
Principales tendances des statistiques internationales BRI¹

En collaboration avec un certain nombre de banques centrales et autorités monétaires à travers le monde, la BRI compile et diffuse plusieurs séries de statistiques sur l'activité financière internationale. Le présent chapitre s'appuie sur les dernières données disponibles : jusqu'au quatrième trimestre 2011 pour le marché bancaire international et jusqu'à la fin du second semestre 2011 pour les statistiques sur les dérivés de gré à gré. Il contient deux encadrés. Le premier analyse l'activité sur les marchés internationaux des titres de dette au premier trimestre 2012. Le second traite du calcul des expositions au risque de contrepartie non couvertes sur le marché mondial des dérivés de gré à gré.

Au quatrième trimestre 2011, les banques déclarantes BRI ont enregistré la plus forte baisse de leurs créances transfrontières agrégées depuis celle qui avait suivi la chute de Lehman Brothers, au quatrième trimestre 2008. La dernière baisse, quoique mondiale, s'explique essentiellement par les pressions exercées sur les banques ayant leur siège dans des pays de la zone euro pour qu'elles réduisent leur endettement. La baisse a concerné aussi bien les créances sur le secteur non bancaire que celles sur le secteur bancaire, mais elle a été plus prononcée pour les secondes – il s'agit en effet du recul le plus marqué en près de trois ans.

Dans les économies développées, le total des prêts transfrontières aux banques et au secteur non bancaire s'est contracté (-\$630 milliards). Les deux principales exceptions ont été le Japon et la Suisse, où il a progressé de \$71 milliards et \$13 milliards, respectivement. Cette contraction reflète une chute de l'interbancaire, due aux répercussions de la crise de la dette souveraine dans la zone euro sur les marchés de financement des banques. Elle a été particulièrement nette pour les résidents de la zone euro, où elle a été essentiellement le fait des banques de la zone.

Dans les économies émergentes², les prêts transfrontières des banques déclarantes BRI ont reculé (-\$75 milliards) dans la plupart des régions, mais

¹ Le texte du présent chapitre a été établi, pour la partie sur les statistiques bancaires, par Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) et, pour celle sur les dérivés de gré à gré, par Nick Vause (nick.vause@bis.org). Stephan Binder, Serge Grouchko, Branimir Gruić, Carlos Mallo et Denis Pêtre ont apporté leur soutien pour les statistiques.

² « Developing countries » (pays en développement) dans les tableaux de l'annexe statistique.

surtout en Asie-Pacifique et vis-à-vis des banques résidant en Chine. S'agissant de la Chine, c'était la première baisse enregistrée depuis le premier trimestre 2009. Par ailleurs, pour ce qui est des pays en développement, seules les créances transfrontières sur la région Amérique latine–Caraïbes ont progressé.

Sur le marché des dérivés de gré à gré, l'encours notionnel a diminué de 8 %, à \$648 000 milliards, au second semestre 2011, tandis qu'un accès de volatilité des cours faisait monter la valeur de marché de 40 %. L'exposition brute au risque de crédit s'est accrue de 32 %.

Les émissions de titres de dette internationaux ont nettement progressé au premier trimestre 2012 par rapport au trois mois précédents, essentiellement du fait de l'offre de la BCE, qui a proposé aux banques des prêts garantis sur 3 ans (encadré 1).

Le marché bancaire international au quatrième trimestre 2011

Les créances transfrontières agrégées des banques déclarantes BRI ont fortement baissé au quatrième trimestre 2011³. Leur baisse d'ensemble (-\$799 milliards, -2,5 %) reflète essentiellement un recul de l'interbancaire (-\$637 milliards, -3,1 %) (graphique 1, cadre supérieur gauche) et, dans une moindre mesure, des créances sur le secteur non bancaire (-\$162 milliards, -1,4 %). Elles ont diminué pour toutes les grandes monnaies de libellé à l'exception du yen (graphique 1, cadre supérieur droit).

Les créances transfrontières agrégées diminuent.

Baisse des créances sur le secteur non bancaire

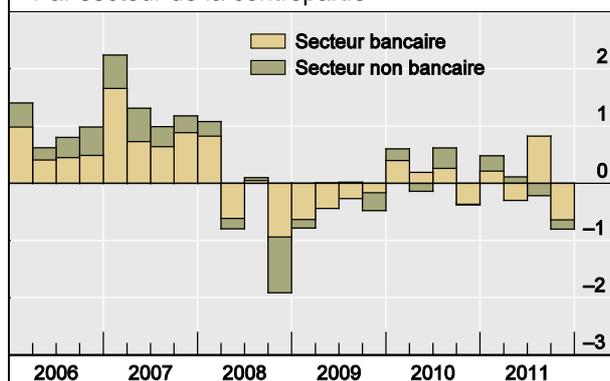
La baisse des créances transfrontières sur le secteur non bancaire (emprunteurs autres que les banques) a été observée dans la plupart des grandes économies développées (graphique 1, cadre inférieur gauche). Comme au trimestre précédent, elle a touché essentiellement les emprunteurs de la zone euro (-\$110 milliards, -3 %), notamment ceux de France (-\$42 milliards), suivis par ceux de Belgique (-\$20 milliards), des Pays-Bas (-\$17 milliards), d'Italie (-\$12 milliards) et d'Espagne (-\$8 milliards). Elle a également pris des proportions importantes pour le secteur non bancaire du Royaume-Uni (-\$26 milliards, -2,4 %) et des États-Unis (-\$14 milliards, -0,6 %). Seul le Japon a connu une vive expansion des créances sur ses résidents non bancaires (\$51 milliards, 20 %), poursuivant la tendance du trimestre précédent.

³ L'analyse exposée dans la présente section s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales de la BRI par résidence, dans lesquelles créanciers et débiteurs sont classés en fonction de leur pays de résidence (comme dans les statistiques de la balance des paiements), et non de leur pays d'origine. Les flux de créances transfrontières cités ici sont tous corrigés des variations de change et des ruptures de série.

