

Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale¹

En coopération 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 : **deuxième trimestre 2009** pour le marché bancaire international ; **troisième trimestre 2009** pour les titres de dette et les marchés organisés de produits dérivés ; **fin juin 2009** pour les dérivés de gré à gré. L'analyse des statistiques BRI est complétée de deux encadrés. Le premier étudie les prêts bancaires en Chine. Le second compare les statistiques BRI sur les dérivés de gré à gré à celles fournies par Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).

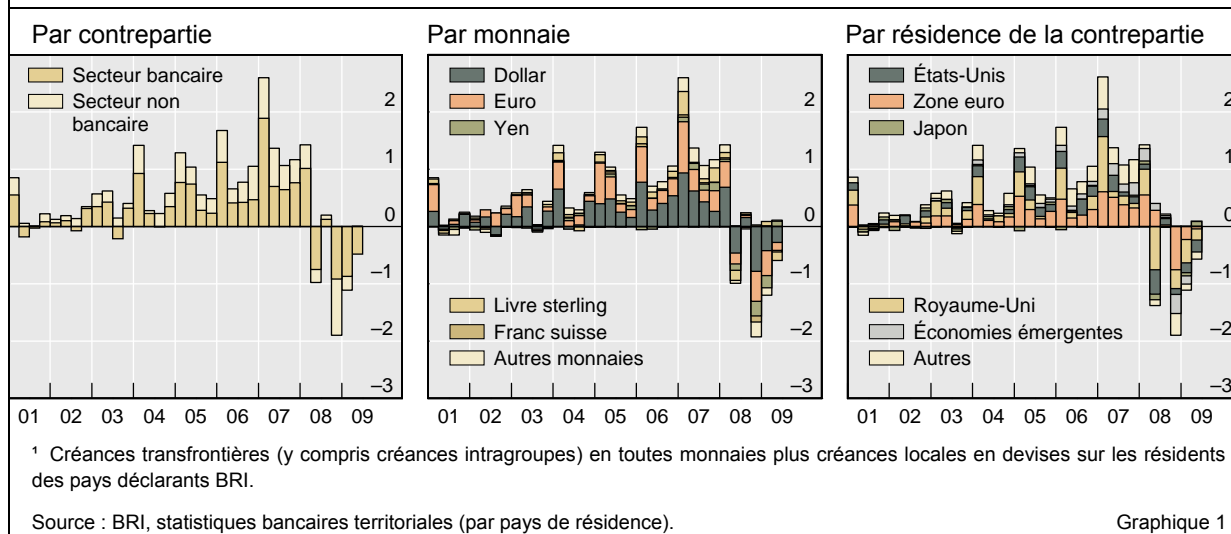
Marché bancaire

Au **deuxième trimestre 2009**, la contraction des bilans internationaux des banques s'est poursuivie, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'au cours des six mois précédents. La baisse du total des créances internationales brutes des banques déclarantes BRI (-\$477 milliards) est bien inférieure à celles des deux trimestres précédents (respectivement -\$1 100 milliards et -\$1 900 milliards), mais reste la quatrième en importance des dix dernières années (graphique 1, cadre de gauche). La contraction des bilans internationaux a été entièrement due à un repli des créances interbancaires (-\$481 milliards). À l'inverse, les créances internationales sur le secteur non bancaire ont un peu augmenté (+\$4 milliards) et les créances transfrontières des banques déclarantes sur les emprunteurs des économies émergentes ont semblé se stabiliser elles aussi. Les positions locales en monnaie locale se sont légèrement contractées, dans de nombreux pays, pour la première fois depuis le début de la crise.

¹ Pour toutes questions concernant les statistiques BRI, s'adresser à Stefan Avdjiev (statistiques bancaires), Jacob Gyntelberg (dérivés) et Christian Upper (titres de dette internationaux).

Créances internationales brutes¹

Variation d'encours ; en milliers de milliards de dollars



Ralentissement de la contraction des bilans internationaux

Une grande partie (58 %) de la contraction d'ensemble des créances internationales a été due à une baisse des positions en dollars (graphique 1, cadre du milieu). Cela étant, le recul de \$278 milliards de ce segment a été bien moindre que ceux des deux trimestres précédents. Les créances interbancaires en dollars ont continué de diminuer (-\$311 milliards), tandis que celles sur le secteur non bancaire ont un peu progressé (+\$34 milliards), après deux trimestres de baisse. Dans le même temps, les créances totales en yens ont augmenté (+\$92 milliards), pour la première fois depuis le troisième trimestre 2008.

Les plus fortes baisses ont été enregistrées vis-à-vis des résidents des États-Unis (-\$211 milliards) et du Royaume-Uni (-\$195 milliards) (graphique 1, cadre de droite). Elles résultent en grande partie, dans les deux cas, de la diminution des créances sur les banques (respectivement -\$219 milliards et -\$167 milliards). Simultanément, les créances sur le secteur non bancaire des États-Unis ont légèrement augmenté (+\$8 milliards), pour la première fois depuis le troisième trimestre 2008. Inversement, celles sur le secteur non bancaire du Royaume-Uni ont reculé (-\$28 milliards), pour le cinquième trimestre consécutif, mais un peu plus lentement qu'aux quatre trimestres précédents.

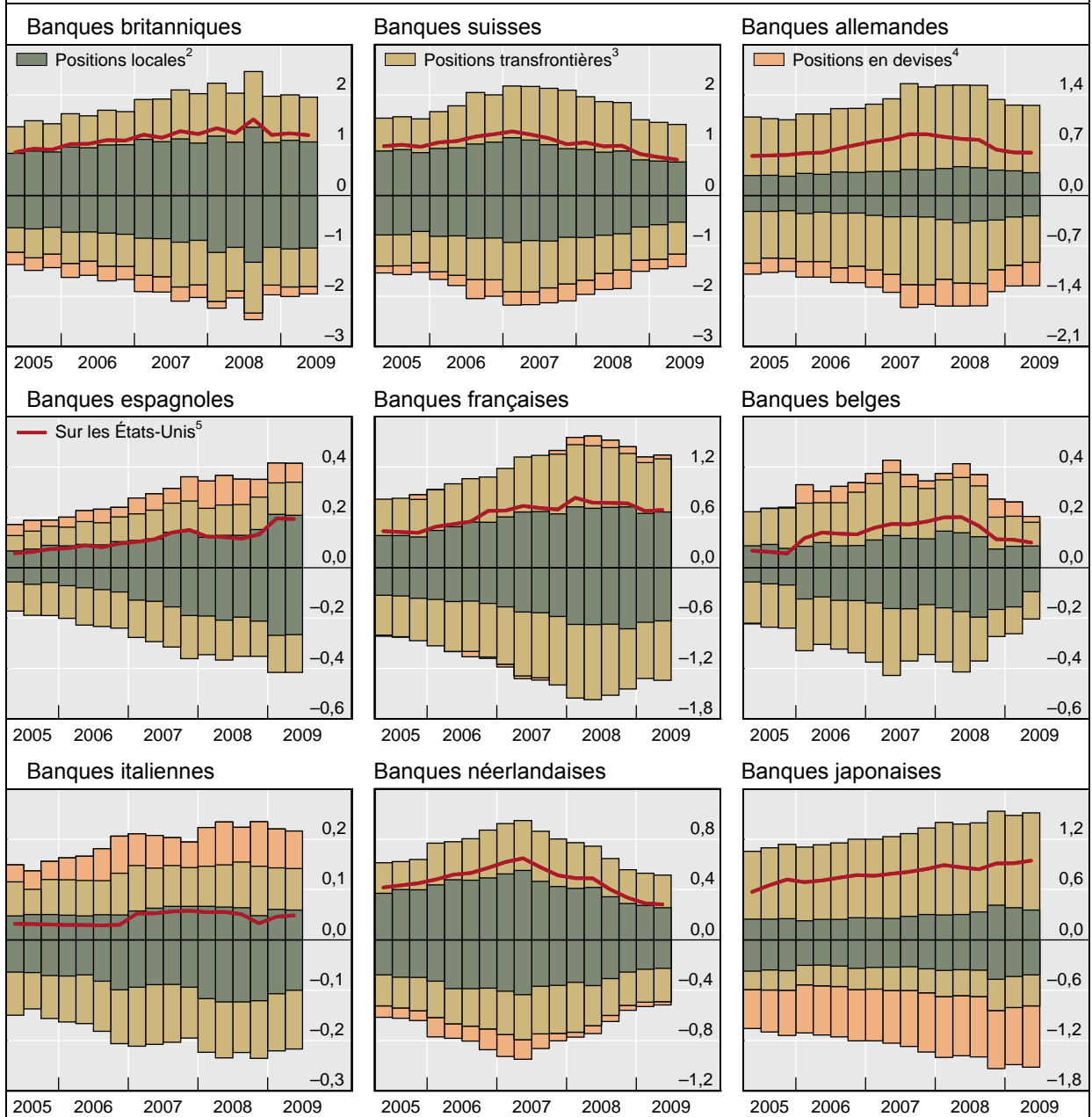
Poursuite de la baisse des créances sur les résidents des États-Unis et du Royaume-Uni

