

## Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale<sup>1</sup>

En collaboration avec des banques centrales et autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse plusieurs séries de statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale. Le commentaire ci-après s'appuie sur les dernières données disponibles : troisième trimestre 2007 pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés (et couvre ainsi une partie des perturbations récentes sur les marchés financiers), premier semestre 2007 pour les positions sur dérivés de gré à gré et deuxième trimestre 2007 pour le marché bancaire international.

### Marché des titres de dette

En termes nets, les émissions ont baissé de plus de moitié par rapport au trimestre précédent

Les émissions de titres internationaux ont fortement diminué au **troisième trimestre 2007**, durant les turbulences sur les marchés financiers. En termes nets, les émissions d'obligations à moyen et long terme se sont chiffrées à \$396 milliards, soit moins de la moitié du volume enregistré le trimestre précédent. Pour la première fois depuis deux ans, elles ont inscrit un taux d'accroissement négatif (-4 %) en glissement annuel, se situant bien en deçà des 18 % de progression du deuxième trimestre et des 7 % affichés en moyenne depuis 2003.

Cette stagnation était nettement observable sur diverses monnaies (graphique 1, cadre de droite). D'une année sur l'autre, l'activité en euros (\$90 milliards) a baissé de 9 % (après une chute de 17 % déjà au deuxième trimestre), tandis que les titres en dollars et en livres sterling n'ont progressé respectivement que de 0 % et 2 % (17 % et 14 % au trimestre précédent). Grâce, peut-être, à la relative stabilité du marché monétaire japonais durant le trimestre, les émissions des obligations à moyen et long terme libellées en yens semblent être restées insensibles aux perturbations, poursuivant leur vive hausse en glissement annuel (+30 %). Représentant près de 4 % du volume mondial, elles ont, en termes nets, atteint \$18 milliards, inscrivant un record de trois ans.

---

<sup>1</sup> Pour toutes questions concernant les statistiques BRI, s'adresser à Christian Upper (titres de dette internationaux et dérivés) ou Goetz von Peter (statistiques bancaires).

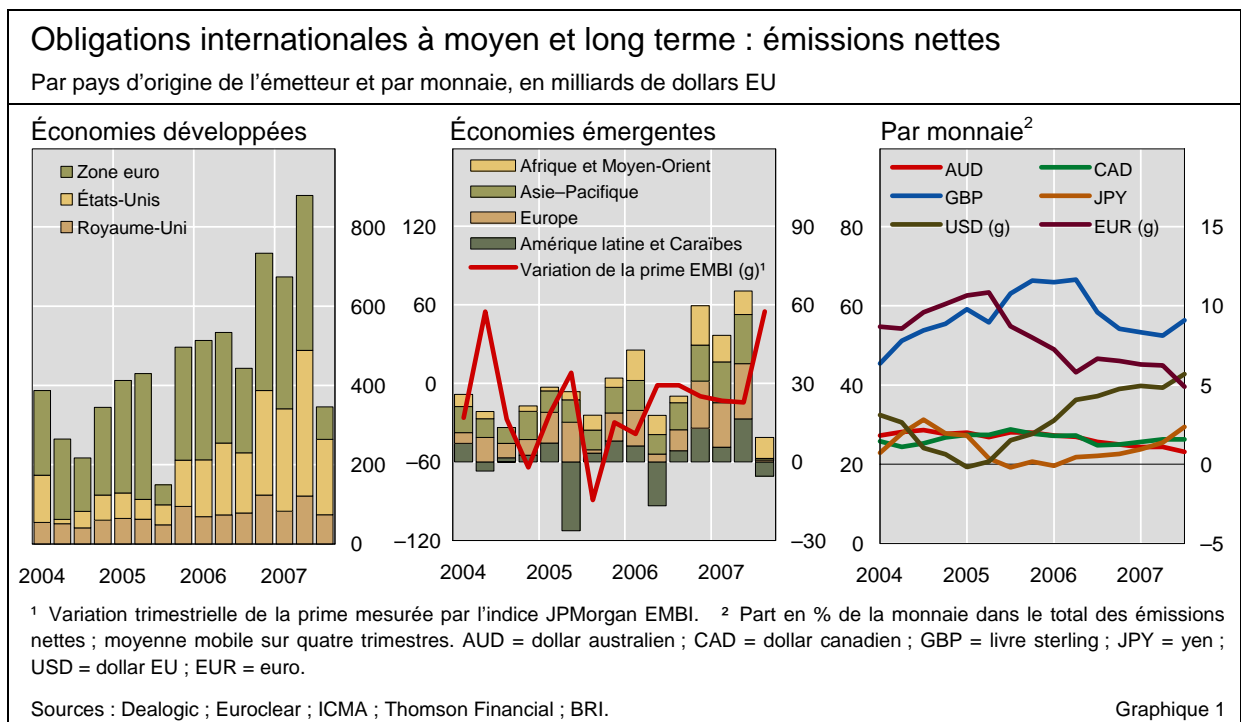
La contraction des émissions en euros est attribuable aux emprunteurs de la zone euro, en particulier les résidents d'Allemagne et de France (graphique 1, cadre de gauche). Le volume émis par les signatures de la zone n'a totalisé que \$82 milliards, contre \$392 milliards le trimestre précédent. Pour la première fois depuis les années 1980, les emprunts ont diminué en Allemagne (-\$20 milliards), tandis qu'en France, le volume des émissions des résidents (\$10 milliards) a été bien inférieur à la moyenne des cinq dernières années (\$34 milliards). Dans ces deux pays, le repli est imputable au secteur financier, les banques privées en particulier.

Repli des emprunts, en euros surtout

D'un trimestre sur l'autre, les émissions nettes aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie ont également enregistré une baisse, pas aussi marquée toutefois. Aux États-Unis, elles se sont inscrites à \$190 milliards, progressant de 4 % en glissement annuel, contre 22 % le trimestre précédent. Pour la première fois depuis 2004, la collecte de fonds des signatures britanniques (\$74 milliards) était en régression d'une année sur l'autre. Les émissions des résidents d'Australie, essentiellement des établissements financiers privés, ont diminué de 3 % en glissement annuel (après s'être accrues de 13 % le trimestre précédent), pour s'établir à \$11 milliards, soit bien moins que le volume de \$20 milliards levé au cours de chacun des trois trimestres précédents.

