

Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette¹

La BRI a révisé ses statistiques sur les titres de dette pour améliorer leur comparabilité sur différents marchés. Les émissions internationales qui ont été redéfinies désignent désormais des titres de dette émis hors de la juridiction de résidence de l'emprunteur, et c'est la première fois que sont publiées des statistiques compilant émissions internationales et intérieures. Les statistiques révisées mettent en évidence la taille croissante et l'internationalisation des marchés obligataires.

JEL : F34, G15.

Avec l'internationalisation des marchés obligataires, il est plus en plus difficile de faire la différence entre les titres de dette internationaux et intérieurs. La BRI a donc revu sa méthodologie de classification des émissions internationales, et se réfère désormais à la juridiction d'émission plutôt qu'à la base d'investisseurs ciblée. De plus, elle a harmonisé ses classifications avec celles du Manuel sur les statistiques relatives aux titres (*Handbook on Securities Statistics*, HSS) et publie pour la première fois des données totalisant tous les titres de dette. Cette étude expose les raisons qui ont motivé ces changements et analyse leur effet sur les statistiques.

Des problèmes d'ordre conceptuel

Depuis le milieu des années 1980, la BRI publie des statistiques sur l'activité d'emprunt sur les marchés des titres obligataires. Au départ limitées aux marchés internationaux, ces statistiques n'ont cessé de s'étoffer au fil des années et englobent désormais aussi plus de 50 marchés nationaux. Dans le même temps, les évolutions sur les marchés financiers incitent à s'interroger sur l'utilité de ces

¹ Nous tenons à remercier Claudio Borio, Stephen Cecchetti, Piet Clement, Christian Dembiermont, Liam Flynn, Patrick McGuire, Denis Pêtre, Christian Upper et Paul van den Bergh pour leurs précieux commentaires. Les opinions exprimées ici n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI.

statistiques pour l'analyse de la stabilité financière². La taille et la diversité croissantes des marchés des titres de dette, en particulier, mettent en évidence l'importance de disposer de données comparables. De plus, l'ouverture continue des marchés locaux aux investisseurs et aux émetteurs étrangers brouille la distinction entre titres de dette internationaux et intérieurs.

Les problèmes de comparabilité résultent en partie de différences dans les sources de données. Les statistiques sur les titres de dette internationaux (TDI) sont compilées à partir d'une base de données que la BRI constitue titre par titre à l'aide d'informations provenant de fournisseurs de données commerciaux. Ces données titre par titre permettent à la BRI de procéder à des classifications par secteur, par échéance et selon d'autres critères de manière cohérente pour les différents pays. En revanche, les statistiques sur les titres de dette internes - ou nationaux (TDN) - sont des données agrégées que la BRI a extraites de sources accessibles à tous (banques centrales, offices nationaux des statistiques et bourses des valeurs mobilières, principalement). La couverture et les classifications varient fréquemment d'une source à l'autre.

La définition d'un titre de dette international adoptée par la BRI a ajouté aux problèmes de comparabilité. Dans le passé, la BRI définissait une émission internationale comme un titre destiné aux investisseurs internationaux, ce qui englobait les titres de dette émis sur le marché local par des résidents locaux mais à l'intention des investisseurs internationaux (Pêtre (2009)). Par extension, les émissions intérieures étaient des titres émis en monnaie locale à l'intention des investisseurs locaux³. D'autres fournisseurs de données sur les titres avaient l'habitude d'appliquer une définition différente, ne se préoccupant pas de la base d'investisseurs ciblée. La BRI corrigeait ses statistiques sur les TDN de manière à intégrer l'éventualité d'un double comptage des émissions intérieures destinées aux investisseurs internationaux ; néanmoins, les statistiques sur les TDI et les TDN avaient tendance à se chevaucher. La BRI ne publiait donc pas de statistiques combinant ces deux ensembles de données.

Cette définition historique s'explique par les origines des statistiques sur les TDI, qui permettaient d'estimer l'endettement extérieur d'un pays⁴. Dans les années 1980, les données sur les émissions destinées aux investisseurs internationaux constituaient en effet un indicateur acceptable et facilement disponible pour les investissements de portefeuille étrangers. À cette époque-là, rares étaient les investisseurs internationaux qui étaient prêts à acheter la dette des emprunteurs souverains à risque lorsqu'elle n'était pas émise à l'étranger dans l'une des grandes monnaies. Dans les années 1980 et 1990, les autorités et les créanciers suivaient de près le total des titres de dette internationaux et des engagements vis-à-vis des banques déclarantes BRI, car ces données révélaient souvent un endettement extérieur plus élevé, surtout dans le cas de l'endettement à court

² Pour une analyse de l'effet des changements structurels intervenus sur les marchés financiers sur les besoins de statistiques, voir par exemple Forum de stabilité financière (2000) et Comité sur le système financier mondial (CSFM (2007)).

