2	10,0	-2,8	13,1	-4,7	105,5
	Engagements	-6,6	25,8	-13,7	-3,0	6,7	5,2	13,0	137,7
Corée	Créances	-1,0	12,6	6,1	8,8	-2,7	4,0	-1,9	100,7
	Engagements	7,3	13,8	-5,9	-4,5	-8,9	7,6	-0,7	48,2
Indonésie	Créances	-4,7	0,3	0,7	-0,7	1,8	-0,1	1,5	33,5
	Engagements	0,2	-2,3	-0,6	0,1	0,6	1,4	0,9	13,1
Mexique	Créances	-0,7	-0,9	-1,0	0,5	-3,2	-7,6	5,7	60,4
	Engagements	6,2	-4,7	-1,6	-1,5	2,1	4,2	-1,2	60,0
Pologne	Créances	3,2	5,8	-0,2	5,6	2,4	4,2	0,9	55,6
	Engagements	-0,1	11,0	4,2	2,0	1,3	0,9	0,2	34,1
République tchèque	Créances	3,7	2,8	3,2	0,6	-0,3	2,3	3,4	28,5
	Engagements	-2,4	0,8	1,3	-0,9	2,3	0,3	4,7	16,9
Russie	Créances	12,1	8,9	7,6	3,3	1,9	6,4	17,0	91,3
	Engagements	16,5	24,7	5,9	29,2	28,8	2,7	13,7	153,3
Thaïlande	Créances	-1,7	0,2	-0,1	0,5	4,2	3,0	-2,3	25,3
	Engagements	5,8	2,4	1,1	2,4	1,3	5,0	1,1	29,5
Turquie	Créances	5,3	9,0	1,5	3,0	3,0	5,4	10,6	75,6
	Engagements	-0,4	6,9	2,0	-1,5	3,4	5,4	3,7	37,5
Nouveaux memb. UE <sup>3</sup>	Créances	20,9	30,4	11,6	15,0	8,0	14,6	16,1	217,5
	Engagements	-0,5	17,5	8,9	0,8	1,8	8,2	9,7	101,4
Membres OPEP	Créances	-6,5	21,4	5,5	5,4	6,3	13,0	12,9	189,7
	Engagements	-14,7	34,5	-4,2	8,2	28,1	47,8	18,4	383,4

<sup>1</sup> Positions de bilan envers l'étranger des banques déclarantes BRI. Engagements : essentiellement dépôts. Une augmentation des créances (engagements) représente des flux à destination (en provenance) des économies émergentes. <sup>2</sup> Ensemble des économies émergentes ; pour les chiffres des pays non représentés ici, se reporter aux tableaux 6 et 7 de l'Annexe statistique. <sup>3</sup> Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie.

Tableau 2.2

<sup>5</sup> Les prêts consortiaux internationaux sont, en principe, inclus dans les créances internationales des banques, établies sur une base consolidée (créances transfrontières et créances locales en devises). Pour une analyse des prêts consortiaux et de leur relation avec les données sur les créances internationales des banques, voir B. Gadanecz et K. von Kleist, « Les crédits consortiaux préfigurent-ils les données bancaires BRI ? », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2002.

## Économies émergentes : créances sous forme de prêts et de titres de dette



n'a pour ainsi dire pas changé depuis début 2000, alors que les créances sous forme de prêts ont diminué de 15 % depuis le milieu de 2001<sup>6</sup>, les crédits octroyés à la région (graphique 2.4, cadres de droite) ayant été contrebalancés par des remboursements ou des annulations de créances.

Le risque de crédit des économies émergentes et la prime exigée par les investisseurs en contrepartie de ce risque semblent avoir évolué. D'après les données sur les émissions de titres internationaux et les facilités consortiales conclues, la progression des crédits aux économies émergentes a coïncidé avec une détérioration de leur profil de risque (graphique 2.4). Cela est surtout vrai des résidents d'Amérique latine et d'Asie-Pacifique, pour lesquels la baisse de la note moyenne s'est accompagnée d'un net allongement des échéances depuis 2002. Pour l'ensemble des économies émergentes, les primes ont diminué, depuis 2001 pour les titres de dette, et depuis 2003 pour les facilités consortiales. Ce facteur – alors que les notes sont stables ou se dégradent et que les échéances s'allongent – confirme que les conditions sont de plus en plus favorables pour les emprunteurs des économies émergentes (le premier encadré en fin de section analyse la tarification plus en détail).

Par ailleurs, les emprunteurs font davantage appel aux émissions d'obligations, surtout en Asie-Pacifique, où le ratio titres de dette/crédits bancaires a doublé, de 16 % à 32 %, entre fin 1995 et fin 2005