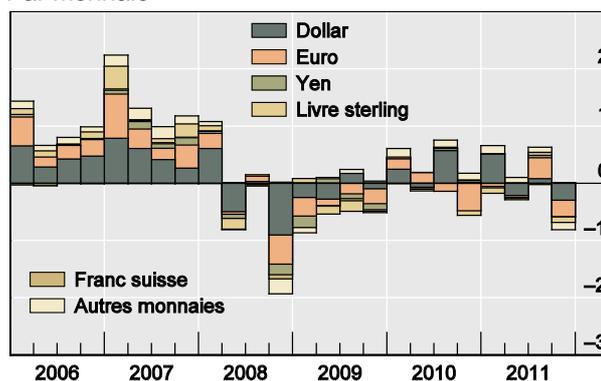
Créances transfrontières brutes¹

Variation d'encours, en milliers de milliards de dollars

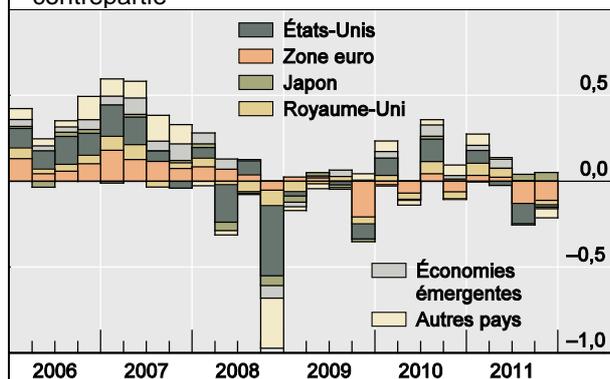
Par secteur de la contrepartie



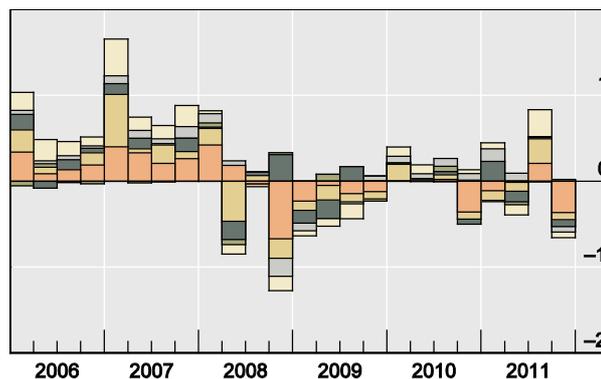
Par monnaie



Secteur non bancaire, par résidence de la contrepartie



Secteur bancaire, par résidence de la contrepartie



¹ Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI englobent les créances intragroupes.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales (par pays de résidence).

Graphique 1

Net recul des créances transfrontières interbancaires

Les créances transfrontières sur les banques diminuent dans la plupart des pays de la zone euro...

Trois facteurs caractérisent le net recul des créances transfrontières interbancaires au quatrième trimestre 2011. Premièrement, les banques internationales ont réduit leurs prêts transfrontières aux établissements de la zone euro. Deuxièmement, elles ont également réduit leurs concours à plusieurs autres pays développés, quoique dans une moindre mesure. Troisièmement, elles ont diminué leurs prêts interbancaires beaucoup plus que les autres instruments⁴.

Les créances transfrontières sur les banques sises dans la zone euro ont diminué de \$364 milliards (-5,9 %), ce qui représente 57 % de la baisse d'ensemble des créances transfrontières interbancaires sur le trimestre. C'était la plus forte contraction, en termes absolus comme en termes relatifs, vis-à-vis

⁴ Dans la ventilation par instrument des statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence, les créances internationales des banques déclarantes sont réparties en trois catégories : *prêts et dépôts* ; *titres de dette* ; *autres actifs*. Cette dernière catégorie comprend les actions, les participations, les instruments dérivés, l'actif circulant fourni par les sièges aux agences à l'étranger et les autres actifs de bilan. De plus amples précisions figurent dans les recommandations concernant les statistiques bancaires internationales territoriales (www.bis.org/statistics/locbankstatsguide.pdf).

des banques de la zone euro depuis le quatrième trimestre 2008. Les prêts transfrontières aux établissements situés à la périphérie de la zone euro ont poursuivi leur chute : -\$57 milliards (-9,8 %) et -\$46 milliards (-8,7 %), respectivement, pour l'Italie et l'Espagne. Les créances sur les banques en Grèce, en Irlande et au Portugal ont aussi nettement reculé. Toutefois, les expositions envers ces cinq pays n'ont représenté que 39 % de la diminution des créances transfrontières interbancaires sur la zone euro. Les banques déclarantes BRI ont également réduit leurs créances transfrontières sur les établissements en Allemagne et en France : -\$104 milliards (-8,7 %) et -\$55 milliards (-4,2 %), respectivement.

Les prêts transfrontières interbancaires à la plupart des autres grandes économies ont aussi diminué durant le quatrième trimestre 2011, mais dans une moindre mesure : -\$80 milliards (-2,7 %) pour les établissements des États-Unis ; -\$84 milliards (-2,1 %) pour ceux du Royaume-Uni (graphique 1, cadre inférieur droit) ; -\$32 milliards (-11 %) pour ceux d'Australie. Les banques situées dans les places franches ont également connu une baisse (-\$54 milliards, -2,1 %).

La forte contraction des créances transfrontières sur les banques s'est concentrée sur les *prêts interbancaires*, qui ont diminué de \$524 milliards (-3,2 %), soit 82 % de la contraction d'ensemble à l'échelle mondiale. Les catégories *autres actifs* et *titres de dette* ont représenté respectivement 11 % et 7 % de cette contraction. Au trimestre précédent, en revanche, les *autres actifs* étaient la catégorie dominante, sans doute du fait de fluctuations de la valeur de marché de positions sur dérivés. C'est dans la zone euro que la contraction des prêts interbancaires a été la plus prononcée (-6,3 %), ce qui a pu constituer une partie des importantes répercussions de la crise de la dette souveraine sur les marchés de financement des banques, et notamment les marchés interbancaires à court terme, au quatrième trimestre 2011. Durant cette période, l'écart Libor-OIS 3 mois a atteint des niveaux record, sous l'effet d'une hausse des primes de risque et de la réticence croissante des intervenants à s'engager dans des prêts interbancaires. L'écart s'est aussi accru pour les prêts interbancaires en dollar et en livre sterling, quoique dans une moindre mesure. Les *prêts interbancaires* ont également enregistré une forte baisse pour les banques aux États-Unis (-\$81 milliards, -3,1 %) et au Royaume-Uni (-\$63 milliards, -2 %).

En revanche, le marché transfrontière interbancaire a généré des montants modestes de nouveaux fonds, essentiellement destinés aux établissements sis au Japon (graphique 1, cadre inférieur droit) et en Suisse. Les créances sur les banques de ces deux pays ont progressé de respectivement \$21 milliards (3,5 %) et \$14 milliards (2,9 %). Là aussi, cette progression s'explique principalement par les *prêts interbancaires*, qui se sont accrus de respectivement \$23 milliards (4,0 %) et \$20 milliards (4,7 %).

...ainsi qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Une forte contraction des prêts interbancaires entraîne une réduction des créances interbancaires.

Expansion des créances transfrontières sur les établissements au Japon et en Suisse.

Le désendettement des banques européennes réduit leurs positions transfrontières⁵

Les banques européennes réduisent fortement leurs prêts transfrontières...

Au quatrième trimestre 2011, les tensions dues à la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont commencé à se propager des marchés de financement bancaire de gros vers l'actif des bilans des établissements⁶. Les observateurs de marché se sont alors intéressés aux effets de cette crise sur les banques des différents pays, et notamment sur leurs positions transfrontières en diverses monnaies. Les statistiques bancaires territoriales BRI par nationalité⁷ permettent d'évaluer à la fois la nationalité et la monnaie de libellé. Les banques ayant leur siège dans les économies européennes développées ont réduit leurs actifs transfrontières de \$466 milliards (-2,3 %), leur deuxième baisse depuis le quatrième trimestre 2008, tant en valeur absolue et qu'en termes relatifs.

Cette réduction a été plus marquée pour les établissements de la zone euro : -\$584 milliards (-4,7 %), et notamment ceux ayant leur siège en France (-\$197 milliards, -5,3 %). Pour ces derniers, cette diminution, essentiellement due à une contraction des positions en euro, constitue, après celle de 7,1% au trimestre précédent, la baisse la plus marquée depuis au moins 12 ans. Parmi les autres grandes économies européennes, les prêts transfrontières des établissements espagnols, allemands et italiens ont aussi beaucoup baissé (respectivement -\$35 milliards, soit -5,3 %, -\$181 milliards, soit -4,7 %, et -\$32 milliards soit -3,5 %). En revanche, les prêts transfrontières des banques britanniques ont légèrement augmenté (\$7 milliards, soit 0,2 %).