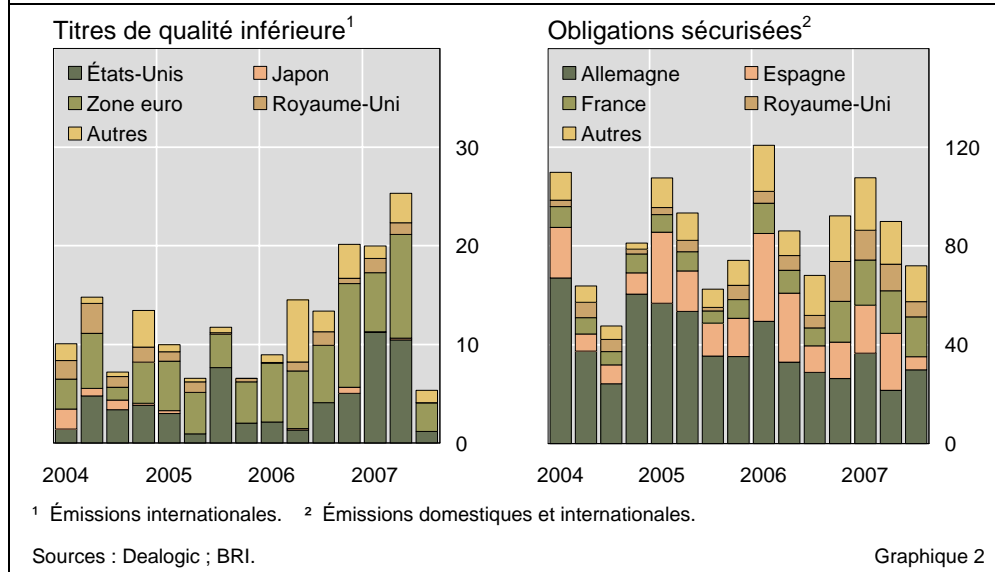
Dans le monde émergent, surtout en Europe et en Asie, les émissions ont connu un repli encore plus net, qui a coïncidé avec un élargissement sensible des primes sur la dette (graphique 1, cadre du milieu). Les annonces de l'Europe émergente se sont inscrites en retrait de plus de 75 % par rapport au trimestre précédent, leur taux de croissance d'une année sur l'autre tombant à -7 %. Dans la région Asie-Pacifique, les émissions nettes n'étaient que de \$1 milliard, leur plus bas niveau depuis le troisième trimestre 2001.

Les émissions des économies émergentes fléchissent...



## Émissions obligataires : annonces

En milliards de dollars EU



...tout comme les émissions de titres hors catégorie investissement

Le ralentissement de l'activité s'explique peut-être par une moindre appétence pour le risque des investisseurs dans leur ensemble. En termes bruts, les émissions de titres hors catégorie investissement ont été les plus touchées (graphique 2, cadre de gauche). Après avoir progressé en moyenne de 11 % en glissement annuel ces deux dernières années, elles sont tombées à pratiquement un cinquième du volume enregistré le trimestre précédent, ramenant la croissance en glissement annuel à -10 %. D'un trimestre sur l'autre, elles ont chuté de \$10 milliards à \$1 milliard aux États-Unis et de \$11 milliards à \$3 milliards dans la zone euro.

Cela étant, certains titres d'excellente qualité ont, eux aussi, été touchés par les turbulences sur les marchés de la dette. Les émissions d'obligations sécurisées – titres d'établissements financiers garantis par des prêts hypothécaires ou par des titres de dette du secteur public, généralement considérés comme quasiment exempts de risque de crédit – ont fortement ralenti durant la deuxième moitié du troisième trimestre (graphique 2, cadre de droite). En septembre, les annonces ont inscrit le plus bas niveau (\$27 milliards) pour ce mois depuis 2004. C'est en Espagne surtout que les émissions d'obligations sécurisées ont ralenti, s'établissant à \$5 milliards, soit une progression négative de -8 % d'une année sur l'autre, de sorte que le troisième trimestre y a été le plus morose depuis 2003.

Ce sont les emprunts du secteur privé non financier qui ont le moins ralenti, avec un rythme d'accroissement pratiquement inchangé. Parmi les opérations notables qui ont reçu un accueil favorable figurait l'émission de l'entreprise américaine Johnson & Johnson, annoncée le 13 août, portant sur une obligation à 5 ans notée AAA assortie d'une prime de 62 pb par rapport à la référence ; la demande a été suffisante pour justifier une hausse du volume initial de \$100 millions. Certaines entreprises moins bien notées ont même réussi à obtenir les primes habituelles. La prime de l'obligation 10 ans notée

BBB+ annoncée par Comcast le 20 août s'est établie à 170 pb, soit seulement quelque 10 pb de plus que la prime moyenne pour ce type de titre.

## Marchés dérivés

### *Marchés organisés*

Sur les marchés dérivés organisés, les perturbations des marchés financiers ont entraîné le plus fort volume de négoce jamais observé. Il a été particulièrement élevé dans le compartiment des taux courts, progressant de 31 % au troisième trimestre<sup>2</sup>. Les contrats sur indice boursier et sur devise ont également enregistré une vive expansion (respectivement +19 % et +18 %), alors que les contrats sur titres d'État ont évolué plus modérément (+8 %). Entre juillet et septembre, le volume total de dérivés – sur taux, indice boursier et devise – a augmenté de 27 %, à \$681 000 milliards, après être resté stable le trimestre précédent. En glissement annuel, il s'est accru de 46 %, contre 11 % au deuxième trimestre.

Forte augmentation du volume de négoce des contrats à terme et options...

Si le volume des contrats à terme et options sur taux courts a fait un bond, l'activité a diminué sur d'autres compartiments du marché monétaire. Le négoce de dérivés sur instruments monétaires a augmenté dans plusieurs monnaies – livre sterling (+47 %), euro (+43 %), et dollar EU (+28 %) –, tandis que la prime entre les taux interbancaires à 3 mois et les taux rémunérant les swaps jour le jour indiciels (OIS, *overnight index swap*) – indicateur des tensions sur le marché monétaire – s'est élargie en août (graphique 3). En septembre, l'activité s'est ralentie en dollars EU et en euros mais a continué de progresser en livres sterling. Les contrats du marché monétaire avaient connu des pics analogues lors de précédents épisodes de tensions sur les marchés. Ainsi, les contrats à terme et options en eurodollars avaient fait un bond de 241 % entre août et septembre 1998, quand la quasi-faillite d'un important fond spéculatif avait déclenché de graves difficultés.

...surtout des contrats du marché monétaire

On ne sait pas précisément comment les turbulences financières se traduisent par un fort volume de négoce sur les marchés de dérivés organisés. En août dernier, il est probable que les besoins de couverture des banques, contraintes de se financer sur le marché au jour le jour, en raison du tarissement de la liquidité sur les segments comparativement plus longs du marché monétaire, ont joué un rôle. Cette hypothèse est corroborée par le fait que, en août, le volume des dérivés sur fonds fédéraux a progressé davantage (+158 % d'un mois sur l'autre) que celui des contrats sur taux à 3 mois de l'eurodollar (+65 %). Il est possible également que les intervenants aient, en partie, délaissé le marché au comptant ou le gré à gré au profit des marchés organisés, soit parce que le risque de contrepartie y est jugé moindre en raison de l'existence d'une contrepartie centrale, soit parce qu'il y règne une plus grande transparence.