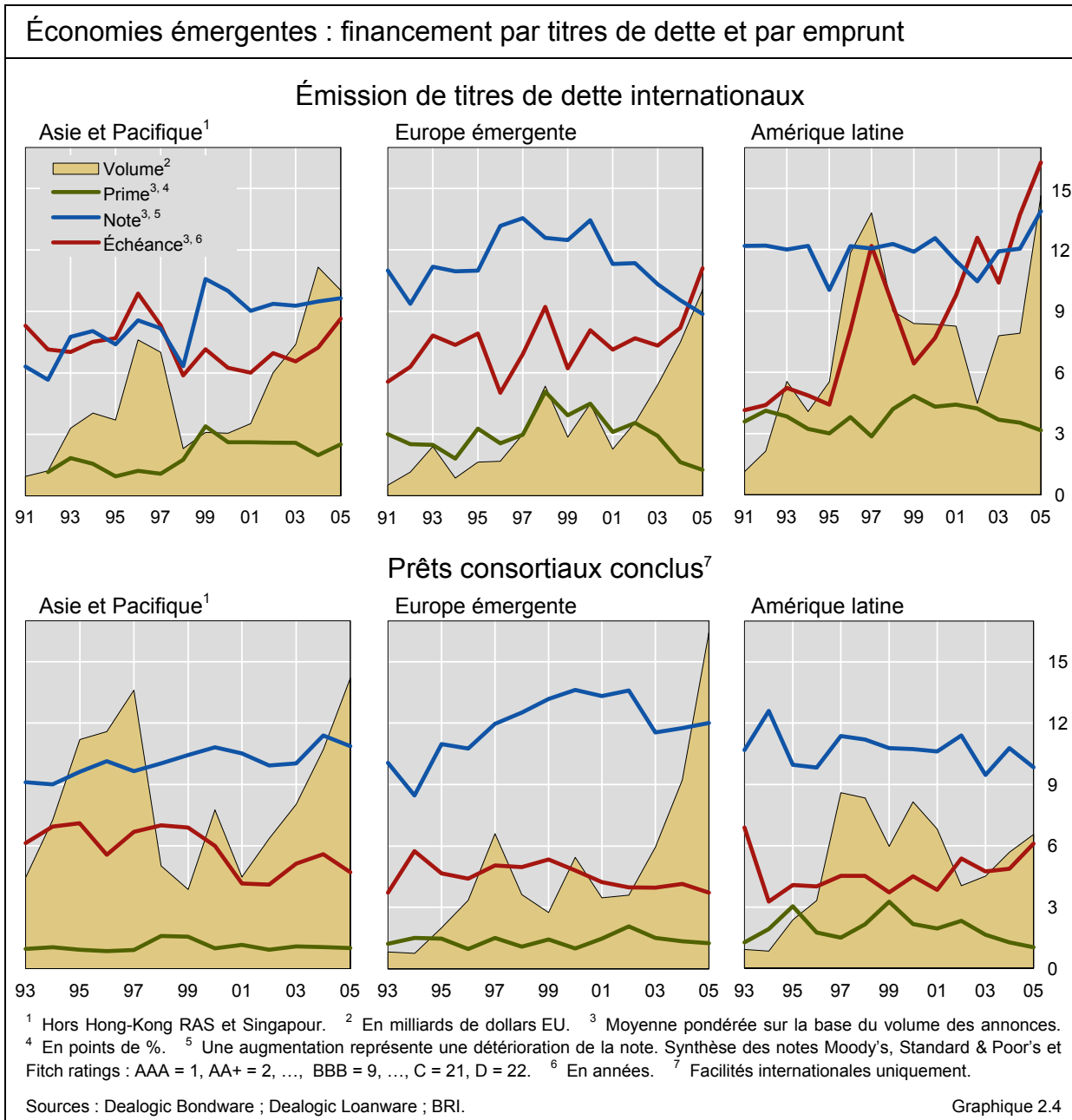
Conditions plus favorables pour les emprunteurs

Développement du financement obligataire

<sup>6</sup> Les banques déclarantes d'Amérique latine ont fortement accru leurs créances en monnaie locale sur les résidents de la région depuis le premier trimestre 2003. Dans la mesure du possible, l'analyse fait abstraction de ces créances, car i) les statistiques bancaires BRI ventilent ces créances par instrument uniquement pour 2005 ; pour les autres années, la consolidation des données se traduit par un important problème de double comptage des titres de dette ; ii) il est impossible de déterminer la proportion des créances locales sous forme de titres de dette détenue par des investisseurs locaux/étrangers.

(graphique 2.3)<sup>7</sup>. Durant la même période, ce ratio est monté de 48 % à 60 % en Amérique latine, où le financement obligataire prédomine depuis 1995 au moins. En Europe émergente, il est passé de 28 % fin 1995 à 42 % fin 2002, pour ensuite se replier ; au dernier trimestre 2005, il s'établissait à 32 %.

L'essor généralisé du financement obligataire se reflète dans la composition des créances des banques déclarantes : la part des prêts n'a cessé de décroître dans les trois régions, et surtout en Europe émergente, où elle est revenue de 92 % à 73 % entre fin 1995 et fin 2005 (graphique 2.3).



<sup>7</sup> Ce ratio peut sous-estimer ou surestimer la part du total des crédits internationaux qui correspond aux titres de dette. Voir note 4.