³ La BRI considérait que les titres de dette émis sur le marché local par des résidents locaux ciblaient les investisseurs internationaux s'ils étaient libellés dans une monnaie étrangère ou souscrits par un consortium comprenant au moins une banque étrangère.

⁴ En réaction à la crise de la dette internationale du début des années 1980, le Comité sur le système financier mondial (CSFM), alors appelé Comité permanent des euromonnaies, a entrepris d'améliorer les statistiques relatives aux expositions étrangères des banques. Outre cette amélioration, le CSFM a demandé à la BRI de compléter ses statistiques bancaires internationales en collectant des données sur les obligations et les titres de dette à court terme, en utilisant de préférence des données provenant du secteur privé (Comité permanent des euromonnaies (1986)).

terme, que celui qui avait été estimé par les offices nationaux des statistiques de nombreux pays en développement⁵.

Au cours des deux dernières décennies, le lien entre émissions transfrontières et investissement s'est affaibli. Les systèmes financiers locaux se sont progressivement intégrés au système financier international⁶. En outre, investisseurs et émetteurs ont tiré parti de la suppression du contrôle des capitaux. De nos jours, de nombreux investisseurs internationaux sont donc des acheteurs actifs de la dette émise localement. De même, les emprunteurs qui avaient autrefois des difficultés à lever des fonds dans leur monnaie peuvent aujourd'hui le faire hors de leurs frontières nationales.

De surcroît, il est désormais plus facile de se procurer les données sur les portefeuilles des non-résidents. De nombreux pays ont amélioré leurs statistiques sur la dette extérieure et l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille transfrontières (Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS) organisée chaque année par le FMI, collecte des statistiques complètes par créancier.

Le graphique 1 illustre l'écart entre les émissions obligataires internationales et les portefeuilles obligataires transfrontières d'après, respectivement, les statistiques historiques de la BRI sur les TDI et l'enquête CPIS du FMI. Au niveau agrégé, les encours sont restés similaires jusqu'au début des années 2000, et divergent depuis cette date (graphique 1, cadre de gauche). Il est évident que l'utilisation de la valeur de marché pour les portefeuilles, alors que les statistiques des TDI se fondent sur la valeur nominale, contribue à ce découplage. Cela étant, les achats transfrontières de titres de dette principalement négociés sur les marchés obligataires locaux et libellés dans la monnaie de ces marchés expliquent aussi ce phénomène. On le constate au niveau individuel des pays : par exemple, à la fin 2010, selon l'enquête CPIS, les portefeuilles étrangers de titres de dette émis par des résidents du Brésil, de Chine, d'Inde et d'Indonésie étaient supérieurs d'au moins 50 % aux statistiques historiques de la BRI sur les TDI (graphique 1, cadre de droite). Il est probable que ce sont les portefeuilles de titres d'État à court et long termes qui expliquent une grande partie de cette différence, car aucune de ces émissions libellées en monnaie locale n'est incluse dans les statistiques sur les TDI.

Il est intéressant de noter que pour certains pays, les données de l'enquête CPIS sont inférieures aux statistiques historiques sur les TDI. Ce pourrait être dû au fait que des obligations destinées aux investisseurs internationaux sont en fait acquises par des investisseurs résidant dans le même pays que l'émetteur, par exemple, dans le cas de banques russes achetant des obligations internationales émises par l'État russe. Autre possibilité, il se pourrait que l'enquête CPIS laisse de côté certaines acquisitions, par exemple celles effectuées par des fonds d'investissement dans des centres financiers⁷.

⁵ Avec les statistiques bancaires internationales de la BRI, les statistiques sur les TDI forment une partie centrale de la plateforme commune sur les statistiques de l'endettement extérieur mise en place par la BRI, le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale afin de compiler les données provenant des créanciers, du marché et des sources nationales (www.jedh.org). Pour une analyse des différences conceptuelles entre les données des créanciers et celles des débiteurs, voir BRI (2002).