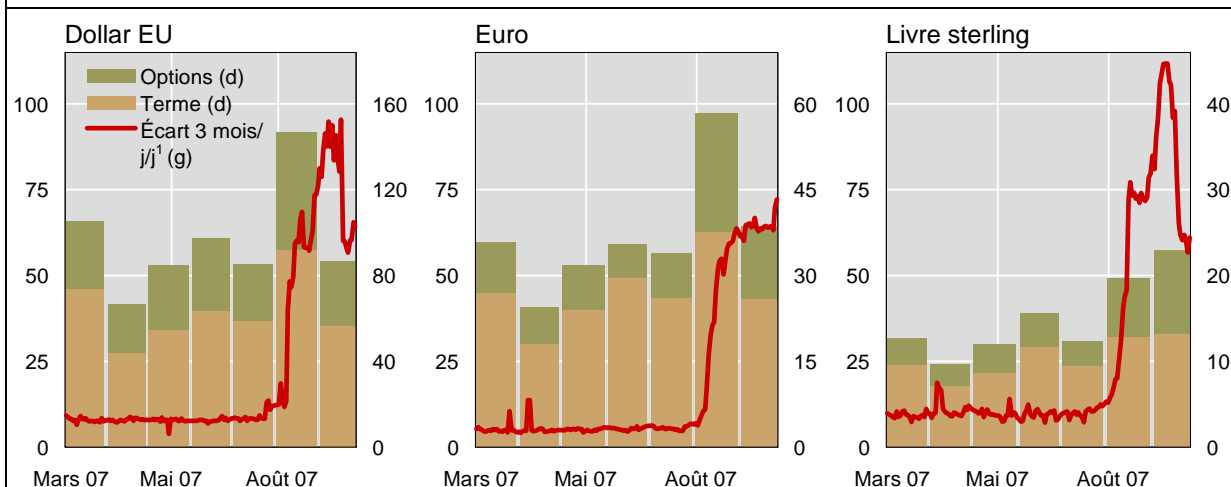
Causes potentielles

---

<sup>2</sup> Sauf indication contraire, les taux de progression cités dans la section Marchés dérivés rendent compte de l'évolution par rapport au trimestre précédent.

## Contrats sur taux à court terme

Données mensuelles, en milliers de milliards de dollars EU



<sup>1</sup> Écart entre taux interbancaire 3 mois (États-Unis : Libor eurodollar ; zone euro : Euribor ; Royaume-Uni : Libor) et taux des swaps jour le jour indiciels (OIS) de même échéance (zone euro : EONIA) ; en pb.

Sources : Bloomberg ; FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Graphique 3

Vive progression des contrats sur le yen

Les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont également influé sur le compartiment des devises, où le volume s'est accru de 18 %, à \$6 000 milliards. Cette augmentation est essentiellement due aux contrats sur le yen (+55 %) et le franc suisse (+24 %). Si elle a coïncidé avec les dénouements à grande échelle d'opérations de portage en août et septembre, l'expansion enregistrée n'a atteint cette ampleur dans aucune des principales monnaies cibles : ainsi, pour le dollar australien, la livre sterling, le real brésilien et le dollar néo-zélandais, elle n'a été que de 17 %, 12 %, 9 % et 3 %, respectivement<sup>3</sup>.

Dynamisme du négoce sur produits de base

La vive progression des marchés organisés chinois a dynamisé le négoce sur produits de base au troisième trimestre. Dans ce compartiment, le nombre de contrats négociés (les montants notionnels ne sont pas disponibles) s'est accru de 26 %, grâce à la rapide expansion de l'activité sur denrées agricoles (+53 %). Le négoce a augmenté de 10 % dans le compartiment des métaux précieux, et il est demeuré à peu près stable dans ceux des métaux non précieux et de l'énergie. L'essor du négoce sur denrées agricoles a été presque exclusivement le fait des contrats des marchés organisés chinois, lesquels portent généralement sur des volumes bien inférieurs à ceux négociés sur le Chicago Board of Trade (*Rapport trimestriel BRI*, mars 2007, p. 11).

### Marchés de gré à gré

Étude triennale et statistiques sur les dérivés de gré à gré

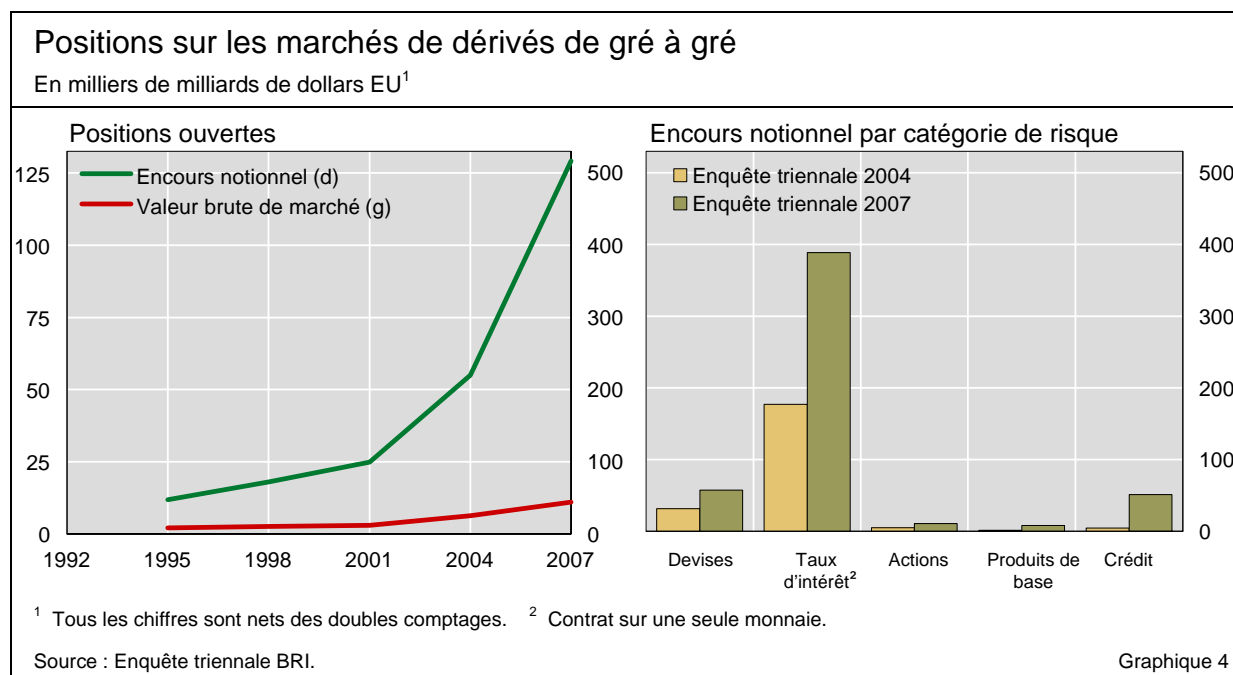
En novembre, la BRI a publié les dernières statistiques sur les positions sur les dérivés de gré à gré. Ces statistiques incluent les résultats de la deuxième partie de l'enquête triennale sur les marchés des changes et dérivés ainsi que