## Excédents de l'Asie et marché bancaire

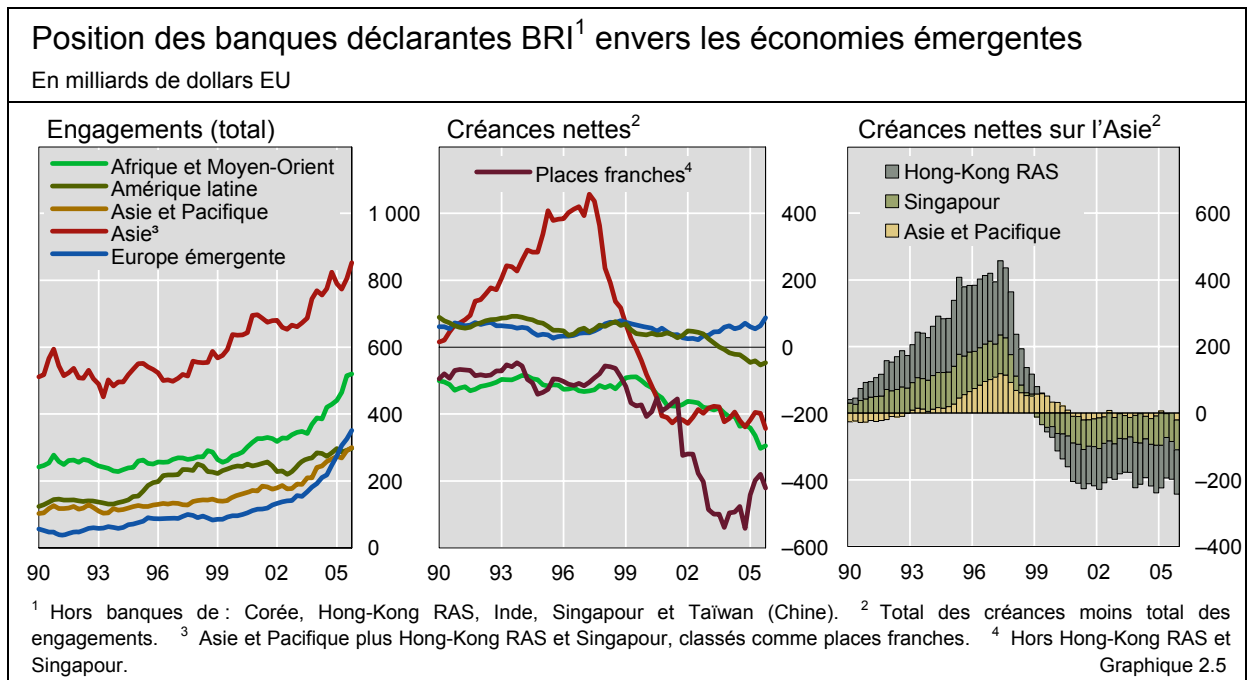
Une sortie nette des économies émergentes, malgré l'essor des crédits bancaires à certaines d'entre elles, s'explique par l'augmentation des dépôts des résidents d'Asie-Pacifique (graphique 2.2), qui atteignent \$521 milliards (+\$26 milliards, après +\$35 milliards en 2005 T3). Les résidents de Chine, principalement des banques, ont déposé \$13 milliards, contre environ \$5 milliards au cours de chacun des deux trimestres précédents. Les résidents de Taïwan, essentiellement le secteur non bancaire, ont déposé \$9 milliards et les résidents d'Inde, \$4 milliards.

### Ressources pour les banques déclarantes

Les résidents d'Asie ont renforcé leurs dépôts ces dernières années, les entrées de capitaux dans la région et les excédents courants ayant été en partie recyclés dans le système bancaire international. Les engagements des banques déclarantes envers les résidents d'Asie-Pacifique (avec les places franches de Hong-Kong et Singapour) ont augmenté de plus de 40 % (\$239 milliards) depuis fin 1998 et dépassent \$800 milliards – montant largement supérieur à leurs engagements envers les résidents des autres économies émergentes (graphique 2.5, cadre de gauche)<sup>8</sup>.

Cependant, la position **nette** des banques déclarantes vis-à-vis de l'Asie est demeurée relativement inchangée ces dernières années, les dépôts ayant été réinjectés dans la région sous forme de prêts (voir la section précédente). L'encours des créances nettes sur l'Asie est stable depuis fin 2000, car les créances brutes ont progressé au même rythme que les engagements bruts.

Stabilité des créances nettes sur l'Asie-Pacifique depuis 2000



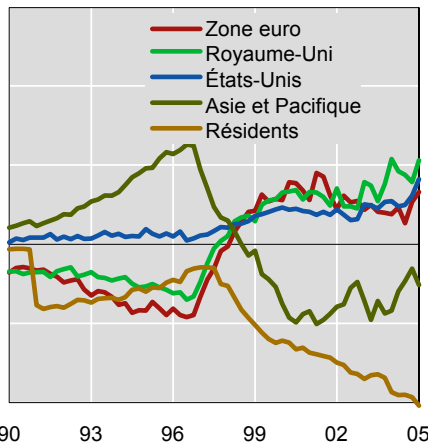
<sup>8</sup> Ce calcul exclut les engagements envers la région des banques de Corée, de Hong-Kong, d'Inde, de Singapour et de Taïwan.



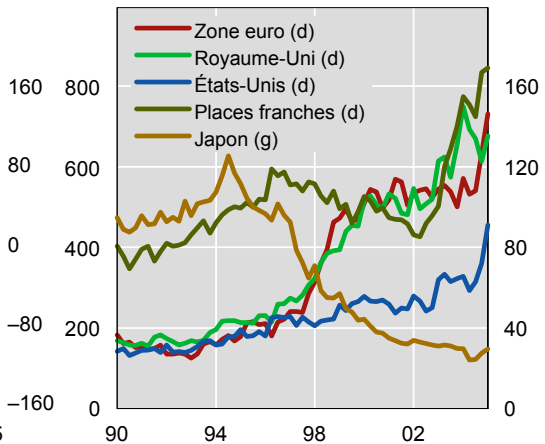
## Positions des banques de Hong-Kong et Singapour<sup>1</sup>

Par contrepartie, en milliards de dollars EU

### Créances nettes<sup>2</sup>



### Total des créances



<sup>1</sup> Positions agrégées des banques situées à Hong-Kong RAS et à Singapour. <sup>2</sup> Encours total des créances moins encours total des engagements.

Source : BRI.

Graphique 2.6

Au quatrième trimestre 2005, les résidents d'Asie-Pacifique, de Hong-Kong et de Singapour ont effectué des dépôts nets de \$243 milliards auprès des banques déclarantes extérieures à la région (graphique 2.5, cadre du milieu). Il s'agit là d'un gros montant, mais l'apport net des résidents des autres places franches (surtout des Caraïbes) et des pays exportateurs de pétrole d'Afrique-Moyen-Orient est plus important encore.