...ainsi que leurs financements transfrontières.

La collecte de ressources (autre dimension des positions transfrontières des banques déclarantes BRI) a elle aussi fortement reculé au quatrième trimestre 2011 : -\$602 milliards (-3,1 %) pour les établissements des économies européennes développées et encore plus pour ceux de la zone euro (-\$681 milliards, -5,9 %). Ce sont les banques ayant leur siège en Espagne et en Italie qui ont enregistré les plus fortes contractions de leurs engagements transfrontières – respectivement -\$81 milliards (-9,0 %), la plus forte en plus de 17 ans, et -\$68 milliards (-8,0 %), un record en plus de 9 ans – suivies par les établissements français et allemands, avec -\$208 milliards (-6,2 %) et -\$185 milliards (-5,8 %), respectivement. En revanche, les banques britanniques et, surtout, japonaises ont accru leurs engagements

⁵ L'analyse exposée dans la présente section s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales de la BRI par nationalité.

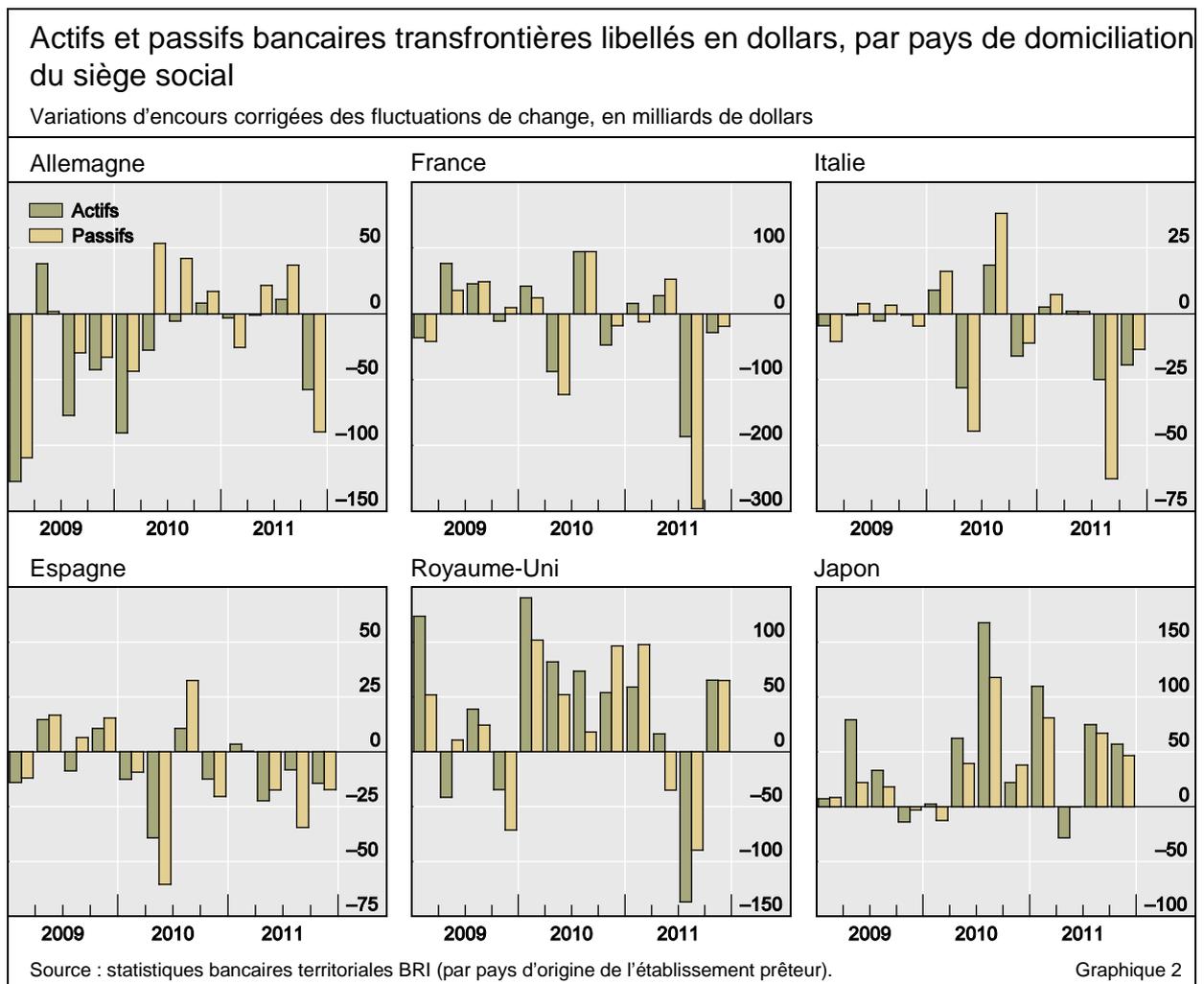
⁶ Cf. « Financement et désendettement des banques européennes », *Rapport trimestriel BRI* de mars 2012, pp. 1–16.

⁷ Les statistiques de la BRI par nationalité décrivent l'activité en fonction du pays d'enregistrement ou du pays d'agrément de la société/banque mère faitière. L'organisation des statistiques repose donc sur le principe de la nationalité de la majorité de contrôle et non sur celui de la résidence de l'unité opérationnelle. Ces statistiques permettent également une ventilation par monnaie des positions internationales, ce qui est impossible avec les statistiques bancaires consolidées (également organisées en fonction de la nationalité des banques déclarantes). De plus amples précisions figurent dans les recommandations concernant les statistiques bancaires internationales territoriales (*Guidelines to the international locational banking statistics*).

transfrontières, ce qui peut s'expliquer par le fait que le Royaume-Uni et le Japon sont perçus comme des pays relativement sûrs dans le contexte des graves crises souveraine et bancaire au sein de la zone euro.

Simultanément, les financements transfrontières en dollar ont continué de diminuer pour les banques françaises, italiennes et espagnoles (-\$19 milliards, -\$14 milliards et -\$17 milliards, respectivement), mais à un rythme beaucoup moins soutenu qu'au trimestre précédent (-\$296 milliards, -\$63 milliards et -\$34 milliards, respectivement) (graphique 2). Cette amélioration a été favorisée par une action concertée de la Réserve fédérale américaine et plusieurs autres grandes banques centrales, le 30 novembre, visant à abaisser le coût des financements en dollar par des accords de swap de dollars. Les données de la Réserve fédérale révèlent une forte progression des swaps de dollars avec d'autres banques centrales en décembre 2011⁸.

Relâchement partiel des tensions sur le dollar pour les banques françaises, italiennes et espagnoles.



⁸ D'après ces données, les swaps de dollars sont passés de \$2,4 milliards fin novembre à \$99,8 milliards le 28 décembre, avant de revenir à \$26,7 milliards le 9 mai.