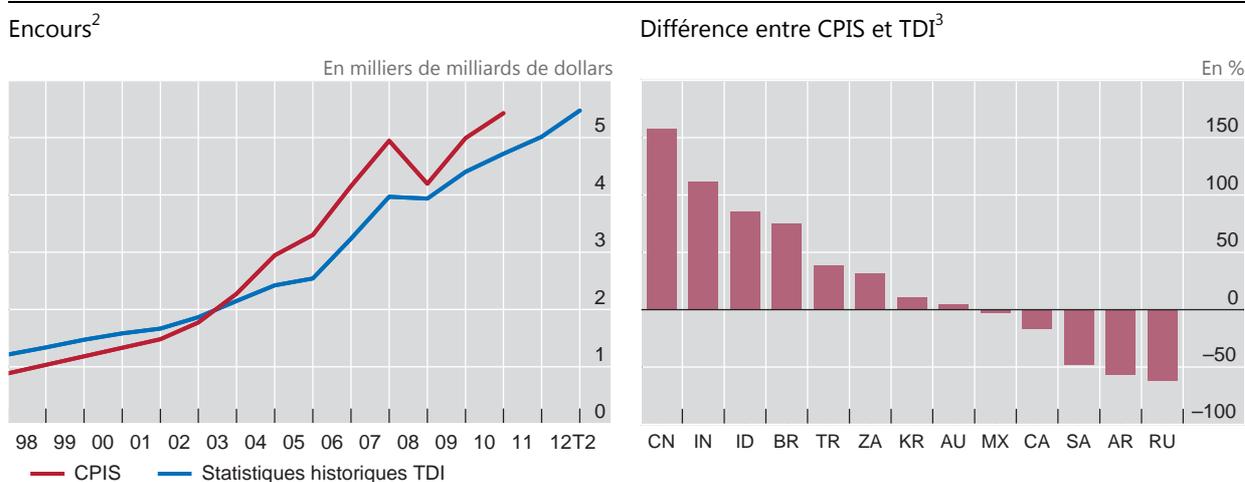
⁶ L'avancée de l'intégration financière est analysée dans BRI (2008a, b), par exemple.

⁷ Les portefeuilles des fonds d'investissement domiciliés dans les centres financiers ne sont pas toujours entièrement pris en compte ou alloués. Par exemple, en 2010, les pays participant à l'enquête CPIS ont fait état d'un total de \$1 600 milliards d'investissements de portefeuille dans des entités des îles Caïmans. Il est probable que la majeure partie de cette somme a été placée dans des fonds d'investissement, qui l'ont ensuite réinvestie en dehors des îles Caïmans. Pourtant, les

Les titres de dette internationaux comme indicateurs des engagements de portefeuille transfrontières

Statistiques des TDI comparées aux engagements tirés de l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille transfrontières (CPIS)¹

Graphique 1



AR = Argentine ; AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CN = Chine ; IN = Inde ; ID = Indonésie ; KR = Corée du Sud ; MX = Mexique ; RU = Russie ; SA = Arabie saoudite ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

¹ Statistiques sur les TDI reposant sur la définition historique de la BRI comparées aux engagements tirés des portefeuilles transfrontières de titres de dette déclarés par les pays participant à l'enquête CPIS du FMI. ² Total des pays pour lesquels des statistiques CPIS et sur les TDI sont disponibles ; hors zone euro, Japon, Royaume-Uni et États-Unis. Pour l'enquête CPIS, données extrapolées pour la période 1998-2000 ; les données les plus récentes correspondent à la fin 2010. ³ CPIS moins TDI, en pourcentage des TDI ; volume des encours fin 2010.

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

Distinguer les émissions internationales des émissions intérieures

Bien que l'intégration croissante de marchés autrefois segmentés affaiblisse le lien entre la base d'investisseurs ciblée et les investissements de portefeuille étrangers, il reste utile de pouvoir faire la distinction entre titres de dette internationaux et intérieurs, à d'autres fins. Les marchés ne sont pas pleinement intégrés, et les différences entre les émissions internationales et intérieures ne sont pas sans conséquence pour la stabilité financière. Ces émissions peuvent différer par la monnaie d'émission, par l'emplacement du marché primaire ou secondaire, ainsi que par le droit auquel elles sont assujetties. Suivant l'aspect que l'on souhaite étudier, il convient de choisir laquelle, parmi ces différences, permet le mieux de faire la distinction entre ces deux types d'émission.

La monnaie d'émission constitue une méthode possible. Les titres de dette libellés en monnaie étrangère peuvent être considérés comme des titres internationaux, et ceux qui sont libellés dans la monnaie locale de l'emprunteur comme des titres intérieurs. Il est vital d'étudier quelles sont les monnaies qui composent la dette lorsque l'on cherche à déterminer l'exposition d'un emprunteur

îles Caïmans ont déclaré un total de \$57 milliards seulement d'investissements de portefeuille dans le reste du monde.

aux asymétries de monnaies : lorsque l'actif et le passif sont libellés dans des monnaies différentes, la valeur nette est sensible aux fluctuations des cours de change. Les crises financières de la fin des années 1990 ont montré à quel point les marchés obligataires locaux peuvent contribuer à la réduction des asymétries de monnaies et à l'allongement de la durée de la dette.