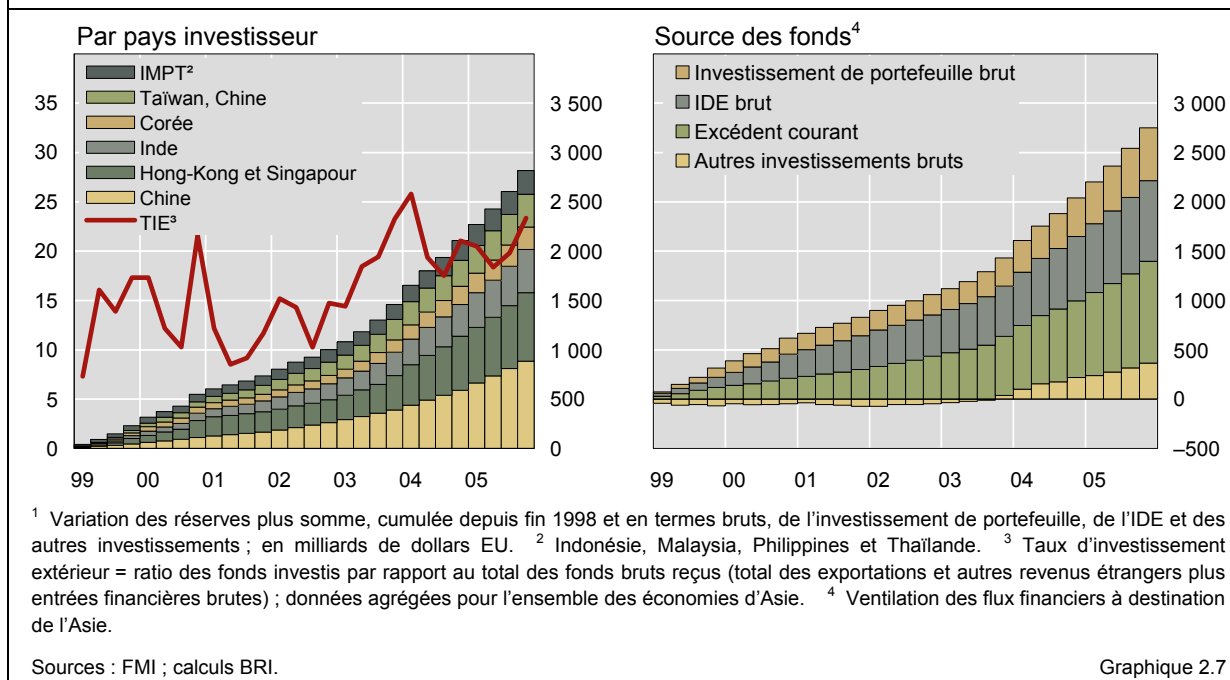
Les banques de Hong-Kong et de Singapour jouent un rôle majeur dans l'acheminement des flux à destination et en provenance de l'Asie-Pacifique. Avant la crise asiatique, c'est par leur entremise que les résidents des pays développés transféraient des fonds aux économies émergentes de cette région (graphique 2.6, cadre de gauche). Depuis, les flux nets se sont inversés : les banques de ces centres financiers ont acheminé les fonds de résidents d'Asie-Pacifique, de Hong-Kong et de Singapour vers les résidents des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro : les créances sur les emprunteurs de ces régions ont plus que doublé depuis fin 1998, pour totaliser \$373 milliards à fin 2005. En revanche, les créances sur les résidents du Japon sont revenues de plus de \$600 milliards au milieu de 1995 à quelque \$148 milliards.

### Identification des investissements de l'Asie à l'étranger

Une forte variation des dépôts auprès des banques déclarantes ne représente en fait qu'un pourcentage assez faible du total des investissements de l'Asie à l'étranger. Pour mesurer ce total – les « fonds investis » – on peut faire la somme de la variation des réserves totales et des sorties financières brutes (investissements directs à l'étranger, investissements de portefeuille bruts et

Les excédents de l'Asie transitent par les banques de Hong-Kong et de Singapour

## Asie : fonds investis à l'étranger<sup>1</sup>



autres investissements)<sup>9</sup>. Pour l'ensemble des grands pays d'Asie<sup>10</sup>, le total estimé des fonds investis durant la période 1999–2005 avoisinerait \$2 800 milliards (graphique 2.7, cadre de gauche). Par ailleurs, le taux d'investissement extérieur de l'Asie – ratio fonds investis/fonds bruts reçus<sup>11</sup> – a progressé ces dernières années pour atteindre près de 20 %, contre 10–15 % en 2002 ; cela signifie que les flux financiers bruts vers la région ont été plus importants que les dépenses au titre des importations<sup>12</sup>.

Par définition, les fonds investis sont des créances sur le reste du monde sous forme de titres (de dette et de propriété), d'IDE ou de dépôts. Le cadre de gauche du graphique 2.8 décompose l'estimation des fonds investis par l'Asie en ses composantes (variation des réserves de change et divers éléments du compte financier, selon la classification de la balance des paiements). L'investissement public constitue de loin la majeure partie des fonds investis par ces pays : l'augmentation des réserves représente 44 % du total cumulé

L'accumulation des réserves explique la hausse des fonds investis...

<sup>9</sup> L'autre mode de calcul utilise les statistiques de la balance des paiements. Les fonds investis correspondent à la somme des excédents courants et des entrées financières brutes. Les chiffres non disponibles pour certains pays sont extrapolés à partir de données antérieures. Dans cet exercice, les avoirs et engagements sur dérivés n'ont pas été pris en compte.