*Poursuite de la contraction des prêts des banques étrangères aux pays de la périphérie de la zone euro*⁹

Les créances étrangères consolidées des banques déclarantes BRI sur des contreparties en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal ont poursuivi leur nette diminution (graphique 3). À cours de change constant, elles se sont contractées de \$126 milliards (-5,7 %) ¹⁰. Les créances étrangères sur le secteur public ont baissé de \$54,1 milliards (-14 %) et celles sur les banques de \$54,5 milliards (-13 %), contre -\$63 milliards et -\$43 milliards, respectivement, au trimestre précédent. Cette contraction peut refléter, entre autres, les répercussions de la crise de la dette souveraine dans la zone euro sur le secteur bancaire. Les prêts étrangers au secteur privé non bancaire ont reculé de \$17 milliards (-1,3 %), soit plus qu'au trimestre précédent.

Contraction des créances étrangères sur les pays de la périphérie de la zone euro

Les banques déclarantes BRI ont réduit leurs positions vis-à-vis de tous les secteurs de chacun des cinq pays de la périphérie de la zone euro. Malgré des différences considérables entre pays dans la composition de cette contraction, le schéma du trimestre précédent s'est largement répété en Espagne, en Grèce et en Italie. La baisse d'ensemble des prêts étrangers aux résidents de Grèce (-\$11 milliards, -10 %) et d'Italie (-\$55 milliards, -6,8 %) a concerné essentiellement le secteur public de ces deux pays (-\$7,8 milliards, -24 %, et -\$32 milliards, -14 %, respectivement). Dans le cas de l'Espagne (-\$48 milliards, -7,2 %), c'est surtout le secteur bancaire qui a été touché (-\$31 milliards, -16 %).

La baisse des prêts étrangers aux résidents d'Irlande (-\$7,5 milliards, -1,7 %) au quatrième trimestre, en revanche, s'est concentrée sur les banques destinataires (-\$4,9 milliards, -6,7 %), contrairement au trimestre précédent, où c'était le secteur privé non bancaire qui avait subi le plus fort de la contraction. Dans le cas du Portugal, enfin, la diminution (-\$3,7 milliards, -2,0 %) s'explique principalement par le secteur privé non bancaire (-\$2,5 milliards, -2,0 %), alors que, au troisième trimestre, elle portait surtout sur le secteur bancaire.

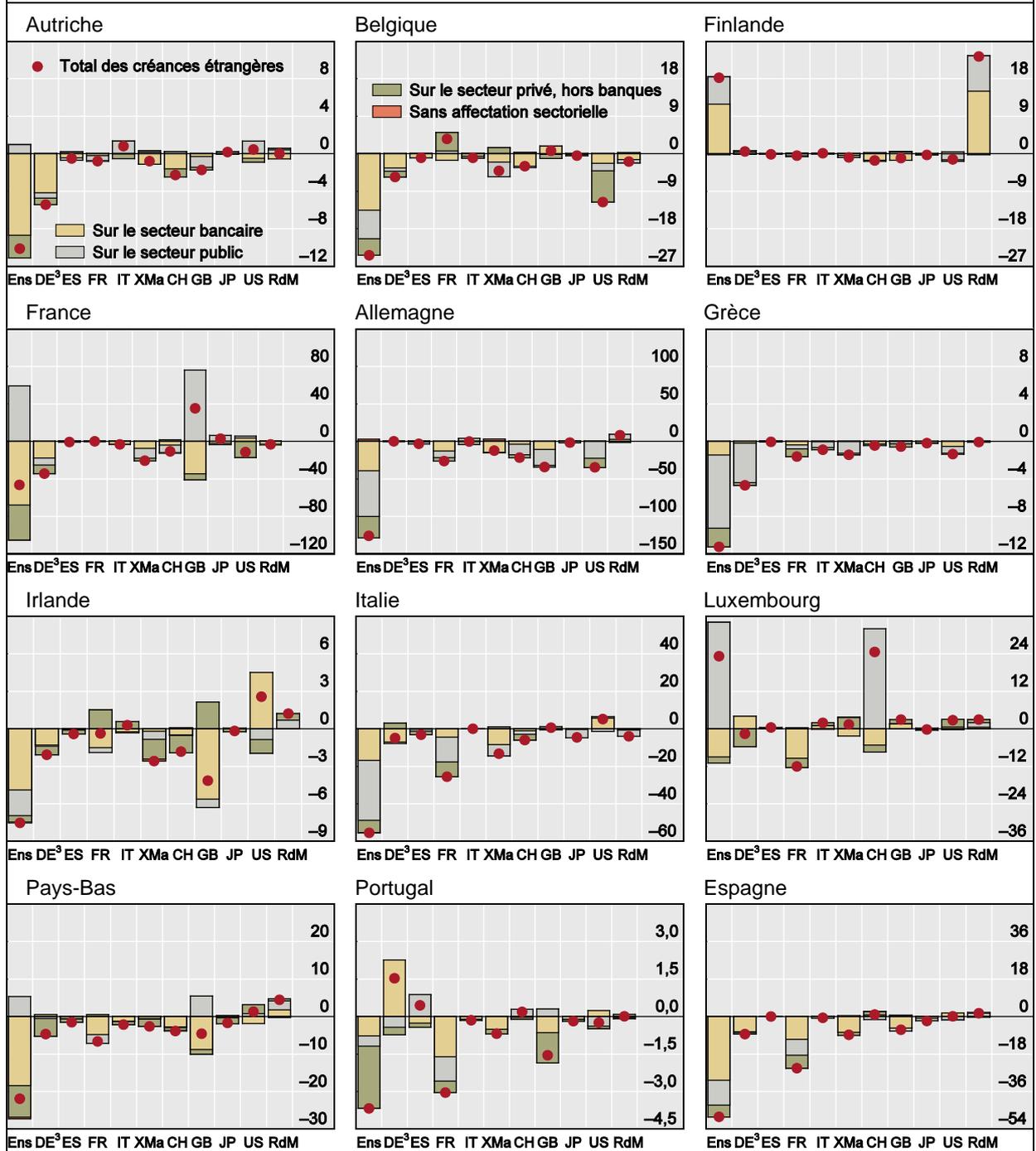
En ce qui concerne les bailleurs de fonds, ce sont les banques de la zone euro qui ont le plus contribué à la contraction des créances étrangères sur les cinq pays périphériques (-\$105 milliards, -6,7 %). Les établissements français à eux seuls représentent près de la moitié de ce recul (-\$55 milliards, -8,9 %). En revanche, leurs homologues américains ont légèrement accru leurs créances étrangères sur ces cinq économies, en augmentant leur exposition sur les banques et en diminuant leurs sorties de risque (notamment en réduisant les garanties de tiers pour leurs créances sur l'Irlande). Les créances américaines sur le secteur public de ces pays, pour leur part, ont fléchi.

⁹ L'analyse de la présente section s'appuie sur les statistiques bancaires internationales consolidées BRI sur la base du risque ultime, dans lesquelles les expositions des banques déclarantes sont classées en fonction du pays d'origine (du siège de la banque mère), non en fonction de la résidence (lieu d'implantation) de l'établissement où elles sont comptabilisées. En outre, la classification des contreparties tient compte des transferts de risque entre pays et secteurs (l'encadré pages 13–14 du *Rapport trimestriel BRI* de mars 2011 donne de plus amples précisions ainsi que des exemples de transfert de risque).