L'emplacement des marchés primaires et secondaires offre d'autres possibilités de faire la distinction entre titres de dette internationaux et nationaux. Cet aspect se révèle souvent utile lorsque l'on veut analyser l'évolution des marchés de capitaux locaux, y compris les effets des contrôles des changes et des capitaux. Selon cette méthode, les obligations enregistrées ou négociées hors du pays de résidence de l'emprunteur peuvent être considérées comme des titres internationaux, et celles qui sont enregistrées ou négociées dans le pays de résidence de l'emprunteur comme des titres nationaux. Pour identifier le marché primaire, on peut se fonder sur le code ISIN (*International Securities Identification Number*), qui est un indicateur fiable du lieu d'enregistrement d'une émission. Pour déterminer le marché secondaire, il serait possible de référencer le marché où le titre est coté, bien que les obligations se négocient souvent sur des marchés de gré à gré, qui ne se situent pas forcément dans le même pays que le marché de cotation.

Le droit applicable constitue un quatrième moyen de distinguer les émissions internationales des émissions nationales. Selon cette méthode, il est possible de considérer que les émissions régies par un droit étranger sont internationales, tandis que celles qui relèvent des lois du pays de résidence de l'émetteur sont intérieures. La prise en compte du droit applicable est pertinente dans les analyses des risques associés aux politiques publiques qui produisent un effet territorial, par exemple le contrôle des capitaux et les moratoires sur les paiements. Les pays peuvent recourir au pouvoir législatif pour modifier les modalités des obligations émises selon le droit national, ce qui permet de légaliser des actes qui pourraient sinon représenter une rupture de contrat pour des obligations émises dans le cadre d'un droit étranger. Cette distinction s'est une fois de plus révélée pertinente lors de la récente restructuration de la dette publique grecque (encadré 1).

Dans le passé, il existait une relation étroite entre ces quatre modes d'identification possibles des obligations internationales. Les obligations enregistrées et négociées en dehors du pays de résidence de l'émetteur étaient souvent régies par un droit étranger et libellées dans une monnaie étrangère. En 1998 encore, environ 70 % des obligations émises sur les marchés internationaux étaient libellées en monnaie étrangère, c'est-à-dire dans une monnaie différente de celle du pays de résidence de l'emprunteur (graphique 2, cadre de gauche). La majorité de ces titres étaient libellés en dollars des États-Unis, le plus souvent émis et négociés à Londres et régis par le droit anglais.

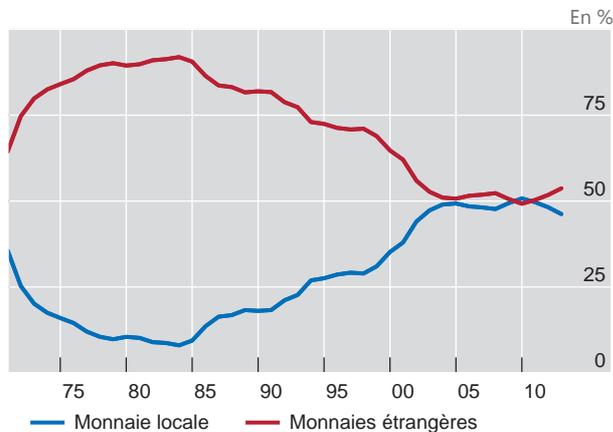
Cette relation s'est affaiblie au cours de la dernière décennie. Des emprunteurs de nombreux pays sont désormais en mesure d'emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie. Depuis le milieu des années 2000, les obligations libellées dans la monnaie du pays de résidence de l'emprunteur représentent environ 50 % de l'encours des TDI (graphique 2, cadre de gauche). L'introduction de l'euro a manifestement joué un rôle important en permettant aux emprunteurs de la zone euro de se financer dans leur propre monnaie, et non plus en monnaie étrangère. Ce basculement a été perceptible en dehors de la zone euro également. Le Brésil, la Chine et la Russie comptent ainsi parmi les pays où les résidents émettent désormais à l'étranger mais dans leur propre monnaie (graphique 2, cadre de droite). En outre, ce sont de plus en plus des non-résidents qui émettent les obligations libellées dans les monnaies des marchés émergents.