<sup>3</sup> Se reporter à G. Galati *et al.*, « Mise en évidence du *carry trade* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2007, qui montre comment les données disponibles peuvent être utilisées évaluer le volume des positions de *carry trade*.

l'enquête semestrielle sur les dérivés de gré à gré<sup>4</sup>. Les deux enquêtes suivent le même modèle mais ont une couverture différente. L'enquête triennale, plus complète, donne des renseignements sur les instruments non recensés dans l'enquête semestrielle, en particulier les dérivés de crédit autres que les contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDE). Elle vise, en outre, les intervenants de 47 juridictions, alors que l'enquête semestrielle rassemble les données des principaux opérateurs des pays du G 10 et de la Suisse.

Les positions sur les dérivés de gré à gré ont vivement progressé depuis la dernière enquête triennale (2004). Fin juin 2007, l'encours notionnel pour ces instruments s'inscrivait à \$516 000 milliards, en hausse de 135 % par rapport à 2004 (graphique 4), ce qui correspond à un taux de croissance annuel composé de 33 %, soit plus que la moyenne annuelle (quelque 25 %) enregistrée depuis que la BRI a commencé à recenser les positions sur dérivés de gré à gré, en 1995<sup>5</sup>. L'encours notionnel renseigne sur la structure du gré à gré mais ne saurait constituer un indicateur du degré de risque des positions sur dérivés. Entre 2004 et fin juin 2007, les valeurs brutes de marché, qui représentent le coût de remplacement – à la valeur de marché – de toutes les positions ouvertes, ont augmenté de 74 %, à \$11 000 milliards.

Faits nouveaux survenus depuis la dernière enquête triennale publiée en 2004



<sup>4</sup> Pour un examen de la méthodologie des deux enquêtes, se reporter à la publication de novembre 2007, disponible en anglais sur [www.bis.org/publ/otc\\_hy0711.htm](http://www.bis.org/publ/otc_hy0711.htm).

<sup>5</sup> L'enquête de 1995 ne visait que les dérivés de gré à gré sur devise et sur taux. Toutefois, d'autres sources semblent indiquer que les positions dans d'autres catégories de risque étaient relativement peu importantes à l'époque. Le biais résultant de l'insuffisance de la couverture est donc probablement limité.

## Encadré 1 : Marchés dérivés de gré à gré

Le présent encadré examine l'évolution du volume des transactions sur dérivés de gré à gré, sur la base de la dernière enquête triennale sur les marchés des changes et dérivés d'avril 2007 ([www.bis.org/triennial.htm](http://www.bis.org/triennial.htm)). L'évolution sur les changes fait l'objet d'une analyse plus approfondie dans une étude du présent *Rapport trimestriel*, intitulée « What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey ».

Entre 2004 et 2007, l'activité sur le marché dérivé de gré à gré a poursuivi sa vive expansion. En avril 2007, le volume journalier moyen des transactions sur le marché monétaire et le marché non traditionnel des changes a atteint \$2 090 milliards, en hausse de 71 % par rapport à l'enquête de 2004 (tableau), soit un taux de croissance annuel composé de 20 %, resté constant depuis que la partie dérivés a été incorporée à l'enquête triennale, en 1995.

La progression a été particulièrement marquée dans le compartiment des devises, où le volume journalier moyen de swaps taux/devises et d'options de change s'est accru de 108 %, pour s'établir à \$292 milliards en avril 2007, soit davantage que les instruments dits « traditionnels » comme les contrats au comptant, à terme et de devises (+71 %). Si les options sont restées le principal instrument de change « non traditionnel » sur le gré à gré, représentant un peu moins des trois quarts du volume total, ce sont les swaps taux/devises qui ont enregistré la plus rapide expansion (+279 %), avec un volume atteignant \$80 milliards. Des opérations de couverture des obligations en devises pourrait, en partie, expliquer ce phénomène : en avril 2007, un gros volume d'obligations libellées en dollars EU a été émis par des non-résidents, dont certains ont peut-être réalisé des opérations de couverture sur le marché des swaps.

L'expansion a été plus modérée sur le compartiment des taux, où le volume journalier moyen s'est accru de 65 %, à \$1 686 milliards. Avec une part de 39 %, l'euro a continué de dominer, même si l'écart avec le dollar EU (dont la part a atteint 32 %) a diminué. La part combinée de l'euro et du dollar a cependant perdu près de 10 points de pourcentage depuis l'enquête 2004, du fait de l'accroissement de l'activité dans plusieurs autres monnaies. Ainsi, le volume journalier moyen des dérivés sur taux en livres sterling a augmenté de 91 %, contre 42 % et 53 %, respectivement, pour les segments de l'euro et du dollar. Les contrats en yens ont quasiment triplé, portant la part de la monnaie japonaise à plus de 8 % du volume total, contre 4,5 % en 2004. Dans une certaine mesure, cette dernière tendance résulte d'un processus de rattrapage, l'activité sur le marché du yen ayant été freinée durant plusieurs années par le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau.

### Activité mondiale sur les dérivés de gré à gré, par instrument<sup>1</sup>

Volume journalier moyen en avril, en milliards de dollars EU

Instrument	1998	2001	2004	2007
<b>A. Instruments sur devise</b>	<b>97</b>	<b>67</b>	<b>140</b>	<b>291</b>
Swaps de devises	10	7	21	80
Options	87	60	117	212
Autres	0	0	2	0
<b>B. Instruments sur taux<sup>2</sup></b>	<b>265</b>	<b>489</b>	<b>1 025</b>	<b>1 686</b>
Contrats à terme	74	129	233	258
Swaps	155	331	621	1 210
Options	36	29	171	215
Autres	0	0	0	1
<b>C. Lacunes dans les déclarations (estimation)</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>55</b>	<b>113</b>
<b>D. Total</b>	<b>375</b>	<b>575</b>	<b>1 220</b>	<b>2 090</b>

<sup>1</sup> Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières. <sup>2</sup> Uniquement contrats sur taux ne portant que sur une monnaie.

Ces trois dernières années, les grandes catégories de risque ont toutes vivement progressé, et plus particulièrement le segment du risque de crédit. Fin juin 2007, les positions sur dérivés de crédit s'établissaient à \$51 000 milliards, contre moins de \$5 000 milliards dans l'enquête de 2004. Dans cette catégorie, les CDE sont de loin l'instrument dominant (88 %).