¹⁰ Pour tenir compte des fluctuations de change durant la période, nous supposons que toutes les créances étrangères sur les résidents de la zone euro sont libellées en euros.

Créances étrangères¹ sur 12 pays, par nationalité des banques, au 4^e trimestre 2011

Variation d'encours (estimations), à cours de change² constant de fin 2011 ; en milliards de dollars



Ens = ensemble des banques déclarantes BRI ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; IT = Italie ; XMa = zone euro, autres pays ; CH = Suisse ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; US = États-Unis ; RdM = reste du monde.

¹ Les créances étrangères englobent les créances transfrontières et les créances locales des filiales étrangères (ce qui exclut les créances des banques dont le siège est situé dans le pays considéré). ² Par hypothèse, toutes les expositions sont libellées en euro. ³ Les créances des banques allemandes sont compilées sur la base de l'emprunteur direct, sauf les créances sur le secteur public grec, qui le sont sur la base du risque ultime.

Baisse des créances transfrontières sur les économies émergentes¹¹

Les créances des banques hors économies émergentes sur les résidents de ces économies ont diminué de \$75 milliards (-2,4 %) au quatrième trimestre 2011, après une baisse de \$17 milliards (-0,5 %) au trimestre précédent. Cette diminution n'était que la deuxième en près de trois ans, ce qui souligne l'ampleur des opérations de désendettement des activités transfrontières durant la période. Les plus fortes réductions ont été le fait des banques de la zone euro, des places franches asiatiques et du Japon. Elles n'ont été que partiellement compensées par de légères hausses des prêts en provenance d'autres régions, essentiellement les États-Unis et le Royaume-Uni.

La contraction d'ensemble s'explique principalement par un important repli de l'interbancaire (-\$64 milliards, -3,8 %), dont plus de moitié a concerné la Chine. Les créances transfrontières sur le secteur non bancaire ont diminué de \$10 milliards (-0,7 %). Les résidents d'Asie-Pacifique, d'Europe émergente et d'Afrique-Moyen-Orient ont tous enregistré des baisses. La seule région où les prêts transfrontières ont augmenté est l'Amérique latine-Caraïbes.

Les prêts
transfrontières à
l'Asie-Pacifique
diminuent...

C'est l'Asie-Pacifique qui a enregistré la plus forte baisse (-\$68 milliards, -5,1 %), avec 91 % de la contraction d'ensemble vis-à-vis des économies émergentes (graphique 4, cadre supérieur gauche). De fait, les créances transfrontières sur la région n'avaient plus diminué depuis le premier trimestre 2009. L'interbancaire a reculé de \$70 milliards (-7,9 %), tandis que les prêts au secteur non bancaire augmentaient légèrement (\$1,6 milliard, 0,3 %). Le mouvement de baisse des créances transfrontières sur l'Asie-Pacifique est parti, pour l'essentiel, de banques sises dans des places franches asiatiques (comme Hong-Kong RAS et Singapour), imitées ensuite par des établissements en France, au Japon et au Royaume-Uni.

La baisse des créances transfrontières sur l'Asie-Pacifique s'explique principalement par une lourde chute des prêts transfrontières à la Chine (-\$31 milliards, -6,1 %), la première depuis le premier trimestre 2009. Le secteur bancaire chinois a subi un repli de \$37 milliards (-9,9 %), tandis que le secteur non bancaire enregistrerait une hausse de \$5,9 milliards (4,4 %).

Le Taïpei chinois, la Corée, la Thaïlande et l'Inde ont également vu diminuer considérablement les prêts transfrontières (-\$8,8 milliards, -8,9 %, -\$7,4 milliards, -3,5 %, -\$7,2 milliards, -14,7 %, et -\$7,1 milliards, -3,4 %, respectivement), essentiellement du fait de l'interbancaire, qui, dans certains cas, a fortement chuté.

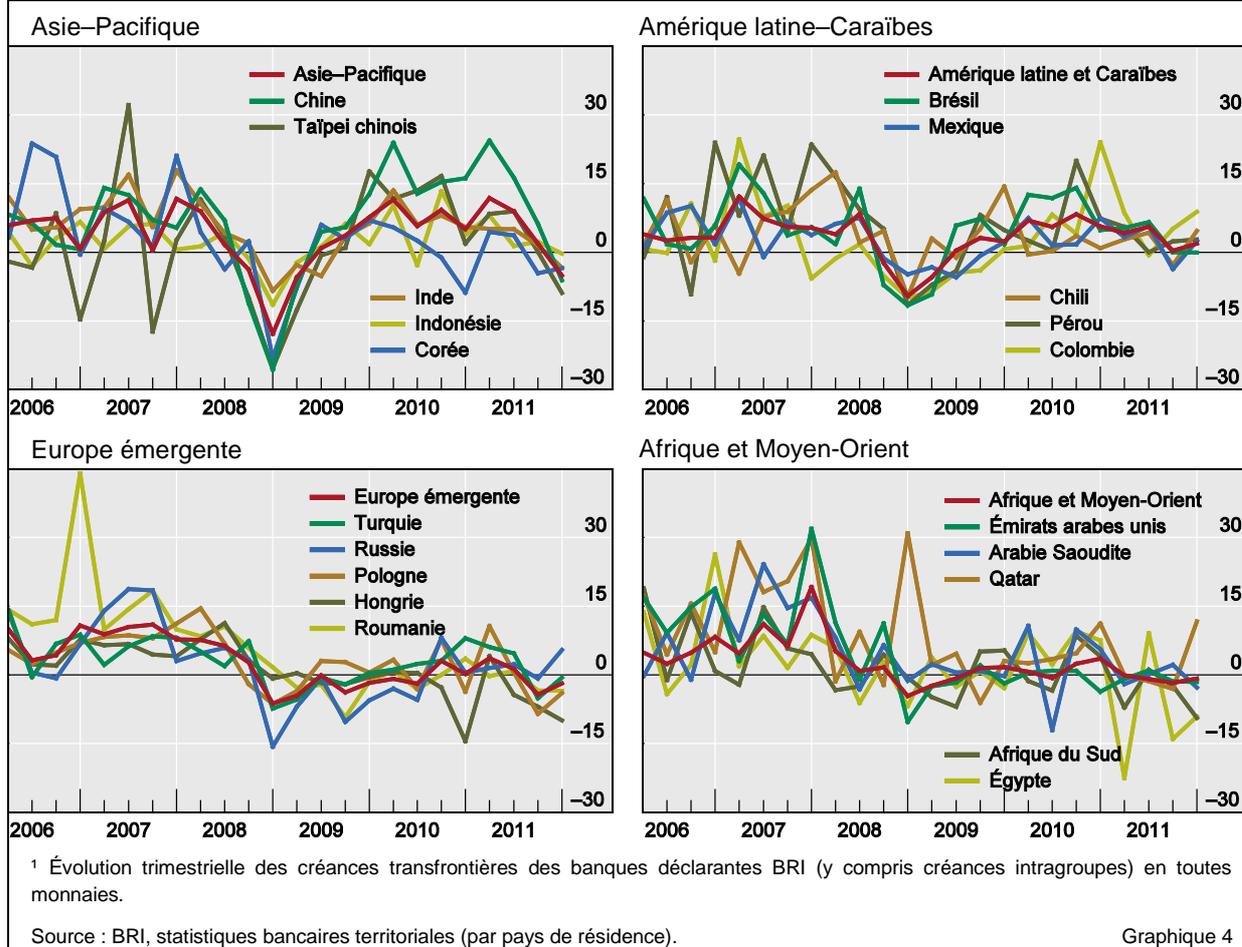
... de même qu'à
l'Europe émergente
et à l'Afrique-
Moyen-Orient...