<sup>10</sup> Aux fins de cet exercice, il s'agit des économies suivantes : Chine, Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan et Thaïlande.

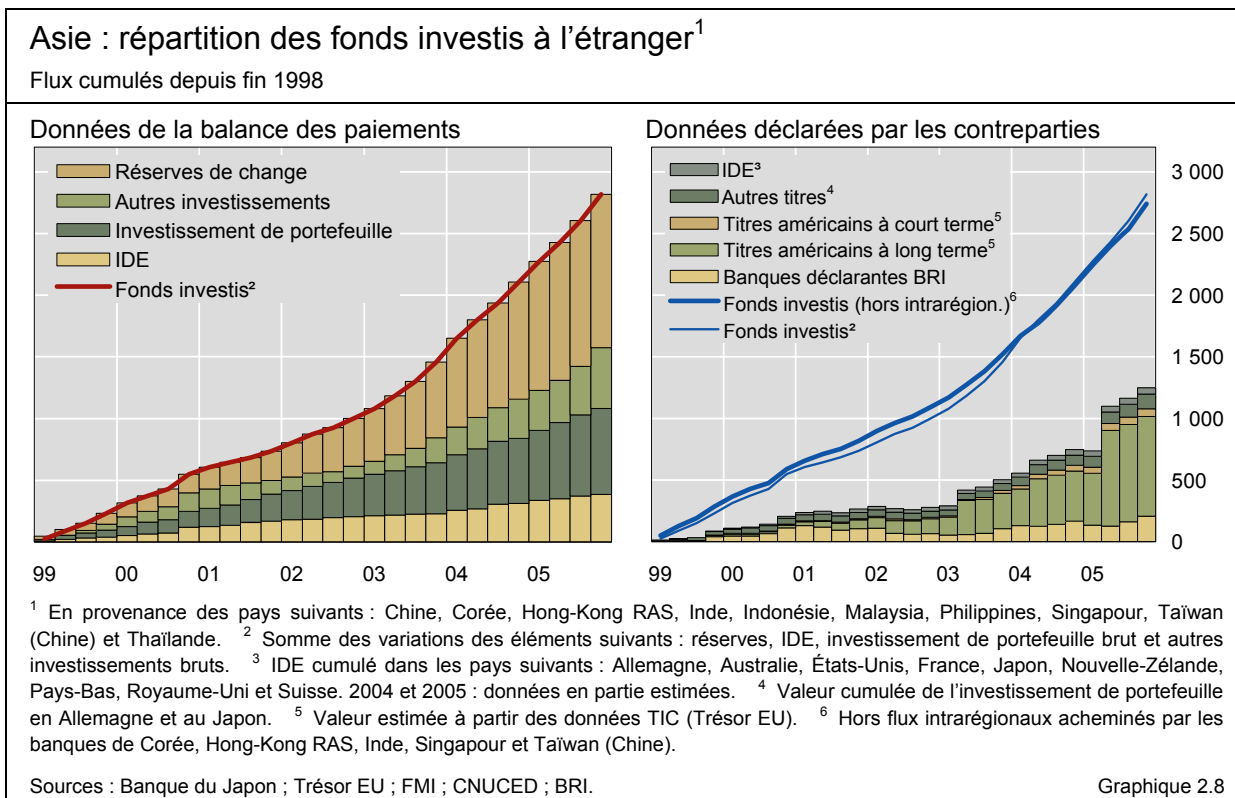
<sup>11</sup> Le total des fonds reçus est la somme du revenu brut figurant au compte courant (exportations brutes de biens et services, revenu d'investissements brut et transferts courants bruts) et des flux bruts entrants figurant au compte financier (IDE entrant, investissements de portefeuille bruts et autres investissements bruts).

<sup>12</sup> Le taux d'investissement extérieur varie beaucoup selon le pays : depuis fin 1998, la Corée affiche un taux moyen de 13 % ; la Chine, de 22 % ; l'Inde, de 43 %.

des fonds investis depuis fin 1998. Cela est surtout vrai pour la Chine, mais aussi, dans une moindre mesure, pour la Corée et Taïwan.

Il convient d'éliminer les investissements intrarégionaux de l'estimation des fonds investis par la région dans le reste du monde. On ne dispose pas de données complètes sur les flux de portefeuille et d'IDE intrarégionaux, mais on peut, à partir des statistiques bancaires BRI, connaître la part des fonds investis dans la région qui transitent par le système bancaire régional, c'est-à-dire les établissements de Corée, de Hong-Kong, d'Inde, de Singapour et de Taïwan<sup>13</sup> (graphique 2.8, ligne bleue épaisse). Entre fin 1998 et 2004 T1, les flux bancaires intrarégionaux ont en fait été négatifs, les banques de Hong-Kong et de Singapour ayant moins octroyé de crédits aux résidents de la région après la crise asiatique. Depuis le milieu de 2004, ces flux sont redevenus positifs. Par conséquent, les fonds investis, **nets des flux bancaires intrarégionaux**, cumulés jusqu'au début 2004, excédaient en fait légèrement – d'environ \$90 milliards en 2002 – l'estimation reposant sur les statistiques de la balance des paiements.

Le cadre de droite du graphique 2.8, qui répartit les données par **contrepartie**, donne une indication des emplois des fonds investis, à partir de statistiques sur les investissements de portefeuille au Japon et aux États-Unis, l'IDE aux États-Unis et dans d'autres pays développés, ainsi que les dépôts



<sup>13</sup> Les flux cumulés des banques de ces cinq centres déclarants à destination et en provenance des économies de la région ont été retranchés des fonds investis.