Pour mesurer le niveau de couverture des données semestrielles une évaluation comparative avec l'enquête triennale a été effectuée. Il en ressort que les 55 courtiers déclarants qui participent aux enquêtes semestrielles représentent 88 % du total des positions dans ce segment, ce qui tient au fait que les opérations sur dérivés de gré à gré se font généralement entre une grande banque ou une maison de titres et un client<sup>6</sup>. La couverture de l'enquête semestrielle est la plus faible pour les contrats sur indice boursier et devise, où les établissements qui déclarent périodiquement leurs positions représentent environ 85 % du total, contre 94 % pour les CDE.

Selon les dernières statistiques semestrielles, l'encours de dérivés de gré à gré a augmenté au premier semestre 2007, avant les perturbations qui ont frappé les marchés financiers à partir du mois d'août. En termes notionnels, il s'est accru de 25 % dans l'ensemble des segments du gré à gré entre janvier et juin, après une hausse de 12 % au deuxième semestre 2006. L'activité s'est accélérée pour toutes les catégories de risques, à l'exception peut-être des produits de base<sup>7</sup>, même si, une fois de plus, les CDE enregistrent la progression la plus forte (+49 %).

Faits nouveaux  
survenus au  
premier semestre  
2007

## Marché bancaire

### *Statistiques bancaires territoriales*

Au **deuxième trimestre 2007**, l'activité bancaire internationale a renoué avec un rythme plus modéré, après la vive expansion du premier trimestre. Les créances transfrontières ont augmenté de \$1 300 milliards, pour s'établir à \$30 000 milliards, s'inscrivant en hausse de 22 % d'une année sur l'autre. Les créances sur la clientèle non bancaire ont continué de progresser régulièrement (+23 % en glissement annuel), la modération tenant exclusivement à l'interbancaire. Le dollar EU a pris la part la plus importante dans cette expansion (47 %), suivi de l'euro (30 %) et du yen (10 %). Les créances en francs suisses et en livres sterling n'ont quasiment pas varié, après une augmentation exceptionnelle pour la livre sterling au trimestre précédent.

L'activité bancaire  
revient à plus de  
modération

Le vif essor des crédits au secteur non bancaire s'est poursuivi. Les créances transfrontières se sont accrues de \$594 milliards, progression analogue aux deux trimestres précédents (+23 % en glissement annuel) et ont

Les prêts au  
secteur privé  
non bancaire  
poursuivent  
leur essor

<sup>6</sup> Naturellement, ce constat ne tient pas compte de l'existence possible de contrats passés entre des établissements qui ne participent pas à l'enquête triennale. À en croire les intervenants, de telles positions représentent sans doute un volume extrêmement faible par rapport à celles recensées par les deux enquêtes.

<sup>7</sup> Le vif essor des contrats sur produits de base au second semestre 2006 tient probablement aux substantielles révisions de l'encours fin 2006.



Les crédits bancaires aux économies émergentes inscrivent des records...

pris essentiellement la forme de prêts. De ce fait, la part des titres de dette dans l'encours total des créances sur le secteur non bancaire est tombée en deçà de 38 %, contre 43 % fin 2005. Ces crédits ont surtout été destinés aux États-Unis (\$177 milliards), à la zone euro (\$132 milliards) et aux économies émergentes (\$106 milliards).

Les économies émergentes ont reçu un volume sans précédent de crédits bancaires, en hausse de \$201 milliards, dépassant nettement le record du premier trimestre 2007, tandis que les dépôts auprès des banques déclarantes BRI sont tombés en deçà de \$100 milliards pour la première fois depuis un an. En conséquence, les économies émergentes ont, sur le trimestre, attiré \$104 milliards de flux bancaires nets, dont la moitié est allée à la seule Europe émergente. L'Afrique et le Moyen-Orient ont également drainé un montant record (\$32 milliards), les entrées n'étant pas, pour une fois, annulées par les sorties sous forme de dépôts. Seule région où les dépôts (\$28 milliards) ont dépassé les entrées, l'Amérique latine a enregistré une sortie nette de \$4 milliards.

Dans l'Asie émergente, les entrées nettes (\$22 milliards) s'expliquent par une augmentation des entrées et des sorties (respectivement \$73 milliards et \$50 milliards). La Chine a attiré \$17 milliards de créances nettes, sans guère de variation des dépôts. Les résidents de la Corée ont obtenu \$16 milliards, en partie en réduisant leurs dépôts de \$5 milliards. L'expansion des créances sur la Corée a quelque peu fléchi, revenant à 40 % en glissement annuel (contre 63 % le trimestre précédent), sous l'effet des mesures prises par les autorités coréennes afin de freiner l'accumulation de créances des établissements étrangers sur leurs filiales.

Certaines banques centrales du monde émergent ont réagi aux importantes entrées de capitaux en consolidant leurs réserves. Au premier semestre 2007, les autorités monétaires officielles ont placé un montant de \$161 milliards auprès des banques déclarantes BRI, accroissant ainsi leurs avoirs de 14 %. Au deuxième trimestre (contrairement au premier), les dépôts étaient presque exclusivement en dollars EU, portant la part de la monnaie américaine de 53 % à 55 %. Cela étant, la part du dollar EU reste en deçà des 65 % cités dans les statistiques sur les réserves de change officielles globales<sup>8</sup>. (Pour une analyse du rôle des dépôts extraterritoriaux dans la gestion des réserves de change officielles, se reporter à l'encadré 2.)

Les prêts bancaires transfrontières à l'Europe émergente ont fortement progressé ces cinq dernières années (graphique 5). Les créances totales des banques déclarantes BRI sur la région s'établissent actuellement à

---

<sup>8</sup> Les statistiques du FMI sur les réserves de change officielles (COFER) indiquent que le total des réserves dont la composition par monnaie est recensée s'établit à \$3 650 milliards, dont \$2 370 milliards en dollars EU (données préliminaires pour le deuxième trimestre 2007). Les engagements des banques déclarantes BRI vis-à-vis des institutions monétaires officielles dont la composition par monnaie est répertoriée se chiffrent à \$1 300 milliards, dont \$714 millions sont libellés en dollars, et \$381 milliards, en euros.

## Encadré 2 : Évolution de la composition par instrument des avoirs officiels en dollars EU

*Robert N. McCauley*

La création de China Investment Corporation, fonds chargé d'investir une partie des réserves de la Chine, a augmenté l'intérêt porté aux choix opérés par les investisseurs officiels en matière de catégories d'actifs. Le présent encadré examine, à l'échelle mondiale, l'évolution récente de la composition des placements officiels par instrument en dollars EU. La comparaison avec mi-2006 de ces investissements à mi-2004 montre que plusieurs tendances ont persisté : réorientation vers des instruments à long terme et remplacement des obligations du Trésor EU par des titres d'agences fédérales et, dans une moindre mesure, par des obligations d'entreprise<sup>®</sup>. Dans le même temps, les avoirs officiels en actions aux États-Unis n'ont pas beaucoup augmenté. La quête de rendement et la prise de risque accrue qui va de pair avec elle restent, pour les investisseurs officiels, un processus graduel qui, pour l'heure, est largement confiné aux instruments obligataires, du moins pour ce qui est des avoirs en dollars.