Portefeuilles en dollars des banques non américaines

Les portefeuilles en dollars de nombreuses banques ont beaucoup évolué depuis le déclenchement de la crise (troisième trimestre 2007). Le graphique 2 indique la composition des positions consolidées en dollars de neuf grands systèmes bancaires. La somme des barres empilées positives (négatives) fournit une estimation de la position créditrice (débitrice) totale en dollars de

Positions en dollars sur l'étranger, par résidence de la contrepartie¹

En milliers de milliards de dollars



¹ Barres positives : avoirs ; barres négatives : engagements. ² Positions des établissements locaux envers les résidents. ³ Positions des établissements locaux envers les contreparties résidant dans d'autres juridictions. ⁴ Par rapport à la monnaie de présentation du bilan. Voir *BIS Working Papers* n° 291 pour la méthode d'évaluation. ⁵ Créances étrangères sur les États-Unis (statistiques bancaires consolidées BRI sur la base du risque ultime). Il est présumé que ces créances, pour lesquelles il n'existe pas de ventilation par monnaie, sont libellées en dollars.

Sources : BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct et sur la base du risque ultime) ; BRI, statistiques bancaires territoriales (par nationalité) ; calculs BRI.

Graphique 2

chaque système bancaire². Ensuite, chacune de ces positions est décomposée en positions locales (barres vertes) et transfrontières (barres marron)³. La différence entre avoirs nets et engagements nets d'un système bancaire dans une devise donnée peut servir d'indicateur de ses positions nettes en swaps cambistes dans cette devise (barres orange), en supposant que ses positions de bilan ouvertes en devises sont peu importantes⁴. Il convient de noter que, même si elle n'apparaît pas au bilan, la position nette imputée en swaps cambistes peut être considérée comme un actif ou un passif en dollars, selon que le système bancaire fournit des dollars au marché des swaps cambistes ou lui en emprunte.

Depuis le début de la crise, les systèmes bancaires européens ont enregistré les plus nettes baisses de leurs portefeuilles en dollars. Dans plusieurs cas (banques allemandes, britanniques, néerlandaises et suisses, par exemple), ces systèmes bancaires avaient des positions nettes longues en dollars avant la crise. En général, les créances en dollars des banques non américaines étaient essentiellement vis-à-vis des résidents des États-Unis (graphique 2, lignes rouges) et, plus particulièrement, du secteur privé non bancaire⁵. Globalement, les créances de ces systèmes bancaires sur le secteur privé non bancaire des États-Unis ont baissé de \$968 milliards (soit 15,2 % du total de leurs actifs en dollars) depuis le début de la crise, en raison de dépréciations d'actifs, de ventes de titres et d'un repli des prêts. Simultanément, leurs créances en dollars sur les résidents hors des États-Unis n'ont diminué que de \$241 milliards (soit 3,8 % du total de leurs actifs en dollars). En revanche, les systèmes bancaires qui avaient des positions de bilan nettes courtes en dollars avant le début de la crise (banques belges, espagnoles et italiennes, par exemple) avaient, en tant que groupe, investi une part relativement peu importante de leur portefeuille en dollars dans le secteur privé non bancaire américain⁶. Le total de leurs créances en

Les créances en dollars des banques européennes se réduisent depuis le début de la crise

² Ces estimations sont obtenues en croisant des informations fournies par les statistiques bancaires consolidées BRI (sur la base de l'emprunteur direct) et par les statistiques bancaires territoriales BRI par nationalité. Pour plus de détails sur la méthodologie, voir *BIS Working Papers* n° 291.

³ Les positions locales sont celles qui sont comptabilisées par un établissement d'une banque dans une juridiction donnée vis-à-vis des résidents de cette juridiction ; les positions transfrontières sont celles qui sont comptabilisées par un établissement bancaire dans une juridiction donnée vis-à-vis des résidents d'autres juridictions. Si, par construction, la résidence des contreparties des positions locales est connue, il n'existe pas de ventilation pour la résidence des contreparties des positions transfrontières.

⁴ Un système bancaire ayant une position de bilan nette longue en dollars (c'est-à-dire ayant un actif brut en dollars supérieur à son passif brut en dollars) conclurait des swaps pour se procurer des dollars, tandis qu'un système bancaire ayant la position nette inverse (passif brut en dollars supérieur à son actif brut en dollars) conclurait des swaps pour se défaire des dollars.

⁵ Les créances sur le secteur privé non bancaire américain comprennent les crédits aux entreprises, les prêts aux fonds alternatifs sis aux États-Unis et les portefeuilles de produits structurés émis par des institutions financières américaines non bancaires. Les banques japonaises avaient placé en titres d'État américains une grande partie (29 %, pourcentage le plus élevé de tous les pays déclarants) de leur portefeuille en dollars.

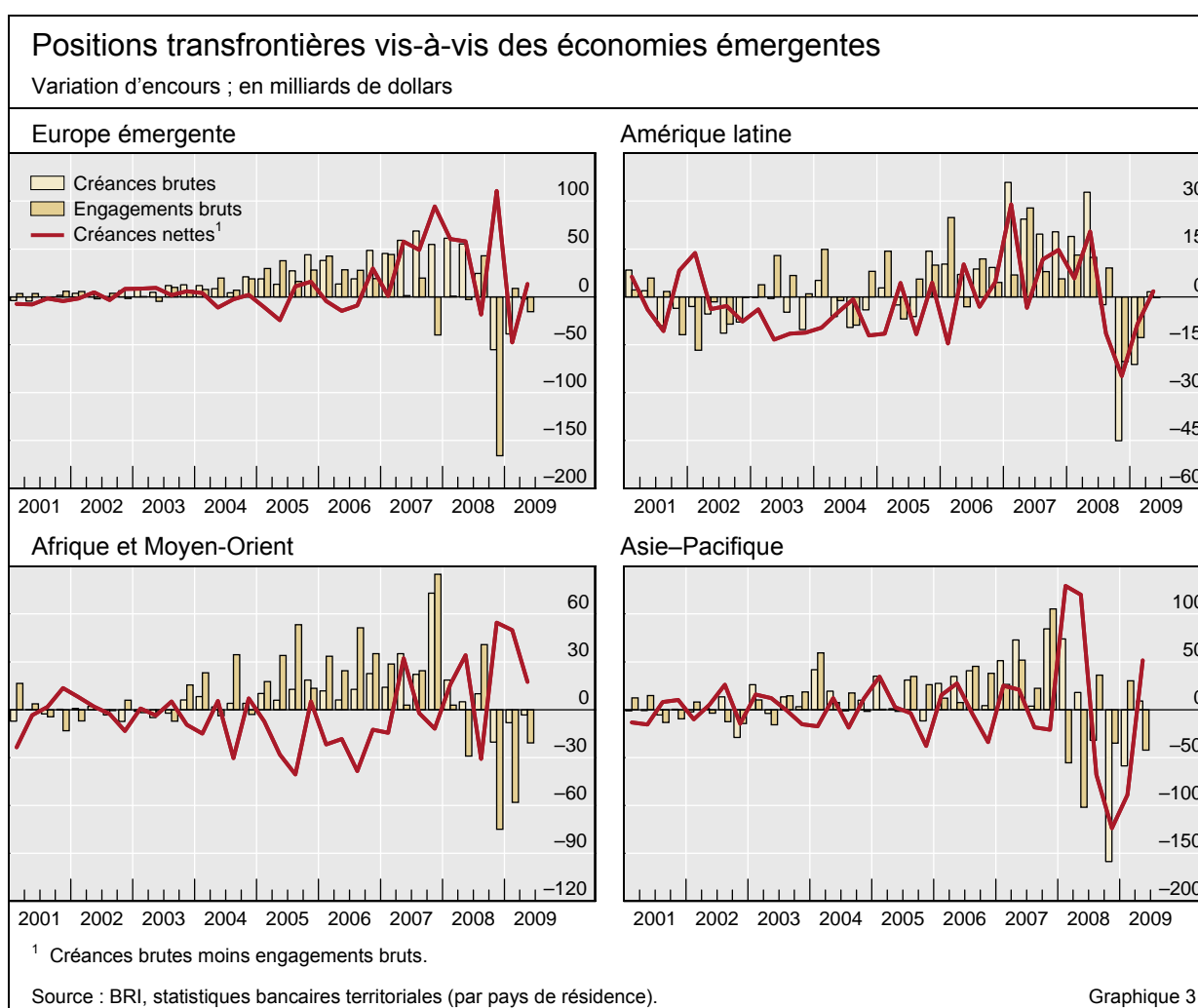
⁶ Pour les systèmes bancaires qui avaient des positions nettes courtes en dollars, la proportion moyenne d'actifs en dollars investis dans le secteur privé non bancaire américain était

dollars est demeuré assez stable pendant la crise ; il s'est même accru dans le cas des établissements espagnols.