L'Europe émergente et l'Afrique-Moyen-Orient ont également accusé une baisse (graphique 4, cadres inférieurs). Les créances sur l'Europe émergente ont diminué de \$14 milliards (-1,9 %), essentiellement du fait d'un net repli de l'interbancaire (-\$11 milliards, -2,6 %). Les pays les plus touchés ont été la Hongrie (-\$6,9 milliards, -9,9 %) et la Pologne (-\$5,1 milliards, -4,0 %), et les principaux responsables de cette diminution ont été les établissements

¹¹ L'analyse exposée dans la présente section s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales de la BRI par pays de résidence. Voir note 3 pour une description de ces données.

Croissance des créances transfrontières¹ sur les résidents des économies émergentes

Par résidence de la contrepartie, en %



d'Autriche, de France et des Pays-Bas. La Russie, au contraire, a bénéficié d'une progression des prêts transfrontières reçus (\$8,0 milliards, 5,4 %), également répartie entre secteurs bancaire et non bancaire. En ce qui concerne la région Afrique-Moyen-Orient, le recul de \$4,1 milliards (-0,8 %) des créances s'est concentré sur l'Afrique du Sud, Israël et l'Arabie Saoudite. Seul le Qatar a vu augmenter les prêts qui lui étaient destinés.

La région Amérique latine-Caraïbes a connu une augmentation des prêts transfrontières de \$11 milliards (2 %), due à une progression de \$10 milliards (4,3 %) de l'interbancaire. Les principaux pays bénéficiaires ont été le Mexique (\$3,0 milliards, 2,4 %) et le Chili (\$2,5 milliards, 4,7 %). Dans le cas du Mexique, cette hausse s'explique largement par l'interbancaire (\$4,0 milliards, 13 %). Les banques aux États-Unis et au Canada sont à l'origine de la majeure partie de l'augmentation des prêts transfrontières à la région, tandis que les établissements au Japon ont réduit leur exposition.

... tandis que ceux à la région Amérique latine-Caraïbes augmentent.

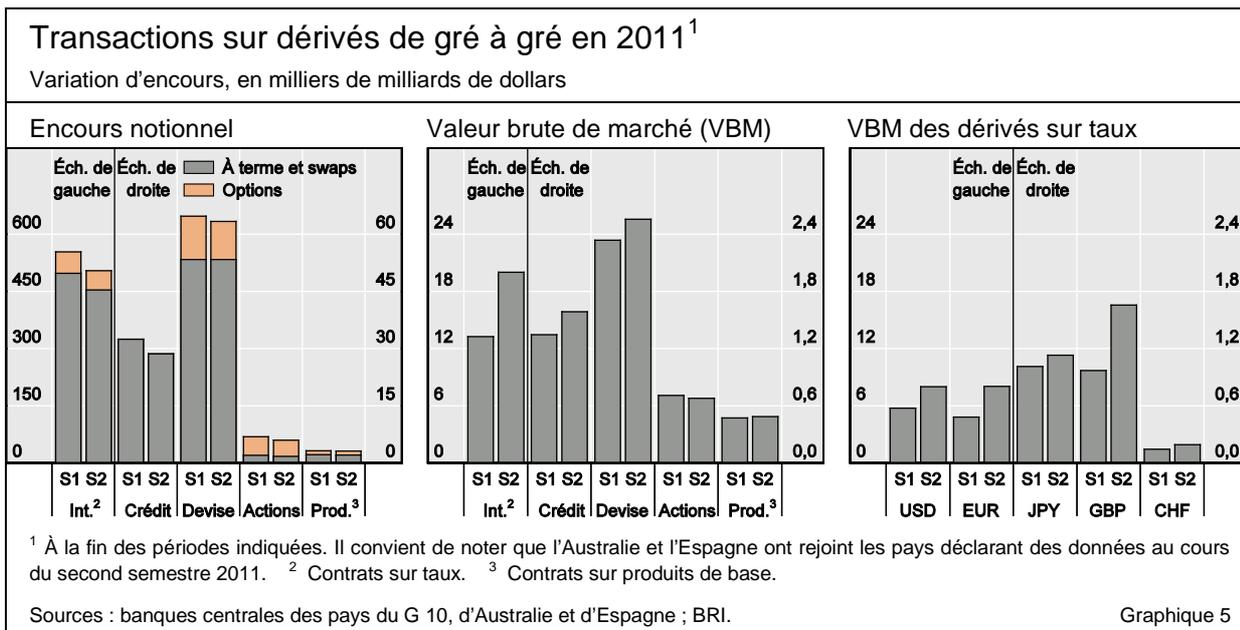
Dérivés de gré à gré au second semestre 2011

Les positions sur dérivés de gré à gré ont diminué, mais leur valeur de marché a augmenté.

Cette évolution se vérifie sur le segment des taux d'intérêt...

Au second semestre 2011, l'encours notionnel des dérivés de gré à gré a diminué de 8 %, à \$648 000 milliards. Toutefois, leur valeur de marché a augmenté de 40 % (graphique 5, cadres de gauche et du centre) du fait d'un regain de volatilité des cours¹². L'exposition brute au risque de crédit s'est aussi nettement accrue, de 32 %.

Ces variations s'expliquent essentiellement par l'évolution des instruments sur taux d'intérêt. Sur ce segment, l'encours notionnel des contrats a diminué de 9 %, à \$504 000 milliards. Cette diminution correspondait d'assez près à des réductions de positions en dollar, en euro et en livre sterling ainsi que de positions d'échéance résiduelle à 1 an maximum. Il se peut que les intervenants, estimant faible le risque de variations prochaines des taux courts de ces monnaies, aient choisi de ne pas remplacer les contrats courts arrivant à échéance. Ce sentiment concorderait aussi avec le recul de la probabilité d'un relèvement prochain des taux directeurs implicite dans les cours du marché et dans le niveau proche de zéro de ces taux (qui limite les possibilités d'abaissement). La hausse de la valeur de marché des contrats sur taux était aussi concentrée sur les instruments en dollar, euro et livre sterling, dont le coût de remplacement a progressé de 39 %, 67 % et 71 %, respectivement (graphique 5, cadre de droite). Pour chacune de ces monnaies, les taux des swaps de toutes échéances sont revenus à des minima historiques. Cela laisse penser que les taux des swaps se sont encore éloignés du niveau qu'ils



¹² La population déclarante a augmenté à la mi-2011, avec l'arrivée de courtiers sur dérivés en Australie et en Espagne. Exclusion faite de ces nouveaux courtiers, les encours notionnels déclarés sont revenus à \$635 000 milliards fin 2011, et la valeur de marché brute est passée à \$26 600 milliards seulement, au lieu de \$27 300 milliards. Les positions déclarées par groupe de contreparties ont plus évolué, puisque celles envers ces nouveaux opérateurs, auparavant positions vis-à-vis d'« autres établissements financiers » (ou « banques et maisons de titres » dans le cas des statistiques sur les dérivés de crédit), sont devenues des positions vis-à-vis de « courtiers déclarants ».

avaient lors de la signature de nombre des contrats ouverts, accroissant encore leur coût de remplacement.