Ventilation des titres de dette internationaux par monnaie

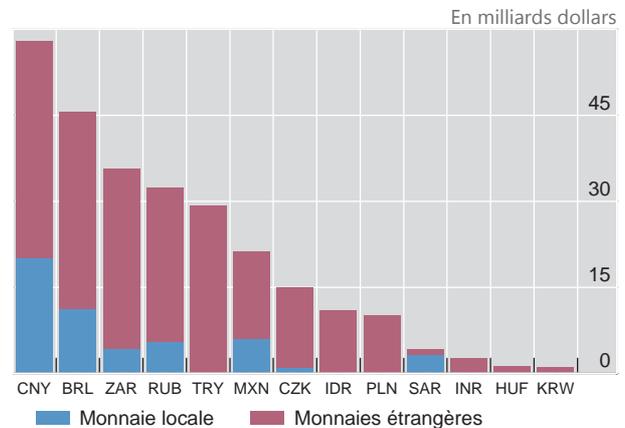
Titre libellé dans la monnaie locale de l'emprunteur¹

Graphique 2

Ventilation de l'encours des titres de dette internationaux



Encours en volume dans diverses monnaies²



BRL = real brésilien ; CNY = renminbi chinois ; CZK = couronne tchèque ; HUF = forint hongrois ; INR = roupie indienne ; IDR = rupiah indonésienne ; KRW = won sud-coréen ; MXN = peso mexicain ; PLN = zloty polonais ; RUB = rouble russe ; SAR = riyal saoudien ; TRY = nouvelle livre turque ; ZAR = rand sud-africain.

¹ La monnaie locale est la monnaie du pays de résidence de l'emprunteur. Les monnaies étrangères sont les monnaies autres que la monnaie locale du pays de résidence de l'emprunteur. ² Fin septembre 2012.

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

Cependant, la relation entre le marché primaire et les autres modes de différenciation des obligations internationales demeure étroite. Le marché primaire constitue en général un indicateur fiable de la monnaie de libellé et du droit applicable, même si la monnaie ne constitue désormais plus un bon indicateur du marché. Cette asymétrie s'explique par le caractère concentré de l'activité financière internationale. Dans la plupart des pays, les obligations émises sur le marché local sont habituellement émises dans la monnaie locale et régies par le droit local. Les centres financiers internationaux, ainsi que les économies dollarisées ou euroïsées, font exception.

Révisions mises en œuvre en décembre 2012

Afin de remédier aux problèmes d'ordre conceptuel posés par ses statistiques sur les titres de dette, la BRI a introduit trois changements dans la compilation de ces données : elle a redéfini les titres de dette internationaux, harmonisé les classifications et recourt désormais davantage aux statistiques communiquées par les banques centrales. Ces changements suivent les recommandations énoncées dans le Manuel sur les statistiques relatives aux titres (HSS), lequel instaure un cadre reconnu par la communauté internationale pour la classification des titres⁸. Le tableau 1 synthétise les différences entre les anciennes et les nouvelles statistiques.

⁸ La BRI, la BCE et le FMI ont collaboré à l'élaboration du HSS afin de promouvoir l'harmonisation. La première partie de ce document porte sur l'émission des titres de dette, la deuxième partie sur la détention des titres de dette et la troisième partie sur les questions relatives aux actions. La mise en œuvre des recommandations énoncées dans le HSS a été avaluée dans le rapport aux ministres et gouverneurs du G 20 sur les lacunes dans les données mises en évidence par la crise financière mondiale de 2007-09 (Conseil de stabilité financière et FMI (2009)). Le HSS est disponible à l'adresse www.imf.org/external/np/sta/wgsd/hbook.htm.

Statistiques BRI relatives aux titres de dette

Les anciennes définitions (d'avant décembre 2012) sont présentées entre parenthèses¹

Tableau 1

	Titres de dette internationaux	Titres de dette intérieurs	Titres de dette, total
Définition	Émis par des non-résidents sur tous les marchés (auparavant : destinés aux investisseurs internationaux)	Émis par des résidents sur leur marché local (auparavant : destinés aux investisseurs locaux)	Émis par des résidents sur tous les marchés
Source des données	Base de données titre par titre alimentée par des sources commerciales	Banques centrales ² (auparavant : sources publiques)	Banques centrales
Première année de disponibilité	1966	Variable d'un pays à l'autre (auparavant : 1989)	Variable d'un pays à l'autre
Fréquence	Trimestrielle	Trimestrielle (auparavant : annuelle avant 1994)	Trimestrielle
Valorisation	Valeur faciale	Valeur faciale ou nominale ³	Valeur faciale ou nominale ³
Classifications	HSS (auparavant : BRI)	HSS (auparavant : nationale)	HSS
Secteur	Sociétés financières, y compris banques centrales ; sociétés non financières ; administrations publiques (auparavant : institutions financières, hors banques centrales ; entreprises ; administrations publiques, banques centrales comprises)	Sociétés financières, y compris banques centrales ; sociétés non financières ; administrations publiques (auparavant : institutions financières, hors banques centrales ; entreprises ; administrations publiques, banques centrales comprises)	Sociétés financières, y compris banques centrales ; sociétés non financières ; administrations publiques
Sous-secteur	Banques (auparavant : sans objet)	sans objet	sans objet
Monnaie	> 90	Partiel ⁴ (auparavant : sans objet ⁵)	sans objet
Échéance	À court terme, sur la base de l'échéance initiale et résiduelle	À court terme, sur la base de l'échéance initiale (auparavant : sur la base de l'échéance résiduelle ⁶)	sans objet
Type d'instrument (taux d'intérêt)	Taux fixe, taux variable, indexé sur le rendement des actions	Partiel ⁴	sans objet