Le graphique 2 souligne en outre que les divers systèmes bancaires ne font pas tous appel dans la même proportion aux actifs et passifs transfrontières et aux positions locales. Ainsi, les établissements britanniques et espagnols comptabilisent localement plus de la moitié de leurs créances en dollars. Pour les établissements allemands, italiens et japonais, en revanche, cette proportion n'est que d'environ un quart. Les banques espagnoles et britanniques sont également celles qui dépendent le plus des engagements locaux (respectivement 64 % et 53 %), et leurs homologues allemandes et japonaises le moins (respectivement 23 % et 27 %).

Stabilisation des créances transfrontières dans les économies émergentes

Les créances transfrontières sur les économies émergentes se sont stabilisées au deuxième trimestre 2009, après avoir fortement diminué pendant les six mois précédents (graphique 3). Leur légère progression d'ensemble (+\$5,3 milliards) est la première depuis le troisième trimestre 2008. Les expositions envers les

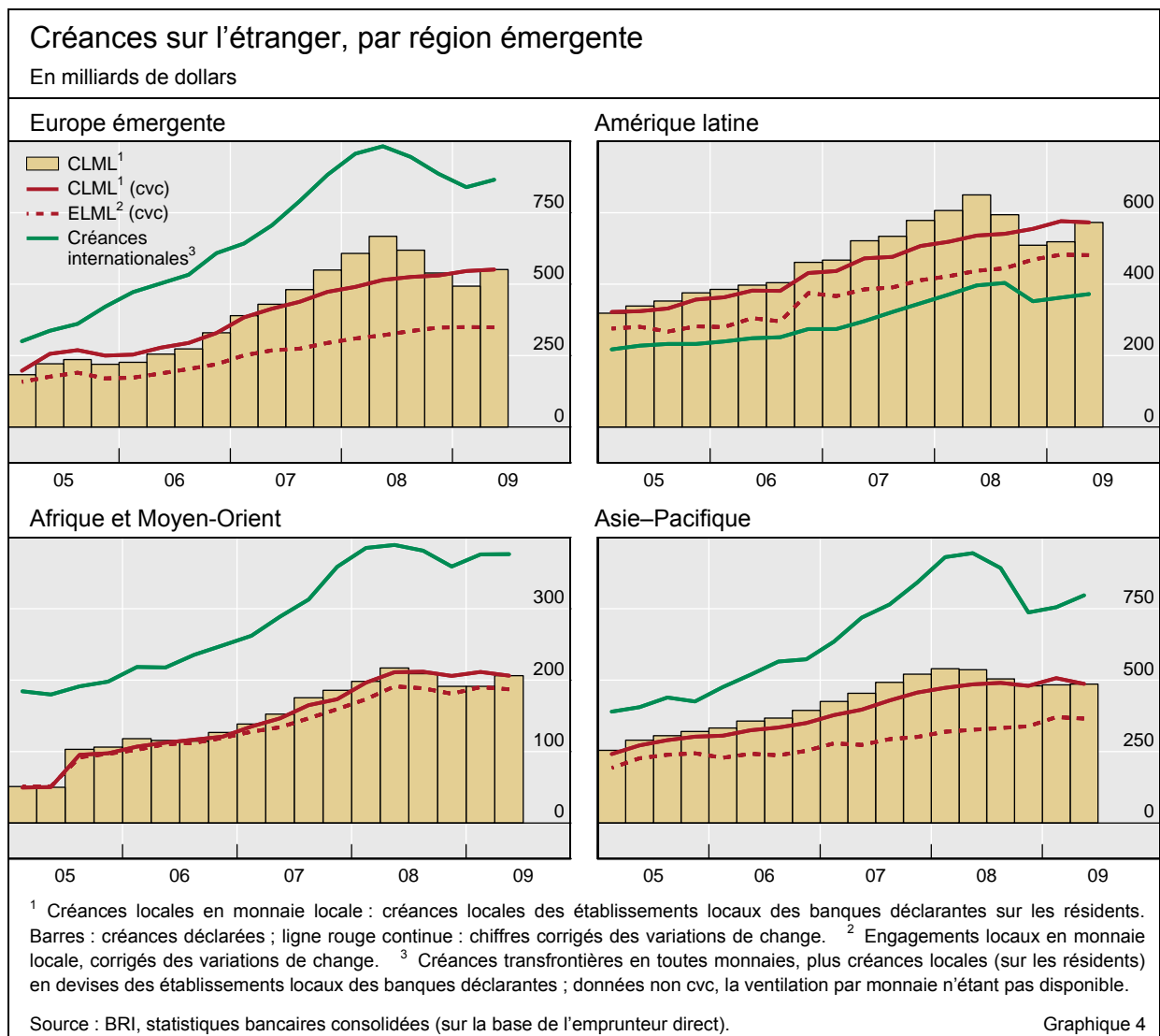


d'environ un quart. En revanche, le ratio était de près d'une moitié pour les systèmes bancaires ayant des positions nettes longues en dollars.

emprunteurs d'Asie-Pacifique et du groupe Amérique latine et Caraïbes ont augmenté (respectivement +\$9,2 milliards et +\$1,6 milliard), tandis que celles sur l'Europe émergente et la région Afrique et Moyen-Orient ont un peu reculé (respectivement -\$2,2 milliards et -\$3,4 milliards). Ces baisses sont toutefois bien inférieures à celles des deux trimestres précédents.

S'agissant des économies bénéficiaires, ce sont la Chine, Hong-Kong RAS et le Brésil qui ont reçu les afflux nets de fonds transfrontières les plus importants (respectivement \$49,2 milliards, \$46,8 milliards et \$15,3 milliards). Si la majeure partie des entrées de fonds vers le Brésil étaient dues à une hausse des créances (+\$8,5 milliards), celles vers la Chine et Hong-Kong RAS s'expliquent presque totalement par une baisse des engagements des banques déclarantes envers les résidents de ces économies (respectivement -\$41,6 milliards et -\$49,3 milliards). Dans le cas de la Chine, les afflux de capitaux se sont accompagnés d'une forte expansion du crédit intérieur (encadré 1).

Comme les statistiques territoriales, les statistiques bancaires consolidées BRI indiquent une reprise des prêts internationaux aux économies émergentes (graphique 4). Au deuxième trimestre 2009, les créances internationales



consolidées sur les économies émergentes, qui incluent les positions transfrontières et les prêts locaux en devises, ont augmenté pour la première fois depuis quatre trimestres (+\$77 milliards, soit 3,3 %) ⁷. La hausse a touché les quatre régions émergentes, et les plus fortes progressions ont concerné les résidents d'Asie-Pacifique (+\$41 milliards, soit 5,5 %) et d'Europe émergente (+\$26 milliards, soit 3,0 %) ⁸.

Diminution des positions locales sur les économies émergentes...

Simultanément, les positions locales des banques déclarantes sur les économies émergentes ont diminué pour la première fois depuis le début de la crise. Les créances locales en monnaie locale et les engagements locaux en monnaie locale, corrigés des variations de change, se sont repliés de respectivement 0,1 % et 0,6 %. Les créances locales en monnaie locale des banques, qui sont généralement financées localement et sont donc plus stables que les autres types de créances étrangères, ont baissé dans trois des quatre régions émergentes (Asie-Pacifique ; Amérique latine et Caraïbes ; Afrique et Moyen-Orient) ⁹. La seule région dans laquelle elles aient progressé est l'Europe émergente (+0,9 %). Dans la plupart des pays, la baisse des créances en monnaie locale s'est accompagnée d'un recul de l'activité économique (Corée, Taïpei chinois, Turquie, Argentine, Chili et Mexique, par exemple), mais pas partout. Ainsi, les créances locales en monnaie locale sur les résidents de Chine, d'Inde et des Philippines ont décliné, alors que la production réelle augmentait.

...surtout dans les États baltes

En ce qui concerne les pays baltes, les positions locales des banques déclarantes BRI en monnaie locale se sont nettement contractées au deuxième trimestre 2009 (graphique 5, cadres du haut). La baisse de 10,0 % enregistrée en Lettonie (à \$3,7 milliards) ¹⁰ est surtout due aux banques suédoises, qui, en fin de trimestre, représentaient environ 88 % de l'encours des créances en monnaie locale des banques déclarantes dans ce pays. Les créances locales en monnaie locale ont également diminué dans les deux autres États baltes, la Lituanie (-4,9 %) et l'Estonie (-3,0 %). Une fois encore, ces baisses sont en grande partie attribuables aux banques suédoises.