La configuration observée sur le segment des taux (baisse des montants notionnels accompagnée d'une hausse de la valeur de marché) s'est retrouvée sur le marché des dérivés de crédit. Le volume des positions de place, qui a diminué de 12 %, à \$29 000 milliards, a renoué avec la tendance baissière amorcée fin 2007. Cette tendance reflète l'application des services de réductions volontaires de contrat aux opérations à compensation bilatérale ou avec contrepartie centrale. Même après ces réductions, les positions de place sur contrats avec contrepartie centrale sont passées de 9 % à 11 % du marché¹³. La valeur de marché des contrats ouverts a progressé de 18 %, les primes sur CDS (swaps sur défaut) ayant augmenté pour de nombreuses signatures souveraines et autres entités de référence.

...et des dérivés de crédit.

Dans le compartiment des devises, en revanche, l'encours notionnel a peu varié, malgré une importante hausse de la valeur de marché. La valeur de marché brute a progressé de 9 %, essentiellement du fait d'une variation de la valeur des contrats entre monnaies du G 3 au second semestre 2011 : l'euro s'est déprécié de 5 % par rapport au dollar et de 8 % vis-à-vis du yen. Dans un segment plus restreint, la valeur de marché brute des contrats sur franc suisse a reculé de 30 %, après la décision de la Banque nationale suisse d'essayer de plafonner le cours de sa monnaie vis-à-vis de l'euro. Cette mesure a entraîné une forte dépréciation du franc suisse, qui est tombé juste au-dessous du plafond, inversant sa vive appréciation des mois précédents. C'est sans doute ainsi que les valeurs actuelle et attendue du taux de change sont revenues vers les taux fixes contenus dans de nombreux contrats ouverts, diminuant leur coût de remplacement. L'encours des contrats sur le franc suisse a aussi nettement baissé (-16 %), ce qui s'explique peut-être par le fait que certains participants, qui auraient enregistré des pertes en cas d'appréciation du franc contre l'euro, ont décidé de ne plus se couvrir contre ce risque.

Les valeurs de marché ont aussi augmenté pour les devises...

Dans le compartiment plus réduit des actions et des produits de base, les encours notionnels ont légèrement fléchi, tandis que les valeurs de marché ont peu évolué. Pour ce qui est des actions, le montant notionnel des contrats a diminué de 13 %, reflétant des baisses du même ordre de grandeur enregistrées par les options et par les positions sur contrats à terme et swaps. En ce qui concerne les produits de base, la contraction d'ensemble des positions a atteint 3 %, ce qui, là aussi, correspond à une baisse semblable des options, d'une part, des contrats à terme et swaps, de l'autre.

... mais elles ont peu varié pour les actions et les produits de base.

¹³ Après division par deux du volume des contrats avec contrepartie centrale, le système de compensation avec contrepartie centrale remplace un contrat d'origine entre deux contreparties par deux contrats, l'un entre la première contrepartie d'origine et la contrepartie centrale, l'autre entre la contrepartie centrale et la seconde contrepartie d'origine.

Encadré 1 : Émissions de titres de dette internationaux au premier trimestre 2012

Andreas Schrimpf

Les émissions de titres de dette internationaux se sont vivement accrues au premier trimestre 2012. La hausse de l'activité tenait en grande partie aux opérations de LTRO à trois ans de la BCE (opérations de refinancement à plus long terme, couvertes par des sûretés), qui ont contribué à éviter une crise de financement dans le secteur bancaire européen. En renforçant la confiance du marché, l'intervention de la BCE a permis aux établissements financiers de la zone euro d'accéder de nouveau au marché primaire des titres de dette.

À \$ 2 562 milliards, les émissions brutes mondiales ont enregistré une hausse de 40 % par rapport au trimestre précédent (graphique A1, cadre de gauche), leur plus haut niveau depuis le deuxième trimestre 2008. Les remboursements ayant augmenté de seulement 20 %, à \$ 1 865 milliards, au premier trimestre, les émissions nettes ont atteint \$ 696 milliards, dépassant le total enregistré durant tout le second semestre 2011 (\$ 428 milliards).

Les émetteurs ayant leur siège en Europe ont été les plus actifs durant la période, levant \$ 240 milliards de fonds en termes nets, soit plus du double du volume enregistré trois mois plus tôt. Les emprunteurs de nationalité américaine ont eux aussi intensifié sensiblement leur activité, avec des émissions nettes de \$ 97 milliards, contre \$ 57 milliards au dernier trimestre 2011. Les signatures des économies émergentes ont, quant à elles, collecté \$ 122 milliards en termes nets, le plus gros volume émis sur un trimestre depuis la création des statistiques BRI. Les institutions internationales (essentiellement des banques multilatérales de développement) ont également levé un important volume : \$ 140 milliards en termes nets.

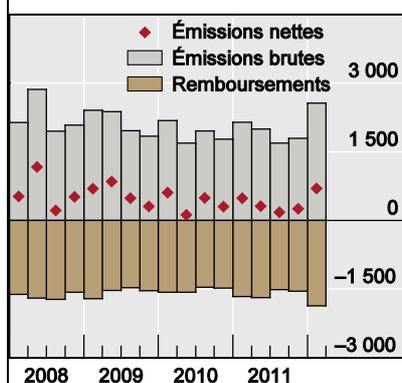
De nombreux établissements financiers ont sollicité les marchés des titres de dette internationaux au premier trimestre (graphique A1, cadre du milieu). À \$ 385 milliards, leurs emprunts ont dépassé ceux des entreprises non financières (\$ 167 milliards). Les établissements financiers européens se sont montrés particulièrement actifs, avec \$ 200 milliards d'émissions nettes. Les établissements financiers américains ont été beaucoup moins dynamiques (\$ 17 milliards en termes nets), alors que les entreprises américaines ont maintenu leur rythme soutenu (\$ 80 milliards en termes nets).

Les banques européennes ont bénéficié d'une nette amélioration des conditions de financement de gros suite à la première opération de LTRO à trois ans de la BCE, fin décembre 2011. Surmontant leurs difficultés d'accès vers la fin 2011, elles ont fait leur retour sur le marché en lançant d'importantes émissions pour tirer parti de conditions plus favorables.

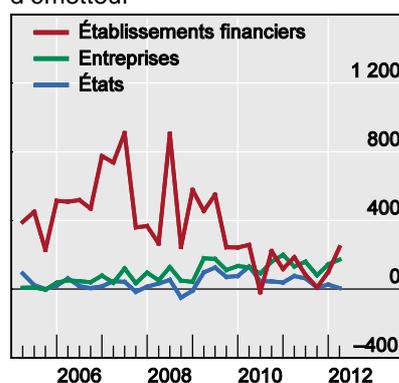
Émissions de titres de dette

En milliards de dollars

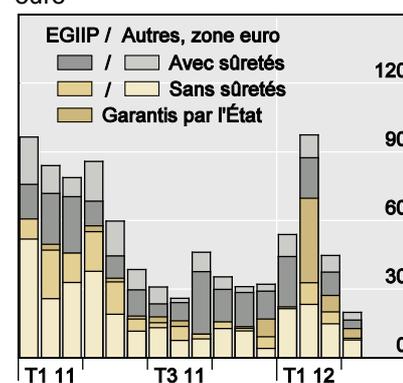
Ensemble des émetteurs¹



Émissions nettes, par type d'émetteur¹



Émissions des banques de la zone euro²



¹ Titres de dette internationaux. ² Émissions obligataires brutes de banques dont le siège se situe en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie ou au Portugal (EGIIP) ou dans d'autres pays de la zone euro (XMa). Les titres de dette couverts par des sûretés, qui sont constitués essentiellement d'obligations sécurisées, incluent aussi un moindre volume d'autres obligations ainsi que des titres adossés à des actifs.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; BRI.