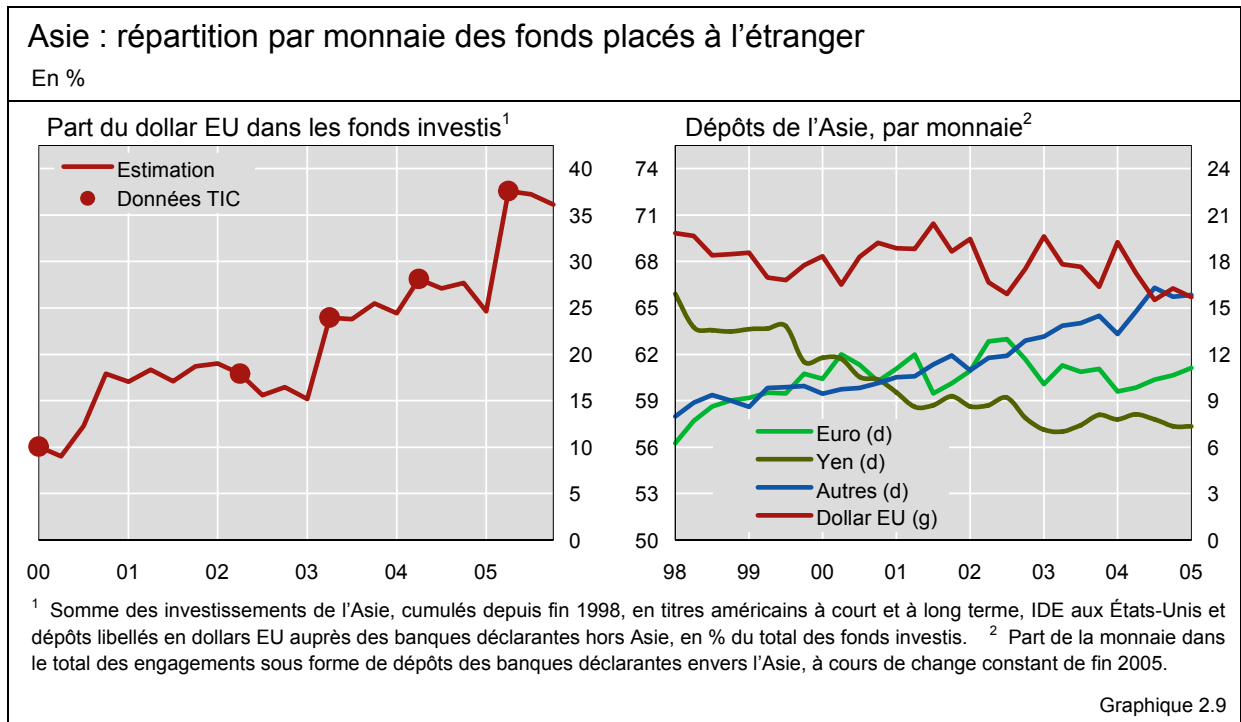
auprès des banques déclarantes dans le monde entier<sup>14</sup>. Ces données représentent ensemble près de 46 % (\$1 250 milliards) des fonds investis par l'Asie (nets des flux bancaires intrarégionaux) depuis fin 1998.

Le gros des fonds – *identifiés* – investis par les pays d'Asie consistent en des titres américains à court et à long terme : \$871 milliards, soit 32 % du total des fonds investis, depuis fin 1998. En revanche, une part relativement faible des fonds investis a été déposée auprès des banques déclarantes : 20 % entre fin 1998 et 2001 T1, mais moins de 10 % à fin 2005.

...qui sont placés en titres américains...

Les statistiques bancaires BRI conjuguées avec les données TIC et les statistiques d'IDE donnent une estimation des fonds investis en dollars EU par les résidents d'Asie. Il s'agit, au mieux, d'une limite inférieure, car ces données ne retracent pas certains achats. Le cadre de gauche du graphique 2.9 montre que les avoirs en dollars EU représentent près de 40 % des fonds investis cumulés entre fin 1998 et fin 2005, contre environ 20 % en 2002<sup>15</sup>. Durant la même période, l'encours des dépôts en dollars EU de l'Asie auprès des

...ce qui accroît la part estimée des avoirs en dollars EU



<sup>14</sup> L'estimation des investissements en titres de dette américains repose sur les données TIC (transactions et avoirs). Pour les titres à long terme, les portefeuilles des grands pays d'Asie sont calculés en deux étapes : les encours (avoirs) sont ajustés des variations cumulées nettes (transactions) ; le total cumulé est ensuite obtenu en retranchant l'encours à fin 1998. Pour les titres à court terme, on attribue une valeur nulle à 1985 et on effectue une interpolation entre les dates des enquêtes de référence (avoirs) ; on obtient alors le total cumulé depuis 1998 en soustrayant les avoirs estimés à fin 1998.

<sup>15</sup> Dans le cadre de gauche du graphique 2.9, les points représentent les chiffres fournis par les enquêtes de référence TIC (avoirs), qui s'efforcent d'attribuer au pays de résidence de l'acheteur les avoirs en titres américains acquis à travers des intermédiaires. D'une enquête à l'autre, il se produit donc des variations discrètes dans les avoirs estimés de titres américains.

banques déclarantes est demeuré relativement constant, entre 65 % et 70 % (graphique 2.9, cadre de droite), tandis que la part des dépôts en yens tombait de quelque 15 % à 7 %.