⁷ Contrairement aux créances locales en monnaie locale (où la monnaie de chaque observation est connue par définition), les créances internationales ne peuvent pas être corrigées des variations de change, car elles ne sont pas ventilées par monnaie.

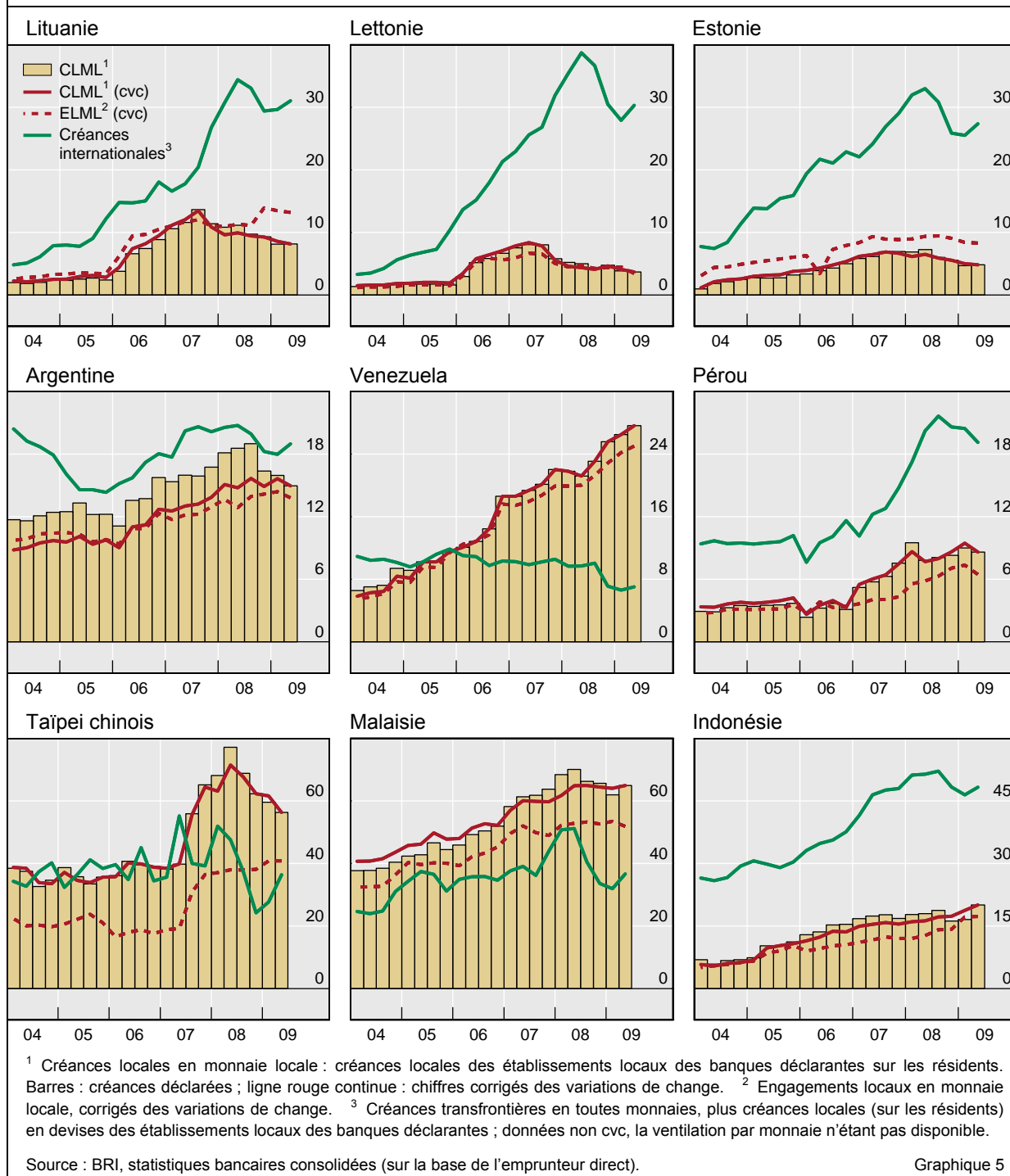
⁸ La majeure partie des créances internationales sur l'Asie-Pacifique et le groupe Amérique latine et Caraïbes est généralement libellée en dollars et ne subit donc pas d'importants effets de change. En revanche, les créances sur l'Europe émergente sont majoritairement libellées en euros et sont donc soumises à des variations de change. En supposant que toutes les créances internationales sur l'Europe émergente soient libellées en euros, elles auraient en fait baissé de 3,0 %, après correction des variations de change.

⁹ Suivant la baisse d'ensemble des créances locales, les engagements locaux en monnaie locale (corrigés des variations de change) se sont légèrement repliés dans les quatre régions émergentes. L'Autriche, dont les banques sont fortement représentées en Europe émergente, ne déclare pas séparément les engagements locaux en monnaie locale.

¹⁰ En outre, les résidents lettons ont nettement réduit leurs dépôts en monnaie locale auprès des établissements locaux des banques déclarantes BRI (-\$1,0 milliard, soit 23,4 %). Une baisse des engagements locaux en monnaie locale se constate aussi en Lituanie (-2,3 %) et en Estonie (-1,2 %).

Créances sur l'étranger, par pays emprunteur

En milliards de dollars



Pour l'Amérique latine et les Caraïbes (graphique 5, cadres du milieu) ainsi que pour la région Asie-Pacifique (graphique 5, cadres du bas), la situation a été mitigée. En Amérique latine, les banques déclarantes BRI ont réduit leurs créances locales en monnaie locale (après correction des variations de change) sur le Pérou (-9,0 %) et l'Argentine (-4,3 %), tandis que leurs engagements locaux en monnaie locale envers ces deux pays diminuaient (respectivement -12,4 % et -3,8 %). En revanche, les créances

locales en monnaie locale sur le Venezuela ont augmenté (+4,3 %), pour le quatrième trimestre consécutif. Dans la région Asie-Pacifique, les créances sur l'Indonésie et la Malaisie ont progressé de respectivement 7,6 % et 1,3 %, tandis que celles sur le Taïpei chinois connaissent leur quatrième baisse consécutive (-8,5 %).

Marchés dérivés

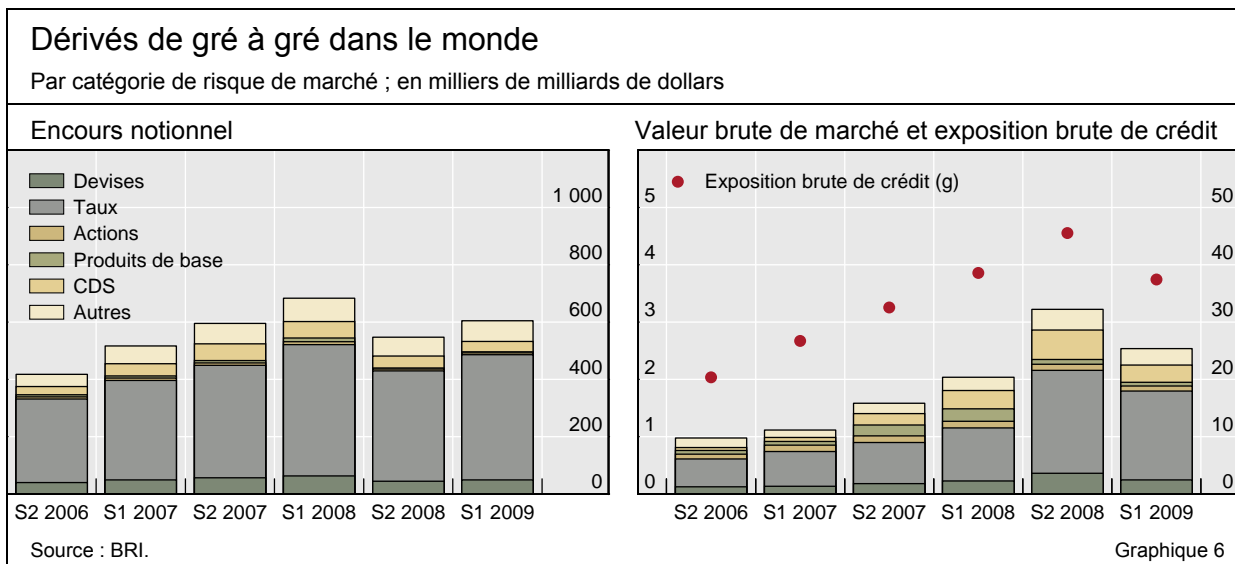
Gré à gré

Rebond de l'encours notionnel, mais baisse de la valeur de marché

Au **premier semestre 2009**, l'encours notionnel de l'ensemble des dérivés de gré à gré a légèrement rebondi, pour s'établir à \$605 000 milliards fin juin 2009, en hausse de 10 % par rapport à six mois auparavant (graphique 6, cadre de gauche)¹¹. En revanche, l'exposition brute au risque de crédit a diminué de 18 % par rapport à son maximum de fin 2008, revenant à \$3 700 milliards. L'exposition brute au risque de crédit, qui prend en compte les accords bilatéraux de compensation, mais pas les sûretés, fournit une mesure de l'exposition au risque de contrepartie¹². La valeur brute de marché a également diminué (-21 %), à \$25 000 milliards (graphique 6, cadre de droite)¹³.