Graphique A1

Il importe de noter que la composition de la dette nouvellement émise par les banques européennes a changé (graphique A1, cadre de droite). Pendant une grande partie du second semestre 2011, leur activité d'émission s'était essentiellement limitée aux obligations sécurisées, étant donné que les obligations non garanties ne pouvaient être émises que par des banques de premier rang et des banques sises dans les juridictions notées AAA. Ce sont principalement les banques européennes bien notées (comme ABN AMRO, Rabobank, Nordea et SEB) qui ont recommencé à émettre des obligations de premier rang non garanties début janvier, suivies par des signatures de moindre qualité et des banques sises dans les pays périphériques.

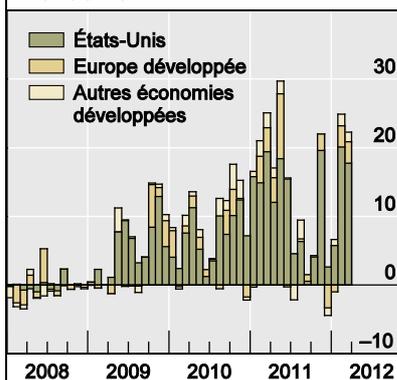
Cela étant, ce sont essentiellement les banques des principaux pays de la zone euro qui ont lancé des emprunts obligataires de premier rang non garantis. Les autres ont surtout émis des obligations sécurisées et des obligations garanties par l'État.

Sous l'effet de la baisse de la rémunération du risque exigée par les investisseurs et de l'amélioration du sentiment suite à la première opération de refinancement à trois ans de la BCE, les émissions d'obligations à haut rendement se sont à nouveau accélérées pour répondre à l'engouement accru des investisseurs pour le risque (graphique B1, cadre de gauche). Les primes sur ce segment avaient augmenté vers la fin 2011, en raison de l'incertitude suscitée par les tensions sur la dette souveraine dans la zone euro, mais ont diminué quelque peu sous l'effet de l'amélioration du sentiment en début d'année (graphique B1, cadre du milieu). Ce sont les entreprises américaines qui ont émis le plus d'obligations à haut rendement (essentiellement en février-mars), avec un volume de \$44 milliards après remboursements.

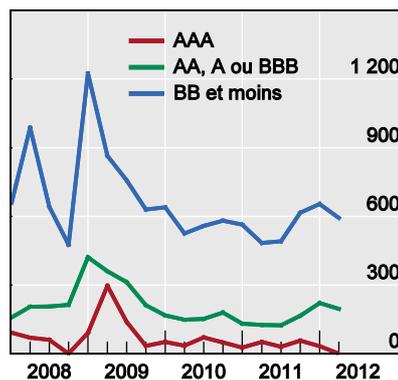
L'activité d'emprunt des économies émergentes a été très soutenue elle aussi (graphique B1, cadre de droite). Les signatures d'Asie-Pacifique ont sollicité les marchés internationaux de la dette, avec des émissions nettes de \$58 milliards, essentiellement attribuables aux entités chinoises (\$33 milliards) et coréennes (\$9 milliards). Les émetteurs ayant leur siège en Amérique latine ont également intensifié leurs emprunts (\$39 milliards en termes nets), essentiellement du fait de l'activité accrue des entités du Brésil (\$28 milliards) et du Mexique (\$7 milliards).

Titres de dette internationaux

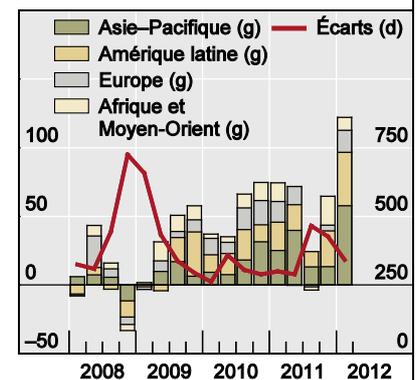
Émissions d'obligations à haut rendement¹



Prime de risque moyenne², en pb



Économies émergentes³



¹ Émissions nettes des entreprises non financières dont le siège se situe dans des économies développées, en milliards de dollars.

² Moyenne pondérée ; note à l'émission. ³ Émissions nettes, en milliards de dollars. Écart de rendement sur la base de l'indice trimestriel JPMorgan EMBI Global Composite, en pb.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; BRI.

Graphique B1

Encadré 2 : Risque de contrepartie : expositions non couvertes sur le marché mondial des dérivés de gré à gré

Jacob Gyntelberg et Nicholas Vause

Sur les marchés de dérivés de gré à gré, les expositions au risque de crédit non couvertes entre contreparties à des transactions bilatérales s'élevaient à au moins \$2 100 milliards fin 2011 (graphique A2). Si ce montant est inférieur à l'estimation de \$3 000 milliards qui remonte à fin 2008, juste après le pic atteint pendant la crise financière, le volume de positions non couvertes semble s'être accru tant en 2010 qu'en 2011.

Nous estimons les expositions au risque de crédit non couvertes en soustrayant le volume de sûretés constituées sur les marchés de dérivés de gré à gré des expositions au risque de contrepartie recensées dans l'enquête semestrielle BRI. Les expositions au risque de contrepartie désignent, elles, la somme de toutes les valeurs de marché positives des positions bilatérales entre les intervenants après compensation des transactions couvertes par des accords de compensation. Cette exposition « brute » au risque de crédit est passée de \$3 500 milliards à \$3 900 milliards au cours de l'année 2011. Fin 2008, elle s'élevait à \$5 000 milliards.

Les sûretés constituées en regard d'expositions au risque de contrepartie se chiffraient à seulement \$1 800 milliards fin 2011, \$1 500 milliards fin 2010 et \$2 000 milliards fin 2008. Ces chiffres sont estimés à partir du volume de « sûretés en circulation » déclaré dans l'enquête Margin Survey 2012 de l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association), qui était de \$3 600 milliards fin 2011. Ce chiffre est toutefois ajusté pour tenir compte du fait que chaque unité est comptabilisée au moins deux fois, puisque l'enquête comptabilise à la fois les sûretés constituées et reçues par les intervenants (appendice 2 de l'enquête de l'ISDA), voire plusieurs fois si les contreparties l'utilisent pour couvrir différentes expositions au risque de crédit. Cette comptabilisation multiple entraîne une surévaluation des expositions au risque de contrepartie adossées à des sûretés.

Expositions au risque de contrepartie non couvertes sur les marchés de dérivés de gré à gré

Variation d'encours, en milliers de milliards de dollars