## Quête de rendement auprès des économies émergentes : enseignements de la tarification des emprunts et obligations

Blaise Gadanecz

Quand les taux de rendement et d'intérêt sont faibles, les investisseurs se tournent souvent vers les signatures de moindre qualité et les économies émergentes pour obtenir des rendements plus élevés. Ainsi, en 2005, les emprunts consortiaux et les émissions d'obligations des économies émergentes ont atteint des sommets (\$200 milliards et \$231 milliards respectivement). La diminution des primes s'explique-t-elle par les fondamentaux ou par le goût du risque ? C'est ce que cherche à déterminer le présent encadré par analyse empirique de la tarification des emprunts et des obligations sur le marché primaire. Il conclut que l'appétit accru pour le risque a fait baisser les primes bien au-delà de ce qui serait justifié par les fondamentaux.

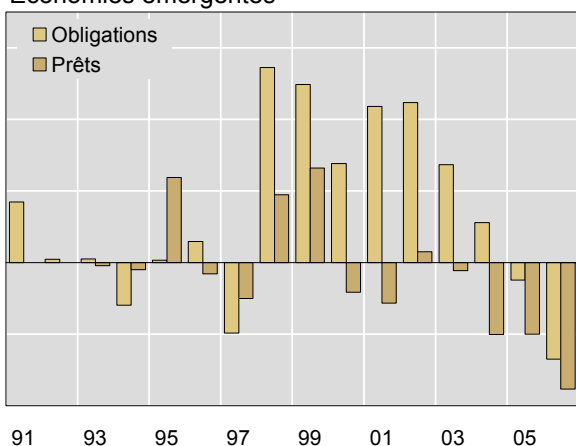
Le rôle de l'appétit pour le risque est mesuré en comparant les primes effectives sur emprunts et obligations aux primes prédites par un modèle de régression<sup>①</sup> en fonction du niveau des taux d'intérêt à court terme à la date de la signature, de la note de crédit de l'emprunteur et des caractéristiques propres à chaque facilité<sup>②</sup>.

L'écart annuel moyen (pondéré par le volume) entre primes effectives et prédites par le modèle a été négatif pour les signatures des économies émergentes et des pays industrialisés en 2004 et 2005 (graphique)<sup>③</sup>. Au premier trimestre 2006, il est redevenu positif pour les pays industrialisés, signe possible d'un retournement du cycle du crédit, mais il est resté négatif et a continué de se creuser (pour atteindre 100 pb en moyenne) pour les économies émergentes, surtout d'Asie et d'Europe orientale<sup>④</sup>. L'écart est plus grand que lors de la précédente plus forte compression des primes, en 1997.

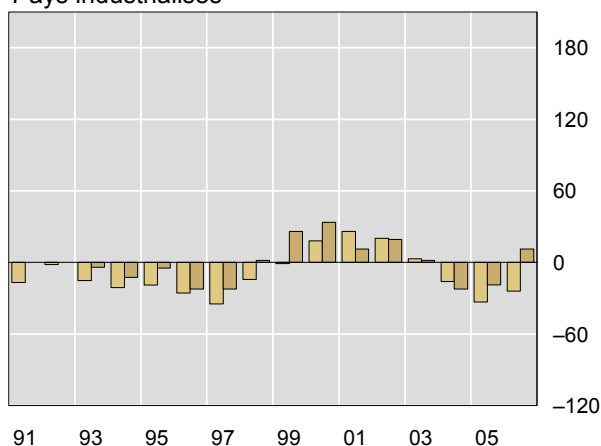
### Obligations et prêts : tarification du risque

Divergence moyenne de tarification<sup>1</sup>

Économies émergentes



Pays industrialisés



<sup>1</sup> Moyenne, pondérée par le volume, des écarts (en pb) entre primes effectives (sur obligations ou prêts) et primes calculées par le modèle de régression. Une valeur négative indique que les primes effectives sont inférieures à celles du modèle. 2006 : T1 uniquement.

Sources : Dealogic Loanware ; BRI.

<sup>①</sup> Le 75<sup>e</sup> Rapport annuel BRI (2005, p. 136) présente la méthodologie et les résultats de la régression sur des données mondiales jusqu'à 2005 T1. Pour une analyse des différents déterminants des primes des crédits consortiaux aux économies émergentes, voir par exemple Y. Altunbaş et B. Gadanecz, *Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits*, BRI, BIS Working Papers, n° 132, Bâle, juillet 2003. <sup>②</sup> Les prédictions sont restreintes à l'échantillon, sur les périodes 1991–2006 pour les obligations et 1993–2006 pour les emprunts. La régression a pris en compte plusieurs facteurs mis en évidence dans les travaux sur le sujet : volume, échéance, garanties et sûretés, risque de change (si la devise de la facilité est différente de celle de l'emprunteur), note de l'emprunteur et taux d'intérêt à court terme au moment de la signature. Les valeurs de R<sup>2</sup> ajusté sont de 0,60 pour les obligations et de 0,53 pour les emprunts. <sup>③</sup> L'écart entre prime effective et prédite pour les signatures des économies émergentes est nettement plus élevé (environ cinq fois), depuis 1991, que pour les pays industrialisés. Il reste plus élevé s'il est normalisé par la moyenne et l'écart type des primes effectives (pour éliminer l'incidence de la volatilité, différente entre primes pour les pays industrialisés et pour les économies émergentes). <sup>④</sup> L'écart négatif est plus prononcé pour les emprunts, peut-être parce que, dans le cas des obligations, il existe une plus grande discipline de marché, qui rapproche les primes des valeurs justifiées par les fondamentaux.