Hausse du volume de dérivés sur taux...

La remontée de l'encours notionnel est due en grande partie aux dérivés sur taux qui, fin juin 2009, s'inscrivaient à \$438 000 milliards, en hausse de 13 % par rapport à la fin 2008 (graphique 7, cadre de gauche). La valeur brute



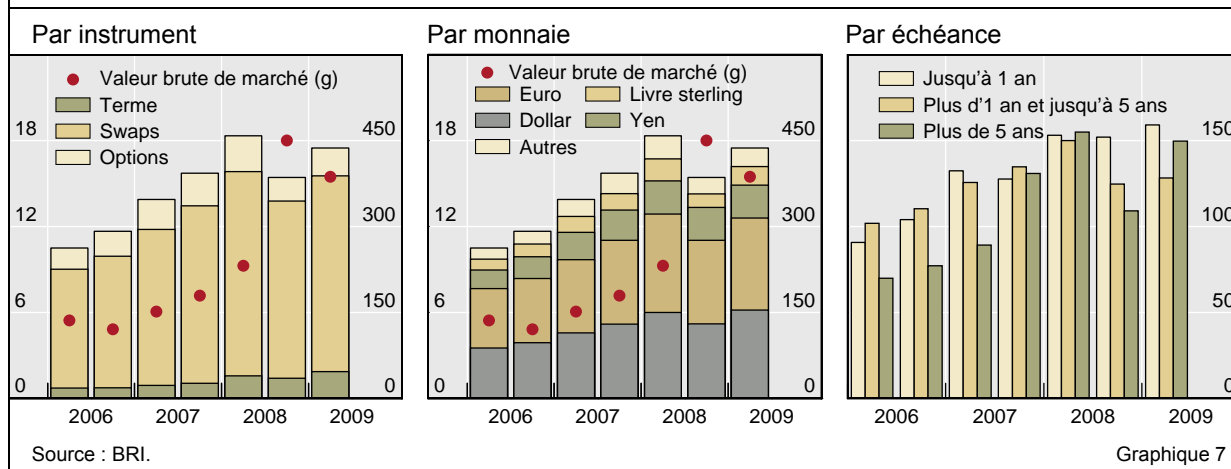
¹¹ L'encours notionnel à fin décembre 2008 a été révisé en baisse de près de 8 %, et la valeur brute de marché, de 5 %. Pour plus de détails, se reporter au communiqué de presse sur ce sujet (12 novembre 2009) : *OTC derivatives market activity in the first half of 2009*.

¹² L'exposition brute au risque de crédit est la différence (après prise en compte de tous les accords de compensation bilatérale juridiquement valides) entre valeur brute des contrats ayant une valeur de marché positive et valeur brute des contrats ayant une valeur de marché négative. Les contrats CDS ne sont recensés ici que pour les États-Unis.

¹³ La valeur brute de marché mesure le coût de remplacement de tous les contrats existants.

Dérivés de taux de gré à gré

Encours notionnel et valeur brute de marché ; en milliers de milliards de dollars



de marché de ces instruments a diminué de 14 %, à \$15 000 milliards, essentiellement du fait des swaps de taux. L'accroissement du montant notionnel a été particulièrement sensible dans les compartiments du dollar, de la livre sterling et de l'euro (graphique 7, cadre du milieu). L'encours notionnel des contrats à terme sur taux a augmenté de 34 %, à \$47 000 milliards, et celui des options de 18 %, à \$49 000 milliards. Reflétant une intensification des opérations de couverture, la progression de l'encours s'est concentrée sur les contrats de swap et options à long terme, lesquelles ont gagné plus de 70 % (graphique 7, cadre de droite).

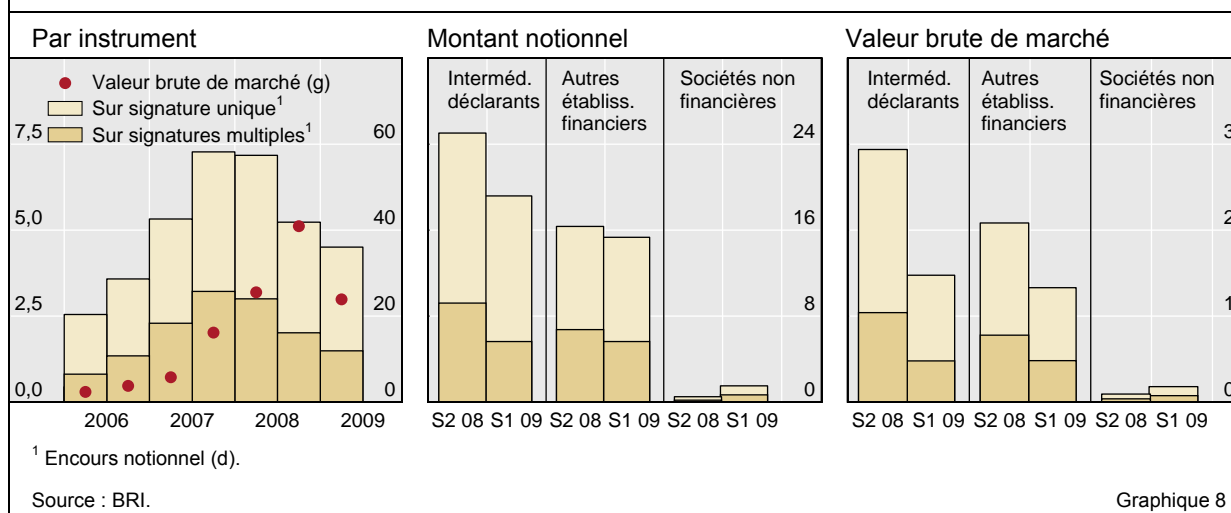
...due à une progression des swaps de taux à long terme

L'encours notionnel des contrats CDS, poursuivant une tendance apparue au premier semestre 2008, a continué de baisser, pour s'établir à \$36 000 milliards (graphique 8, cadre de gauche). Ce recul reflète tout d'abord un ralentissement de l'activité pendant la première moitié de la période, où les marchés du crédit connaissaient encore des difficultés (encadré 2). Cependant, l'activité a repris par la suite. Un autre important facteur de baisse des CDS a été l'augmentation des compensations de positions se neutralisant par les

Poursuite de la baisse des CDS

Contrats dérivés sur défaut (CDS)

En milliers de milliards de dollars



intervenants, et notamment les grands intermédiaires (graphique 8, cadres du milieu et de droite ; voir également l'encadré 2). Si les contrats entre établissements financiers ont diminué, le montant notionnel des contrats entre intermédiaire et client non financier a plus que doublé.

Marchés organisés

L'activité sur les marchés dérivés organisés s'est stabilisée au **troisième trimestre 2009**, à un volume n'atteignant plus toutefois que 60 % environ des niveaux élevés enregistrés avant la crise. Le volume total (en valeur notionnelle) est demeuré inchangé par rapport au trimestre précédent, à \$425 000 milliards (graphique 9).

Avec des taux d'intérêt directeurs très bas et stables dans nombre des grandes économies, l'activité totale sur taux a légèrement baissé, revenant de \$376 000 milliards au deuxième trimestre à \$368 000 milliards au troisième (graphique 9, cadre de gauche). Cette baisse, due à un recul du volume des options, a été sensible surtout dans le compartiment de l'euro.