¹ Les changements mis en œuvre à compter de décembre 2012 ont été appliqués rétroactivement et ont donc produit des effets sur tout l'historique des statistiques. ² Sources publiques lorsque les données des banques centrales ne sont pas disponibles. Des informations détaillées sur la présentation des données dans les différents pays sont disponibles sur le site Web de la BRI (www.bis.org/statistics/secstats.htm). ³ La valeur nominale est égale à la valeur faciale plus les intérêts échus ; valeur de marché lorsque ni la valeur nominale ni la valeur faciale ne sont disponibles. ⁴ Informations incomplètes publiées. ⁵ Supposés libellés dans la monnaie locale. ⁶ Échéance initiale lorsque l'échéance résiduelle n'est pas disponible.

Définition d'un titre de dette international

Le premier changement apporté concerne la définition d'un titre de dette international (TDI) : la BRI ne se réfère plus à la base d'investisseurs ciblée mais au marché primaire, c'est-à-dire au marché sur lequel les titres sont émis la première fois. Cette distinction entre émissions internationales et émissions intérieures a plusieurs avantages. Premièrement, comme indiqué plus haut, elle permet de répondre aux interrogations sur le fonctionnement des marchés de capitaux locaux. Deuxièmement, en l'absence d'informations complémentaires sur la monnaie d'émission ou sur le droit applicable, la juridiction d'émission peut donner des indications sur d'autres aspects liés à la stabilité financière. En effet, faute d'informations complètes sur les caractéristiques d'un grand nombre de titres individuels, la BRI utilise des critères informels pour identifier la juridiction d'émission en prenant en compte des données indirectes ainsi que le code international d'identification des titres (encadré 2).

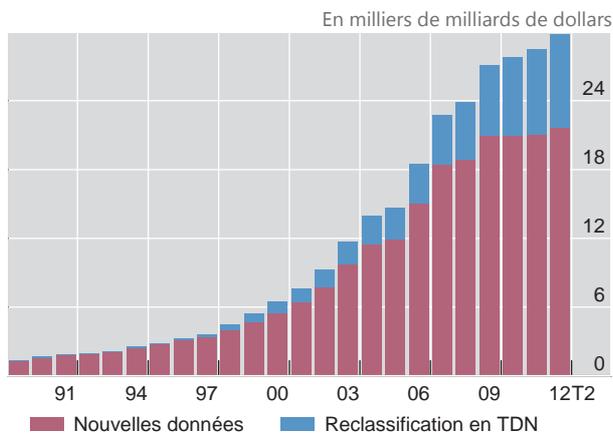
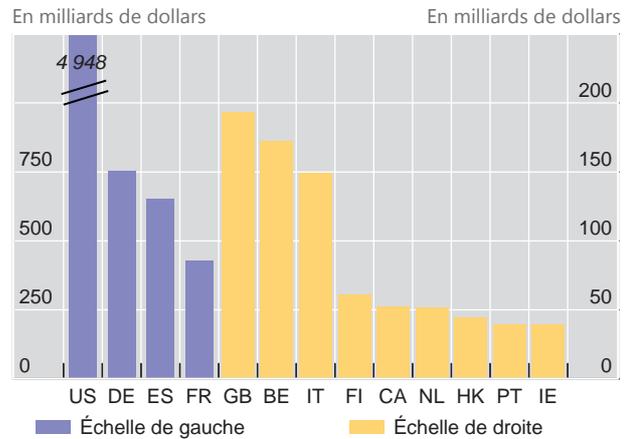
Troisièmement, les informations relatives au marché primaire complètent les statistiques compilées par de multiples sources nationales et qui en général se fondent elles aussi sur la juridiction d'émission indépendamment de la monnaie utilisée. Quatrièmement, la BRI intègre la juridiction d'émission dans sa définition historique d'un TDI, ce qui assure une certaine continuité.

La BRI continue de distinguer les différents marchés primaires d'après le pays de résidence de l'émetteur. Le marché national est le marché sur lequel les résidents émettent des titres, et le marché international celui où les non-résidents procèdent à des émissions⁹. Les TDI sont donc les titres émis sur un marché autre que le marché local du pays de résidence de l'emprunteur. Il s'agit de ce que les opérateurs appellent communément des « obligations étrangères » et des « euro-obligations ». Les obligations étrangères sont émises par des non-résidents selon les règles d'enregistrement en vigueur sur un marché local : ce sont, par exemple, les obligations en dollars qui sont émises aux États-Unis par des emprunteurs ne résidant pas dans ce pays. Les euro-obligations, ou « obligations offshore », échappent aux règles d'enregistrement du marché local, et sont généralement émises dans une monnaie étrangère.