La réorientation des portefeuilles officiels au profit de placements à plus longue échéance, qui avait commencé avec le redressement mondial de l'obligataire dans les années 1980, se poursuit sur la présente décennie. Entre mi-2004 et mi-2006, la part des titres à long terme dans les placements identifiés est passée de 60,6 % à 69,0 %. La pratique des gestionnaires de réserves officielles consistant à acheter des titres dont la durée résiduelle est inférieure à un an signifie certes qu'un recensement des réserves par échéance initiale risque de surestimer la préférence pour des durées comparativement plus longues ; il reste que la part des titres à long terme est passée, durant la même période, de 51,7 % à 58,9 % sur la base de la durée résiduelle aussi.

Indépendamment de cette tendance à privilégier les placements de plus longue durée, la part des valeurs du Trésor dans les avoirs officiels a baissé, revenant de 52,3 % à 46,9 %, au profit des titres d'agences fédérales et, dans une moindre mesure, des obligations d'entreprise. Si les placements non identifiés de titres à long terme en eurodollars étaient pris en compte, la part des obligations du Trésor serait probablement inférieure à 40 % et pourrait même n'être que d'un tiers. En revanche, les avoirs officiels en titres d'agences à long terme ont plus que doublé ces deux dernières années. Leur part dans le portefeuille identifié est passée de 9,6 % à 15,8 %, et celle des obligations d'entreprise de 2 % à 3 %. Dans cette dernière catégorie figurent pour \$30 milliards de titres adossés à des actifs d'entreprise détenus à mi-2006, dont peut-être des titres garantis par des hypothèques qui n'ont pas satisfait aux normes des agences paragouvernementales de prêts hypothécaires.

Depuis mi-2006, la préférence donnée aux titres d'agences au détriment des valeurs du Trésor s'est accentuée. Bien qu'elles puissent sous-estimer les achats officiels ultérieurement pris en compte dans les enquêtes sur les titres, les données mensuelles en termes de flux attestent d'une telle intensification de la tendance. Les achats cumulés jusqu'en août 2007 de valeurs du Trésor EU à coupon s'élevaient à \$50 milliards, tandis que ceux de titres d'agences (corrigés des remboursements estimés du principal sur les titres adossés à des actifs d'agence) totalisaient plus de \$125 milliards. Sur les marchés sous tension d'août 2007, les ventes officielles déclarées se sont établies à \$30 milliards, même si les achats officiels de titres d'agences sont restés positifs (à \$2 milliards). Il se peut que les achats cumulés de billets de société ne soient pas bien inférieurs à ceux de valeurs du Trésor.

Compte tenu de l'ampleur du débat suscité par une éventuelle réorientation des réserves officielles étrangères au profit des actions, il est surprenant de constater que les placements officiels identifiés en actions américaines ont assez peu augmenté finalement. Certes, la part des actions a progressé, de 6 % à 7 %, mais l'appréciation des cours peut, à elle seule, expliquer cette hausse. Depuis mi-2006, les achats cumulés d'actions par les investisseurs officiels sont proches de zéro.

Il convient de reconnaître les limites des données disponibles, constituées essentiellement des statistiques Treasury International Capital recueillies par la Réserve fédérale et le Trésor, d'une part, et des statistiques BRI sur les dépôts officiels en eurodollars, d'autre part. Or, on sait qu'aucun de ces deux systèmes n'est capable de recenser l'ensemble des placements officiels. En outre, comme précisé ci-avant, ni l'un ni l'autre ne couvrent les placements en titres détenus hors des États-Unis par des investisseurs officiels, dont un grand nombre d'obligations bien notées de signatures hors États-Unis ayant la préférence des investisseurs officiels. Enfin, la définition que donne le Trésor des États-Unis du terme « officiel » recouvre nombre de fonds souverains non inclus dans les réserves officielles déclarées au FMI, de sorte que les réserves en dollars communiquées au FMI ne sont pas strictement comparables.

Néanmoins, les données rendent compte d'un volume suffisant de réserves officielles mondiales en dollars pour permettre de formuler plusieurs observations. La réorientation vers des placements à long terme est évidente malgré les limites déjà évoquées, et elle le serait sans doute davantage encore si les titres à long terme en dollars détenus hors des États-Unis étaient pris en compte. Les mêmes remarques valent concernant la préférence donnée aux titres d'agences et obligations d'entreprise au détriment des titres du Trésor EU. Enfin, les placements officiels identifiés en actions américaines ne traduisent pas, pour l'heure, une augmentation notable de l'appétence des investisseurs officiels pour le rendement et le risque.

### Avoirs officiels en dollars EU, par instrument

En milliards de dollars EU et en %

	Court terme	Long terme <sup>1</sup>	Total	Court terme	Long terme <sup>1</sup>	Total
	Fin juin 2004			Fin juin 2006		
Titres du Trésor	249	923	1 172	188	1 213	1 401
Autres instruments	635	434	1 069	803	846	1 649
Pensions et dépôts aux États-Unis	141			195		
Papier commercial et certificats de dépôt aux États-Unis	93			125		
Dépôts sur l'euromarché	401	37		483	62	
Titres d'agences		216			473	
Obligations d'entreprise		47			96	
Actions		134			215	
Total	884 (39,4)	1 357 (60,6)	2 241 (100)	991 (32,5)	2 059 (67,5)	3 050 (100)
<i>Pour mémoire : Part des titres du Trésor EU dans les actifs identifiés de l'échéance indiquée</i>	28,2	68,0	52,3	19,7	59,4	45,9
<i>Total des réserves en dollars EU déclarées au FMI</i>			1 643			1 999

<sup>1</sup> Définis selon la durée initiale. Sur la base de l'échéance résiduelle, la part des titres se situait à 51,7 % à fin juin 2004 et 59,6 % à fin juin 2006.