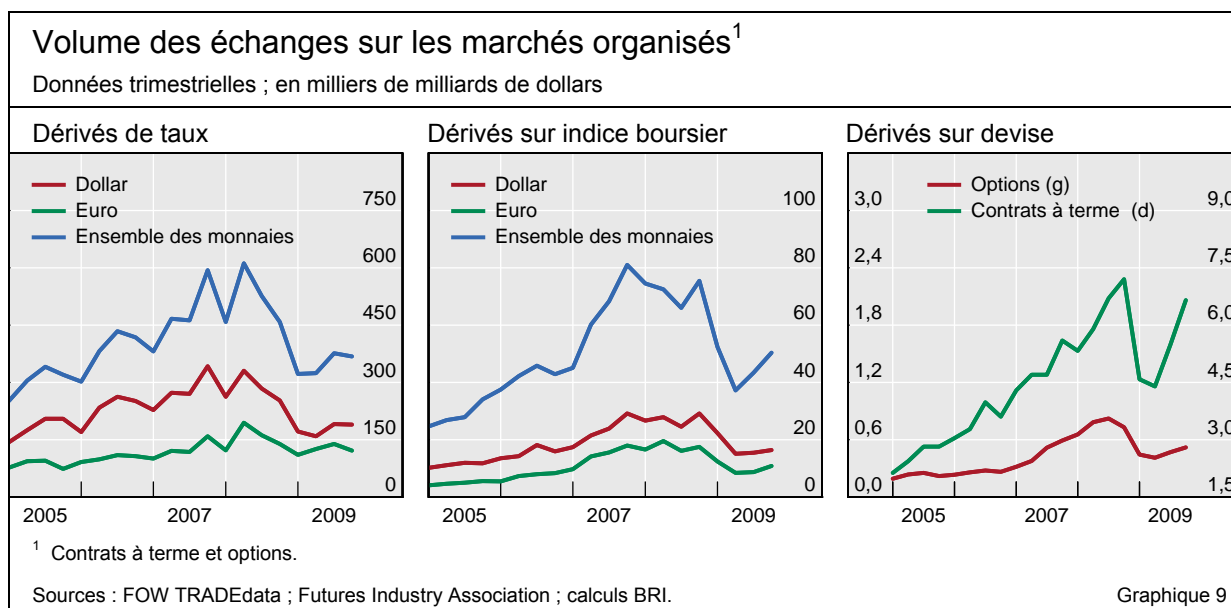
Dans un contexte de reprise des cours des actions, le négoce de dérivés sur indice boursier s'est redressé de \$43 000 milliards à \$50 000 milliards (graphique 9, cadre du milieu). Cette progression est attribuable à la hausse des valorisations, puisque le nombre de contrats négociés a légèrement reculé, de 1,65 milliard à 1,63 milliard. Elle s'explique par l'évolution des marchés asiatiques (en particulier celui de Corée), où le négoce a fortement augmenté, passant de \$16 200 milliards à \$19 300 milliards.

Dans le compartiment des devises, l'activité a également continué de progresser, passant de \$5 900 milliards à \$7 200 milliards (graphique 9, cadre de droite). Cette évolution peut refléter, notamment, un regain d'intérêt pour les opérations de portage (*carry trade*), suscité par les écarts de taux et le retour de la confiance des investisseurs. La hausse a été enregistrée dans toutes les grandes monnaies (même si elle était moindre pour l'euro), ainsi que dans les compartiments du dollar néo-zélandais et du dollar australien.

Ralentissement du négoce de dérivés sur taux

Remontée des dérivés sur indice boursier en présence d'une fermeté des places d'Asie

Le regain d'activité sur devises suggère une reprise des opérations de portage



Marché des titres de dette

Des facteurs saisonniers ont pesé sur l'activité sur le marché primaire au **troisième trimestre 2009** (qui comprend la principale période de congés dans l'hémisphère nord). Les annonces brutes ont diminué de 16 %, pour s'établir à \$1 998 milliards (graphique 10, cadre de gauche). Les remboursements demeurant à peu près stables, les émissions nettes ont pratiquement chuté de moitié, à \$475 milliards, leur plus faible niveau depuis le troisième trimestre 2008. En termes corrigés des variations saisonnières, les émissions sont demeurées stables à un niveau élevé ou elles ont un peu augmenté, selon la méthode utilisée. La vigueur du marché sous-jacent est également confirmée par des rapports de fournisseurs de données commerciales faisant état de fortes émissions en octobre.

Baisse saisonnière des émissions nettes...

La baisse d'activité s'explique essentiellement par un recul des émissions nettes des résidents des économies développées (-45 %), à l'origine de la majeure partie des emprunts sur le marché des titres de dette internationaux. La baisse était également répartie entre les divers secteurs.

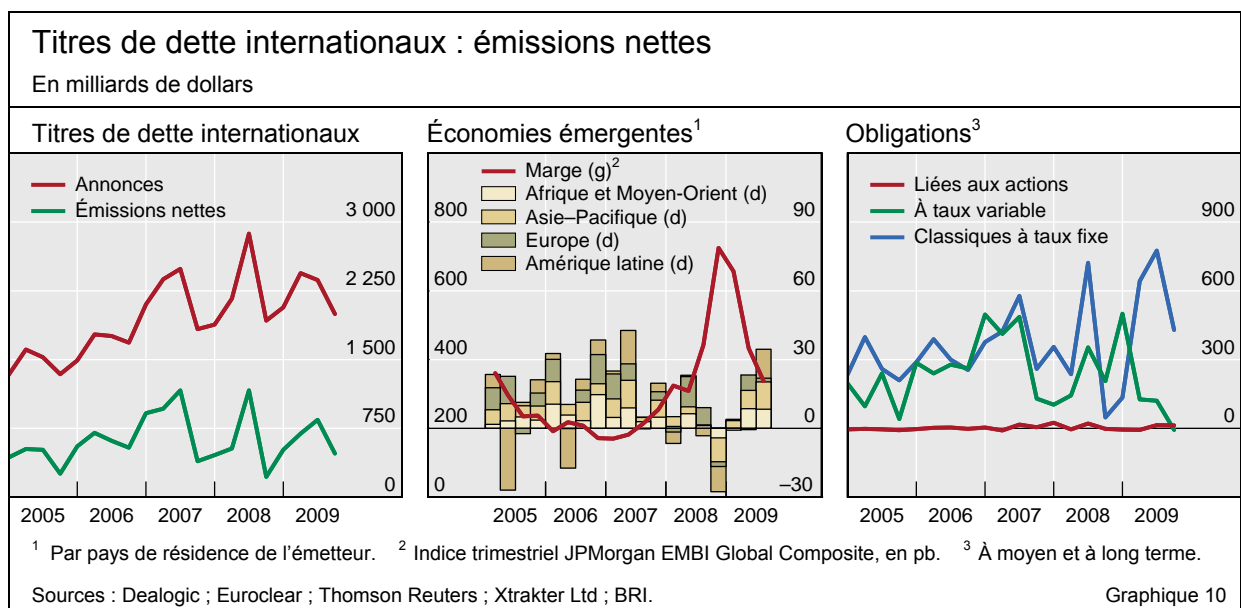
...dans les économies développées

Le Royaume-Uni a fait exception à cette tendance, puisque les résidents britanniques, après un premier semestre assez calme, ont levé \$91 milliards sur les marchés internationaux, soit 147 % de plus qu'au cours des trois mois précédents. La plus grosse partie des émissions a été le fait des établissements financiers (\$79 milliards, contre \$18 milliards au deuxième trimestre). La part des titres émis dans le cadre d'une garantie de l'État a reculé de 27 % à 8 %. Les autres pays développés qui ont accru leurs émissions ont été l'Irlande (+75 %, à \$41 milliards) et l'Italie (+98 %, à \$36 milliards).

Vigueur des emprunts des émetteurs britanniques...

Les résidents des économies émergentes ont profité de l'amélioration des conditions de financement pour placer \$34 milliards de titres (graphique 10, cadre du milieu), soit 52 % de plus qu'au deuxième trimestre et bien davantage que la moyenne trimestrielle de 2006 et début 2007, avant la crise. Dans la région Amérique latine et Caraïbes, les émissions sont remontées de

...et des économies émergentes



pratiquement zéro au premier semestre à \$13 milliards entre juillet et septembre. Cette reprise a été également répartie dans la région, tous les grands pays ayant enregistré une hausse de leurs émissions, sauf l'Argentine. Les économies en développement de la région Asie-Pacifique ont lancé \$12 milliards d'emprunts sur le marché international, soit 50 % de plus qu'au deuxième trimestre. Les émissions nettes des résidents de la région Afrique et Moyen-Orient sont restées pratiquement inchangées à \$8 milliards, dont \$5 milliards pour les résidents des Émirats arabes unis. Les émissions nettes de l'Europe émergente sont revenues de \$7 milliards à \$2 milliards dans le contexte de rumeurs selon lesquelles les résidents de certains pays faiblement notés avaient du mal à placer leurs emprunts.

La ventilation par secteur révèle une situation très contrastée selon les régions. Les entreprises non financières ont dominé les emprunts en Amérique latine et Caraïbes et en Afrique et Moyen-Orient, où elles ont représenté respectivement plus de 71 % et 77 % des émissions régionales. En revanche, les établissements financiers ont été les principaux emprunteurs dans les pays en développement d'Asie (78 % des émissions nettes de la région). En Europe émergente, enfin, les émissions ont été entièrement le fait du secteur public (\$4 milliards), surtout dans les économies les plus grandes et les mieux notées. Les secteurs financier et non financier ont enregistré des remboursements nets de respectivement \$2 milliards et \$1 milliard.