Avec cette nouvelle définition, l'encours des TDI estimé par la BRI a diminué de 16 % fin 2000 et de 27 % fin septembre 2012 (graphique 3, cadre de gauche). La quasi-totalité de cette réduction s'explique par la reclassification en obligations nationales des obligations en monnaie locale émises par des résidents sur le marché local mais souscrites par un consortium comprenant au moins une banque étrangère. Une petite partie s'explique également par la reclassification en TDN des titres émis par des résidents sur le marché local mais libellés dans une monnaie étrangère, par exemple les obligations libellées en euros qui sont émises en Croatie par l'État croate.

Cette révision de la définition a principalement eu des répercussions sur les titres de dette émis par les résidents des économies avancées. Sur \$8 200 milliards reclassifiés en obligations nationales fin septembre 2012, \$5 000 avaient été émis

⁹ Outre la méthode qui consiste à prendre en compte le pays de résidence de l'émetteur, le HSS s'appuie alternativement sur la juridiction d'émission pour identifier le marché d'émission. Dans cette autre approche, le marché intérieur correspond au marché local ; tous les titres de dette émis dans un pays donné sont considérés comme des TDN, quel que soit le pays de résidence de l'émetteur. Les euro-obligations, ou obligations offshore, n'étant pas émises sur un marché local en particulier, il est difficile de les distinguer au moyen de cette méthode.

Anciennes et nouvelles statistiques BRI sur les TDI¹Reclassification en TDN²

BE = Belgique ; CA = Canada ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FI = Finlande ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; HK = Hong-Kong RAS ; IE = Irlande ; IT = Italie ; NL = Pays-Bas ; PT = Portugal ; US = États-Unis.

¹ Encours. ² Ancien encours fin juin 2012.

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

par des résidents des États-Unis (graphique 3, cadre de droite) et \$2 500 milliards par des résidents de la zone euro.

Harmonisation des classifications

Le deuxième changement consiste à harmoniser les classifications, ou les ventilations, avec celles du HSS. Les statistiques sont essentiellement classées par secteur d'activité de l'emprunteur, par monnaie, par catégorie de taux d'intérêt et par échéance du titre. Ces grandes classifications restent les mêmes qu'avant, mais certaines désignations et définitions ont été modifiées pour les besoins de l'harmonisation.

Les modifications les plus importantes concernent la classification par secteur : auparavant, la BRI regroupait banques centrales et administrations publiques ; aujourd'hui, elle classe les banques centrales dans la catégorie des sociétés financières, et plus précisément parmi les sociétés financières autres que les banques¹⁰. Les entreprises sont maintenant classées dans la catégorie des sociétés non financières, ce qui indique clairement qu'elles ne sont pas des institutions financières. La reclassification des banques centrales en sociétés financières a un effet notable sur les statistiques relatives aux TDN de certains pays, mais plus modeste sur les statistiques concernant les TDI.

La BRI continuera de publier ses statistiques sur les TDI en les ventilant à la fois par nationalité et par pays de résidence de l'émetteur, même si le HSS ne donne aucune indication pour cette classification. La nationalité est ici celle du débiteur final, par opposition au pays de résidence de l'emprunteur immédiat, et elle est liée à la consolidation des avoirs et engagements des entités apparentées. Les informations présentées par nationalité sont utiles lorsque l'on veut analyser le

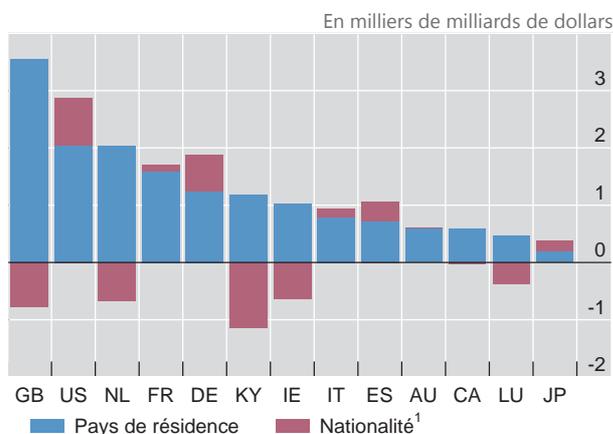
¹⁰ Pour faciliter l'interprétation des données, la BRI continue de qualifier de « banques » les émetteurs classés dans le HSS comme « organismes de dépôt autres que la banque centrale ».