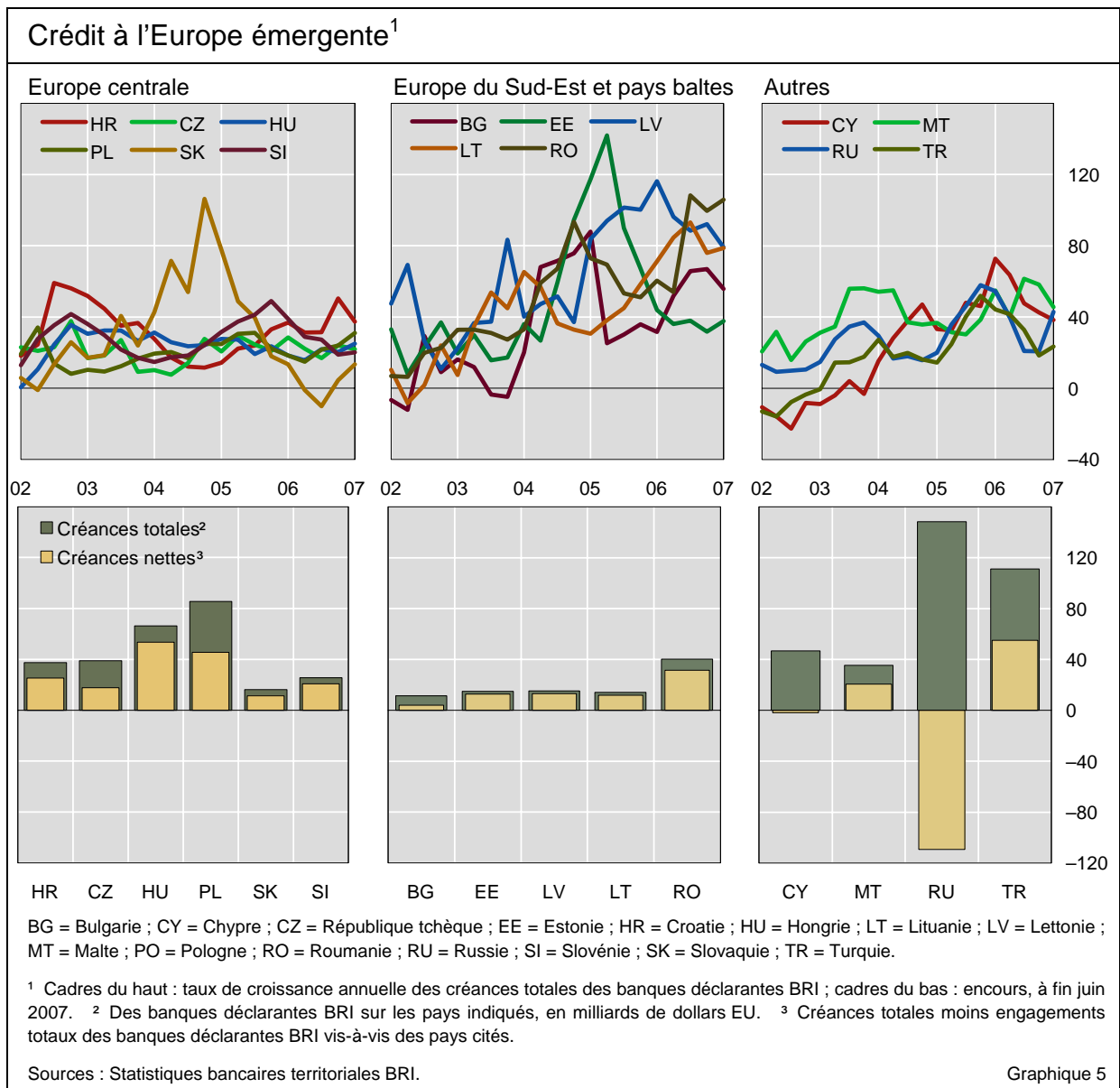
Sources : Trésor EU, Banque de Réserve fédérale de New York et Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, *Report on foreign portfolio holdings of US securities as of June 30, 2004* (2006) and *at end-June 2006* (May 2007), pour les titres du Trésor EU et des agences, les obligations d'entreprise et les actions ; BEA, *International Transactions*, Tableau 4 (ou *US Treasury Bulletin*, Tableaux CM-I-2 et IFS-2) pour les dépôts et les titres du marché monétaire aux États-Unis ; *Rapport trimestriel BRI*, tableau 5 C, données SDDS du Japon, juin 2004 et 2006, et *Rapport annuel BRI*, pour une estimation des dépôts en eurodollars. La définition par le Trésor EU du terme "établissements officiels", et notamment « fonds publics d'investissement nationaux », est peut-être plus large que celles qu'en donnent la BRI et le FMI (page 10). Données FMI tirées de l'enquête COFER.

...grâce à la rapide expansion des prêts à l'Europe émergente

\$727 milliards, en hausse de 39 % d'une année sur l'autre<sup>9</sup>. C'est sur la Russie et la Turquie, les deux principales économies de la région, que l'encours est le plus élevé. Toutefois, compte tenu du fait que la région détient aussi d'importants dépôts, les créances nettes des banques sont beaucoup plus faibles (\$189 milliards). Cette différence est en grande partie imputable aux dépôts de la Russie (\$258 milliards).

<sup>9</sup> Ce chiffre est basé sur les créances bancaires transfrontières sur les pays d'Europe orientale, dont la Russie, la Turquie et la Slovaquie. (Si l'on exclut ces pays, les créances totales se chiffrent à \$464 milliards.) Les créances étrangères sont plus importantes encore (\$1 171 milliards, selon les statistiques bancaires consolidées BRI), parce qu'elles incluent les créances locales des banques étrangères. La région dans son ensemble présente une forte proportion de capitaux étrangers.

Si l'Europe émergente présente une grande diversité en raison de spécificités nationales, certaines observations générales valent au niveau sous-régional<sup>10</sup>. Les pays d'Europe centrale (graphique 5, cadres de gauche) ont un endettement plus lourd vis-à-vis des banques internationales que ceux d'Europe du Sud-Est, en partie du fait d'une financiarisation plus ancienne. En revanche, les États baltes et les pays d'Europe du Sud-Est attirent des crédits étrangers à un rythme plus soutenu, avec un niveau de départ plus bas cependant (graphique 5, cadres du milieu). Fin juin 2007, la progression des crédits transfrontières à ce groupe variait entre 40 et 100 % par an, ce qui s'explique notamment par la récente adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie à l'UE, la stabilité du change due aux caisses d'émission (États baltes et Bulgarie) et, dans certains cas, l'émigration temporaire qui donne lieu à des transferts de fonds.



<sup>10</sup> Il convient de considérer Chypre et Malte à part en raison de leur rôle d'entrepôt bancaire.

### Statistiques bancaires consolidées

Expansion tirée par les banques en Allemagne, aux États-Unis et en France

Les statistiques consolidées, qui sont compilées par pays d'origine et compensent les positions intragroupes, font apparaître, au **deuxième trimestre 2007**, une expansion globale des créances étrangères des banques déclarantes, qui atteignent \$31 000 milliards sur la base de l'emprunteur direct (ED) et \$26 000 milliards sur la base du risque ultime (RU)<sup>11</sup>. Pour une large part, l'expansion (ED) tenait aux banques sises en Allemagne (21 %), en France (18 %) et aux États-Unis (16 %), à raison de plus de \$200 milliards de créances dans chaque cas, suivies des banques sises au Japon (7,7 %) et aux Pays-Bas (6,5 %). S'agissant des engagements par signature (RU), les lignes de crédit ont continué de progresser au rythme annuel de 32 %, pour atteindre un encours de \$4 700 milliards. Les créances contingentes se sont toutefois accrues moins vite que les engagements contingents : les garanties ont progressé, essentiellement grâce à des banques aux États-Unis, en Suisse, en France et au Royaume-Uni, au taux annualisé de 77 %, à \$5 700 milliards.