Les émissions de titres à taux variable sont devenues négatives pour la première fois depuis 1991 (graphique 10, cadre de droite), les emprunteurs retirant du marché \$74 milliards (nets) de titres en dollars. Cette baisse n'a été que partiellement contrebalancée par une hausse des émissions en livres sterling (\$33 milliards, contre \$7 milliards au deuxième trimestre), entraînant des remboursements nets totaux de \$7 milliards.

Les emprunts à
taux variable moins
attrayants

Encadré 1 – Le crédit bancaire en Chine

Eric Chan et Haibin Zhu

Depuis le début de l'actuelle crise internationale, l'expansion du crédit s'est fortement ralentie, voire inversée, dans la plupart des économies – à l'exception notable de la Chine, où l'on observe une accélération remarquable depuis fin 2008. L'encadré examine le dynamisme de l'activité de prêt des banques chinoises et en tire les enseignements pour l'économie réelle.

Dans le cadre du programme de soutien du gouvernement chinois à l'économie, le crédit a connu une extraordinaire expansion au premier semestre 2009, avec un total de CNY 7 400 milliards de prêts octroyés (contre CNY 4 200 milliards pour l'ensemble de l'année 2008). Cela a certes contribué à la forte reprise de l'activité, mais a aussi amené à se demander si les conditions de crédit n'étaient pas trop souples. Une partie non négligeable du crédit bancaire a pu alimenter le marché d'actions et l'immobilier, et y susciter une vive appréciation des actifs. Sur les sept premiers mois de l'année, l'indice de la bourse de Shanghai a progressé de 87 % et le ratio cours/bénéfice a presque doublé, passant de 15 à 29. Les marchés du logement sont, eux, repartis à la hausse, avec une progression des ventes et des investissements, mais également des prix.

Dans ce contexte, le gouvernement chinois a pris des mesures prudentielles afin de freiner les prêts aux secteurs en surcapacité et à accroître la solidité du système bancaire. L'autorité de contrôle des banques a diffusé une série de lignes directrices sur les pratiques de prêt, pour veiller à ce que les crédits ne soient pas détournés de leur affectation prévue. De plus, afin de renforcer la capacité d'absorption des pertes du système bancaire, l'autorité de contrôle a relevé les exigences de constitution de provisions pour créances douteuses et durci les règles de calcul des fonds propres. Ainsi, le rythme d'octroi du crédit s'est nettement ralenti au troisième trimestre, à CNY 1 300 milliards (en termes nets), puis à CNY 253 milliards au mois d'octobre, son plus bas de l'année.

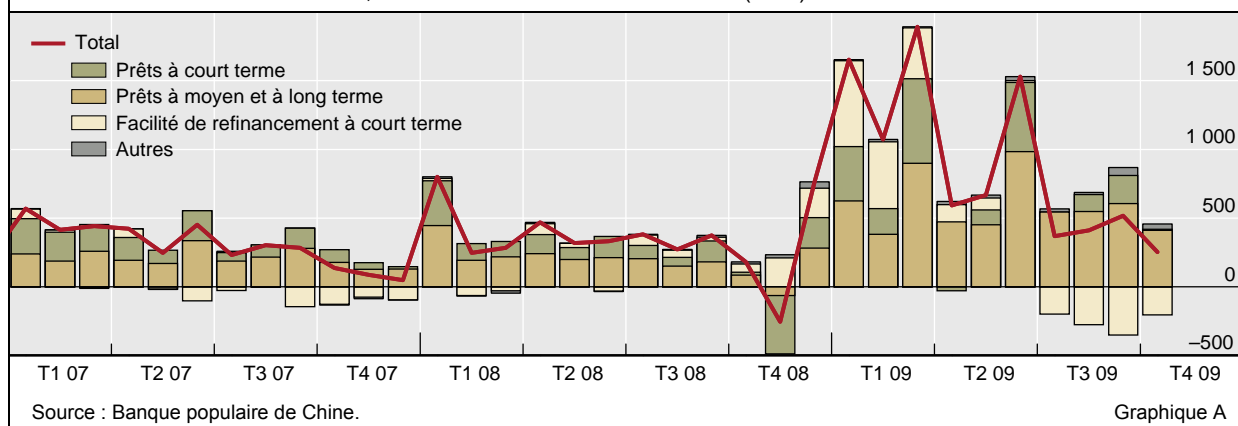
Jusqu'à maintenant, le ralentissement du crédit bancaire n'a guère eu d'incidence négative sur l'activité. La croissance du PIB s'est même accélérée jusqu'à 8,9 % au troisième trimestre, et elle devrait rester dynamique durant les prochains trimestres. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette déconnexion.

Premièrement, l'impulsion monétaire ne se fait généralement sentir pleinement sur l'économie réelle qu'après un certain délai. Dans le cas de la Chine, la vive croissance du troisième trimestre peut résulter de l'extraordinaire expansion du crédit au premier semestre.

Deuxièmement, la décline de l'activité nette de prêt depuis juillet peut être due en partie à des variations saisonnières. L'octroi du crédit est traditionnellement plus abondant au premier semestre, les banques s'efforçant de placer leurs prêts tôt dans l'année. Nous chiffrons à 14 points cet effet saisonnier, sur une réduction de 68 % du total mensuel net entre le premier et le second semestre. En réalité, les prêts nets accordés entre juillet et octobre sont en hausse de 28 % par rapport à la période correspondante de 2008.

Prêts des banques chinoises

Variation mensuelle de l'encours ; en milliers de milliards de renminbis (CNY)



Troisièmement, et c'est l'explication majeure, la composition du crédit a beaucoup changé ces derniers mois (graphique A). La contraction des prêts nets s'observe surtout au niveau : 1) de la facilité de refinancement à court terme sur titres de dette d'entreprise ; 2) des crédits à court terme. Les prêts à moyen et à long terme, soutiens directs de l'investissement et de l'activité, ont continué de progresser rapidement.

La facilité de refinancement à court terme a totalisé CNY 1 700 milliards, un record, au premier semestre 2009. Cela correspondait sans doute, pour les banques, à une stratégie de croissance du total de leurs prêts, avec un portefeuille d'actifs souple, dans le contexte du plan de soutien à l'économie. Pour les emprunteurs, cet instrument est le moyen classique d'obtenir des fonds de roulement à faible coût. Certes, en pratique, le produit a pu en être assez souvent affecté à des transactions sur actifs. Depuis juillet, toutefois, les banques ont commencé à réduire leurs prêts dans ce cadre, répondant à l'appel lancé par l'autorité de contrôle en faveur d'une expansion plus modérée du crédit. Cependant, la persistance d'un niveau élevé de prêts à moyen et à long terme donne à penser que le soutien à l'activité ne faillira pas. À noter que, fin octobre, l'encours de cette facilité de refinancement à court terme n'était pas descendu au-dessous de CNY 2 600 milliards : les banques peuvent poursuivre l'ajustement pendant quelque temps encore.

Si la vive expansion du crédit en Chine a soutenu la reprise économique, elle n'est pas sans risques. D'une part, elle s'est inévitablement accompagnée, au premier semestre, d'un relâchement des critères d'octroi, qui pourrait donner lieu, plus tard, à une dégradation de la qualité des bilans des banques. D'autre part, l'ampleur des nouveaux investissements nourris par l'envolée du crédit laisse penser que l'achèvement des projets en cours entraînera une poursuite de la demande de financements. Un durcissement de la politique monétaire pourrait donc empêcher d'achever ces projets, et pénaliser le secteur bancaire avec une accumulation de prêts improductifs. Ce risque, s'ajoutant aux pressions grandissantes suscitées par les entrées de capitaux internationaux, pourrait placer les autorités chinoises face à d'importantes contraintes pour la définition de la politique monétaire et de la politique du crédit dans les années à venir.

Encadré 2 – Mesure du marché mondial des contrats dérivés sur défaut : données BRI et DTCC

Jacob Gyntelberg, Karsten von Kleist et Carlos Mallo

Des évolutions récentes sur les marchés des contrats dérivés sur défaut (*credit default swaps* – CDS) ont abouti à la compilation de nouvelles séries de données statistiques. Outre la célèbre enquête ISDA et les statistiques semestrielles des banques centrales sur les dérivés de gré à gré recensées par la BRI, ces nouvelles données peuvent servir à mieux cerner les tendances sur les marchés mondiaux. Une source a suscité un grand intérêt : celle de Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), qui stocke des données sur les dérivés de crédit de gré à gré dans un dépositaire central, Trade Information Warehouse, et effectue des fonctions de postmarché telles que calcul automatisé des obligations de paiement, calcul des positions nettes et règlement centralisé de ces obligations, ainsi que règlement dans le cadre d'incidents de crédit (faillites, par exemple). L'encadré décrit ces données DTCC et les compare brièvement aux statistiques semestrielles BRI en ce qui concerne l'encours de CDS.