## Évolution du marché des crédits consortiaux au premier trimestre 2006

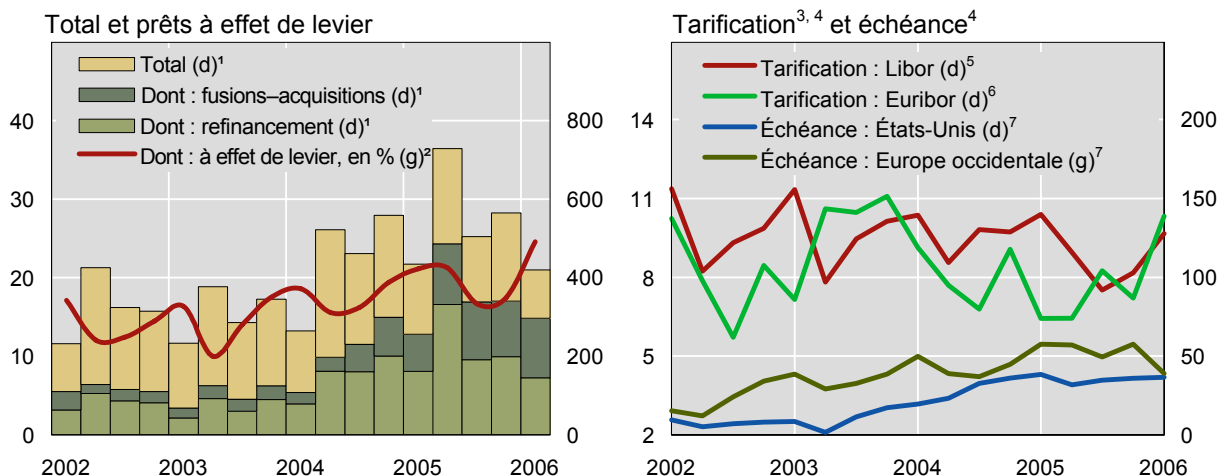
Au premier trimestre 2006, le marché international des crédits consortiaux a été terne. À \$418 milliards, les facilités conclues ont marqué un recul de 26 % sur la période, mais de seulement 3 % par rapport à 2005 T1. Corrigées des habituelles faiblesses de début d'année, les opérations conclues ont en fait crû de 3 %. Deux éléments sont à signaler : la hausse des primes pour les débiteurs d'Europe et des États-Unis et le gros volume des prêts à effet de levier et liés aux fusions et acquisitions.

Les primes se sont élargies pour toutes les notes, aux États-Unis et en Europe, avec, en outre, une réduction des échéances en Europe. Il pourrait s'agir là des premiers signes d'un possible retournement du cycle de crédit. Par ailleurs, l'activité a atteint un record pour les prêts à effet de levier et liés aux fusions ; elle a vraisemblablement été stimulée par la demande des investisseurs en titres garantis par de tels prêts. La part des facilités à effet de levier et à fort effet de levier<sup>Ⓞ</sup>, souvent dépourvues de clauses restrictives et de garanties, est arrivée à un sommet de 25 % (graphique). Pour les facilités à effet de levier, la prime moyenne des débiteurs américains a baissé par rapport aux trimestres précédents, à 230 pb au-dessus du Libor, alors que la prime au-dessus de l'Euribor a culminé à 350 pb. La part des rachats à effet de levier et des emprunts liés à des fusions a été très élevée (9 % et 36 %, en termes de montant) : les secteurs de la santé et des télécommunications<sup>Ⓜ</sup> ont été particulièrement actifs. En revanche, la part des refinancements a chuté à 34 %. Pour les financements de fusions et acquisitions dans les pays industrialisés, la prime au-dessus du Libor est tombée à 129 pb.

Les emprunteurs japonais ont obtenu un montant record, peut-être en raison de l'intense activité sur le marché secondaire. Les facilités signées ont atteint \$18 milliards – mais près de \$9 milliards, sur le marché des États-Unis, sont allés à une filiale américaine de Toyota.

Le volume des crédits aux économies émergentes est en repli, comme c'est habituellement le cas chaque premier trimestre. Les primes des emprunts ont été basses, même compte tenu du niveau de risque (voir encadré précédent). Les facilités conclues (\$27 milliards) ont été concentrées sur l'Asie et l'Europe orientale. Les banques indiennes et russes ainsi que les entreprises d'hydrocarbures russes et coréennes ont été particulièrement actives. Des fabricants taïwanais d'écrans à cristaux liquides ont obtenu \$1,8 milliard pour construire des sites de production. La société russe Lukoil a renouvelé \$2,1 milliards. À l'opposé, les prêts aux résidents d'Amérique latine ont été faibles, à \$1,7 milliard.

### Crédits consortiaux internationaux : facilités conclues



<sup>1</sup> En milliards de dollars EU. <sup>2</sup> Y compris montages à fort effet de levier. <sup>3</sup> Primes + commissions. <sup>4</sup> Moyenne pondérée par le volume des emprunts. <sup>5</sup> Facilités libellées en dollars EU, en faveur d'emprunteurs des États-Unis, référencées sur le Libor ; en pb. <sup>6</sup> Facilités libellées en euros, en faveur d'emprunteurs d'Europe occidentale, référencées sur l'Euribor ; en pb. <sup>7</sup> En années.

Sources : Dealogic Loanware ; BRI.

<sup>Ⓞ</sup> Facilités accordées à des emprunteurs présentant, avant ou après l'opération, un ratio dette/fonds propres élevé (en général supérieur à 1). <sup>Ⓜ</sup> Seules ont été incluses deux tranches, d'un montant total de \$8 milliards, du montage en faveur de Time Warner Inc. (\$21 milliards), car le reste correspond à la renégociation, à de nouvelles conditions, d'un crédit en cours. La facilité de €32 milliards octroyée à E.ON, société allemande de services énergétiques, pour financer l'achat d'Endesa, n'a pas été incorporée dans les statistiques BRI, car elle n'était pas encore signée.