La hausse de l'encours sur les économies émergentes...

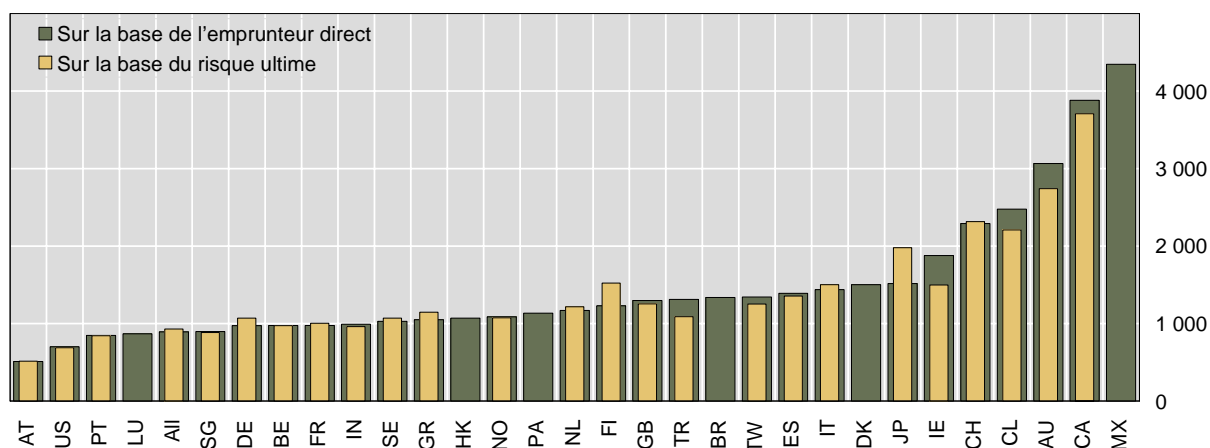
Les importants flux à destination des économies émergentes visibles dans les statistiques territoriales se retrouvent dans la forte hausse des créances étrangères consolidées (plus de +\$300 milliards), dont l'Europe et l'Asie ont reçu un tiers chacune, l'Amérique latine 22 %, l'Afrique et le Moyen-Orient 12 % (ED). La part des économies émergentes dans les portefeuilles des banques déclarantes est passée, en l'espace d'un seul trimestre, de 11,2 % à 11,8 % (ED) – en 2004, cette part se situait à 9,6 % – et de 11 % à 12,5 % (RU). Des 24 pays qui déclarent l'exposition de leurs banques au risque ultime, le Royaume-Uni comptabilise \$507 milliards de créances étrangères sur les économies émergentes, les États-Unis, \$454 milliards, suivis de la France, l'Espagne, l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas et la Suisse, qui ont tous déclaré un montant situé entre \$200 milliards et 300 milliards. En proportion de leur portefeuille de créances étrangères, les banques grecques (71 %) et autrichiennes (49 %) détiennent un encours sur le monde émergent particulièrement important. En comparaison, les banques sises dans les économies émergentes ont des positions relativement faibles envers le reste du monde émergent (12,5 % sur la base de l'emprunteur direct, 14,7 % sur la base du risque ultime)<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Les statistiques consolidées sur la base du risque ultime diffèrent de celles sur la base de l'emprunteur direct en ceci qu'elles tiennent compte des transferts de risque nets résultant des sûretés et garanties. Alors que les données sur la base de l'emprunteur direct sont déclarées par les banques sises dans 30 pays et incluent les positions des banques étrangères résidentes, les données sur la base du risque ultime sont communiquées par des banques sises dans 24 pays.

<sup>12</sup> Les économies émergentes communiquant des statistiques bancaires consolidées sont le Chili, l'Inde, Taïwan (Chine) et la Turquie (sur la base de l'emprunteur direct et du risque ultime) ainsi que le Mexique et le Brésil (sur la base de l'emprunteur direct).

## Portefeuille des banques : concentration des expositions par pays<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Par pays d'origine des banques. Créances étrangères combinées des banques du pays, à fin juin 2007. Dans un premier temps est calculée, par pays déclarant, la part des créances étrangères sur chaque pays, exprimée en pourcentage de la valeur totale des créances étrangères du portefeuille. Dans un second temps, on mesure la concentration par l'indice Herfindahl, défini comme la somme des carrés des parts.

All = ensemble des pays déclarants ; AT = Autriche ; AU = Australie ; BE = Belgique ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; CL = Chili ; DE = Allemagne ; DK = Danemark ; ES = Espagne ; FI = Finlande ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; GR = Grèce ; HK = Hong-Kong RAS ; IE = Irlande ; IN = Inde ; IT = Italie ; JP = Japon ; LU = Luxembourg ; MX = Mexique ; NL = Pays-Bas ; NO = Norvège ; PA = Panama ; PT = Portugal ; SE = Suède ; SG = Singapour ; TR = Turquie ; TW = Taïwan, Chine ; US = États-Unis. Six pays (Brésil, Danemark, Hong-Kong RAS, Luxembourg, Mexique et Panama) ne communiquent pas de statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime.

Sources : Statistiques bancaires internationales consolidées BRI.

Graphique 6

Une forte proportion de créances sur les économies émergentes n'entraîne pas cependant une forte concentration envers un ou plusieurs pays. Le graphique 6 présente un indicateur de la concentration des portefeuilles de banques sises dans 30 pays différents<sup>13</sup>. Le portefeuille des banques grecques et autrichiennes fait apparaître une concentration assez faible par pays, signe d'une diversification de l'encours sur le monde émergent. De même, les banques qui détiennent les plus gros portefeuilles internationaux – à savoir surtout les établissements allemands, britanniques, français, néerlandais, japonais et américains – se caractérisent généralement par une concentration modérée (les banques suisses constituant la principale exception de ce groupe). La concentration semble être plus élevée à l'égard d'un pays voisin, s'il s'agit d'une économie importante. Ainsi, les banques mexicaines et canadiennes investissent respectivement une part de 61 % et 65 % aux États-Unis, et les banques australiennes 47 % en Nouvelle-Zélande.

...ne contribue guère à la concentration des portefeuilles

<sup>13</sup> Cet indicateur reflète la concentration uniquement en termes de valeur des créances affectées à un ou plusieurs pays ; il ne tient aucun compte ni du risque ou ni la notation.