Début novembre 2008, DTCC a commencé à publier des données hebdomadaires agrégées, dans le but de répondre aux préoccupations concernant le manque de transparence du marché des CDS. Ces statistiques comprenaient, à l'origine, la valeur notionnelle brute et nette de l'encours des contrats CDS sur les 1 000 plus grosses entreprises référencées et de tous les contrats sur indice de CDS. D'autres éléments sont venus s'y ajouter, mais, jusqu'à présent, cette série n'offre aucune information sur les valeurs de marché ou les expositions au risque. Les données DTCC se fondent sur les caractéristiques des contrats enregistrées dans le dépositaire central, alors que les données BRI exploitent les chiffres déclarés par les intermédiaires à leur banque centrale.

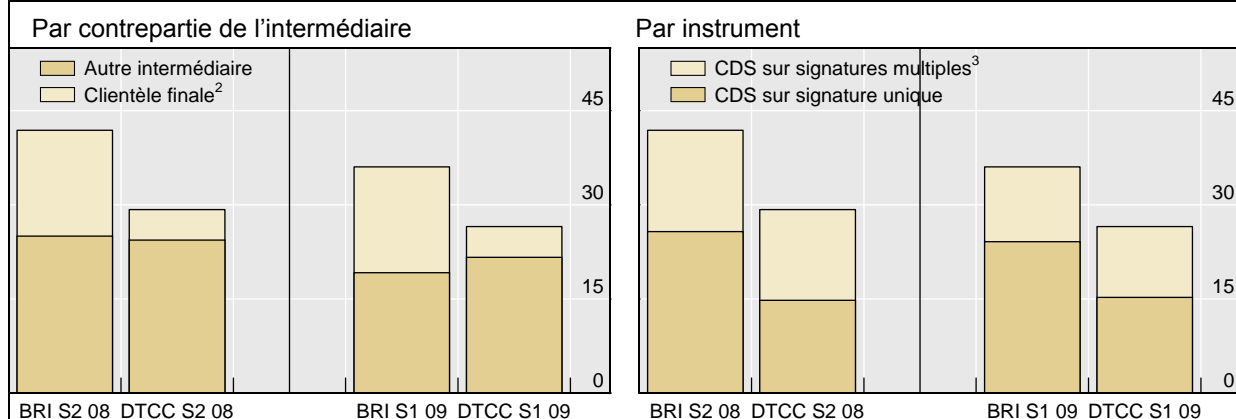
Un indicateur de la taille des marchés mondiaux des CDS est le montant notionnel brut de l'encours, fourni par les séries BRI et DTCC.

Concernant les **contreparties**, la BRI établit une distinction entre trois catégories : intermédiaires déclarants, autres institutions financières et clientèle finale ; DTCC, deux seulement : intermédiaires et clientèle finale. Pour faciliter la comparaison, les deux catégories non déclarantes des statistiques BRI ont été regroupées (graphique A, cadre de gauche). En outre, les transactions directes entre non-intermédiaires (seulement 0,1 % du total) ont été ajoutées aux données DTCC.

En première analyse, les données BRI et DTCC correspondent parfaitement pour les encours bruts entre intermédiaires à fin 2008 ; mais, à fin juin 2009, DTCC publie des chiffres 12 % plus élevés – différence vraisemblablement due au fait que DTCC couvre un plus grand nombre d'intermédiaires.

Comparaison des statistiques BRI et DTCC sur les CDS¹

Encours notionnel ; en milliers de milliards de dollars



¹ L'échantillon BRI comprend les banques ayant leur siège dans l'un des pays du G 10. ² Pour DTCC, cette catégorie comprend des contrats entre non-intermédiaires. ³ Y compris CDS émis en tranches.

Sources : DTCC ; BRI.

Graphique A

Pour l'encours de contrats entre intermédiaire et clientèle, c'est la BRI qui produit des chiffres nettement supérieurs, sans doute parce que les CDS offrant une protection contre le risque de crédit afférent à des contrats peu standardisés (qui, normalement, ne font pas l'objet d'une confirmation électronique), comme les CDO (*collateralised debt obligations*) et les titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS), ne sont pas intégralement pris en compte par DTCC (mais les CDO et les ABS pourraient l'être à l'avenir).

Concernant les **instruments**, la BRI distingue CDS sur signature unique et sur signatures multiples, tandis que DTCC établit trois catégories : contrats sur signature unique, contrats sur indice de CDS et CDS émis en tranches. Pour faciliter la comparaison, ces deux dernières catégories DTCC ont été regroupées comme contrats sur signatures multiples. Sur les deux semestres déjà cités, la BRI publie des encours supérieurs de quelque 60 % à ceux de DTCC pour les contrats sur signature unique, et assez proches pour les contrats sur signatures multiples (graphique A, cadre de droite).

Les écarts observés en fonction des contreparties et des instruments donnent à penser que la principale cause des différences entre données BRI et DTCC résiderait dans le fait que les contrats sur signature unique utilisés dans les opérations les plus personnalisées entre intermédiaire et clientèle (celle-ci pouvant être une autre institution financière) sont recensés par la BRI, mais pas, pour l'instant, par DTCC.

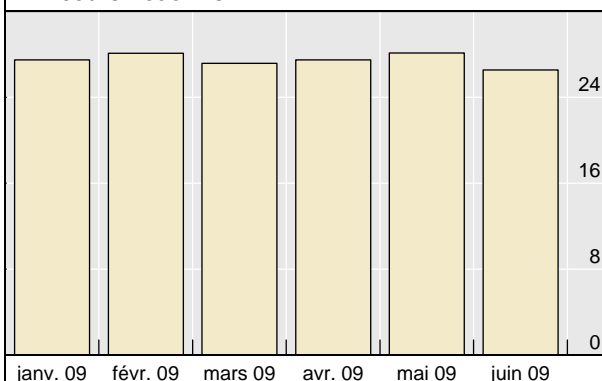
Pour la compréhension de l'évolution du marché des CDS, les chiffres DTCC présentent le grand avantage d'être publiés chaque semaine, ce qui permet une évaluation à une fréquence bien plus élevée qu'avec les données semestrielles BRI (graphique B, cadre de gauche). Les séries DTCC offrent, en outre, davantage d'information sur les origines des variations d'encours. Les entrées dans le dépositaire central distinguent entre transactions nouvelles et déclarations de transactions anciennes (*backloading*). Les retraits différencient : annulations (totales ou partielles) par suite de compensation ; tombées à échéance et résolutions par mise en jeu d'une clause de garantie (graphique B, cadre de droite). Sur le premier semestre 2009, les entrées se chiffrent globalement à \$3 000–7 000 milliards par mois, et les retraits, à un peu plus, principalement du fait de la résiliation de contrats s'annulant entre eux.

En croisant les données BRI et DTCC avec l'information diffusée par TriOptima et Markit, sociétés qui offrent, aux intermédiaires sur dérivés de gré à gré, des services d'annulation de contrats par compensation multilatérale, on voit que, pour quelque 85 %, les annulations ont concerné les contrats sur indice de CDS les plus liquides. Toutes les réductions et annulations volontaires de contrats (*tear-ups*) interviennent entre intermédiaires utilisateurs de ces services. Les statistiques DTCC font penser, en outre, que les annulations sont plus fréquentes en fin de trimestre, peut-être parce que les dates d'échéance de CDS sont standardisées aux 20 mars, 20 juin, 20 septembre et 20 décembre, afin de suivre le rythme trimestriel qui régule le marché monétaire international.

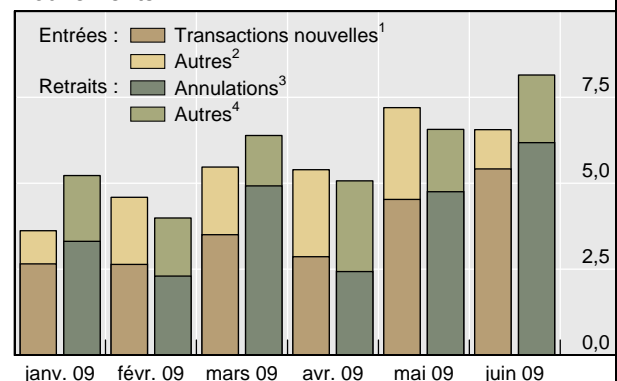
Le dépositaire DTCC : Trade Information Warehouse

Volume d'activité ; en milliers de milliards de dollars

Encours notionnel



Mouvements



¹ Contrats récemment négociés. ² Contrats déjà exécutés, enregistrés *ex post* de manière non électronique (*backloads*).
³ Annulations (totales ou partielles) par dénouement au sein de Trade Information Warehouse. ⁴ Contrats tombés à échéance et contrats terminés par mise en jeu d'une clause de garantie.

Sources : DTCC Deriv/SERV.

Graphique B