Classification des TDI par pays de résidence et par nationalité de l'émetteur

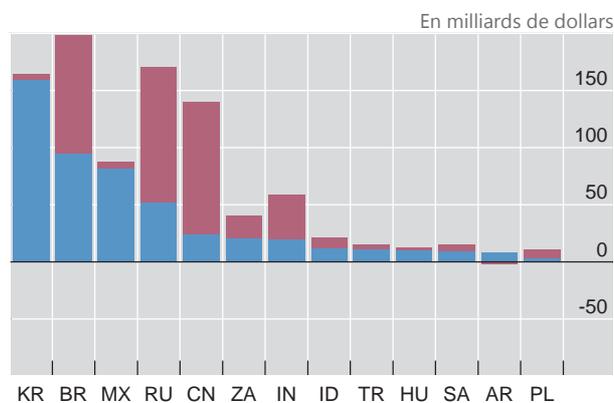
Encours des sociétés financières et non financières, fin septembre 2012

Graphique 4

Économies avancées et centres financiers



Économies émergentes



AR = Argentine ; AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CN = Chine ; FR = France ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; HU = Hongrie ; IN = Inde ; ID = Indonésie ; IE = Irlande ; IT = Italie ; JP = Japon ; KR = Corée du Sud ; KY = îles Caïmans ; LU = Luxembourg ; MX = Mexique ; NL = Pays-Bas ; PL = Pologne ; RU = Russie ; SA = Arabie saoudite ; TR = Turquie ; GB = Royaume-Uni ; US = États-Unis ; ZA = Afrique du Sud.

¹ L'encours par nationalité est égal au total cumulé des chiffres présentés par pays de résidence et par nationalité. Ainsi, les encours négatifs présentés par nationalité sont inférieurs à ceux présentés par pays de résidence.

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

soutien que la société mère pourrait apporter, ou encore comprendre les liens entre emprunteurs dans différents pays et secteurs. Par exemple, la société mère d'une banque brésilienne peut garantir les dettes de l'une de ses filiales située dans les îles Caïmans. Conformément à l'approche retenue pour ses statistiques bancaires internationales, la BRI définit la nationalité d'un émetteur d'après le pays de résidence de la société mère de cet émetteur, quels que soient les éventuels propriétaires intermédiaires.

La classification des émissions internationales par nationalité plutôt que par pays de résidence se traduit par une réallocation des émissions depuis les centres financiers vers les grandes économies. Dans le cas d'une classification par nationalité, l'encours des TDI est nettement inférieur pour les îles Caïmans, l'Irlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni (graphique 4, cadre de gauche), mais plus de deux fois plus élevé pour le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie (graphique 4, cadre de droite).

Recours plus important aux données des banques centrales

Le dernier changement consiste à recourir plus largement aux statistiques sur les titres de dette communiquées par les banques centrales. Depuis 2009, la BRI travaille avec les banques centrales pour recueillir des statistiques en s'appuyant sur les classifications du HSS. À présent, la plupart des 56 pays contactés par la BRI fournissent une partie ou la totalité des données demandées. Ces données sont davantage comparables que les statistiques sur les TDN que la BRI compilait jusqu'alors à partir de diverses sources, et les différences sont plus identifiables.

La BRI a commencé à publier le total des titres de dette concernant les pays dont la banque centrale fournit des données combinant les émissions

internationales et les émissions intérieures des résidents. Elle continuera de ne pas regrouper ses propres statistiques sur les TDI avec les statistiques sur les TDN établies par d'autres sources ; le total des titres de dette n'est publié que s'il provient des banques centrales, lesquelles sont mieux à même de vérifier que les émissions ne sont pas comptées deux fois. Certaines banques centrales ne communiquent pas séparément les chiffres relatifs aux TDN et ceux relatifs aux TDI. Elles ne fournissent qu'un total cumulé, car elles peinent à identifier la juridiction d'émission. C'est particulièrement le cas dans les pays dont le marché obligataire est intégré au marché international, tels que les membres de la zone euro et les États-Unis. Lorsque seules des statistiques sur le total des titres de dette sont disponibles, la BRI cessera de publier des statistiques sur les TDN du pays en question. C'est uniquement dans le cas où la banque centrale ne fournit ni statistiques sur le total des titres de dette ni statistiques sur les TDN conformément aux classifications du HSS que la BRI continuera de compiler des données sur les TDN, sur la base des informations dont elle dispose.

De nombreuses banques centrales ne faisant état que des encours, la BRI estime les variations des stocks afin d'évaluer grossièrement la valeur nette des nouveaux emprunts. Pour ce faire, elle corrige ces variations des fluctuations de change en présumant que les encours sont libellés dans la monnaie du marché local. Cette hypothèse étant peu satisfaisante pour le total des titres de dette, la BRI n'estime les variations des stocks que pour les TDN.

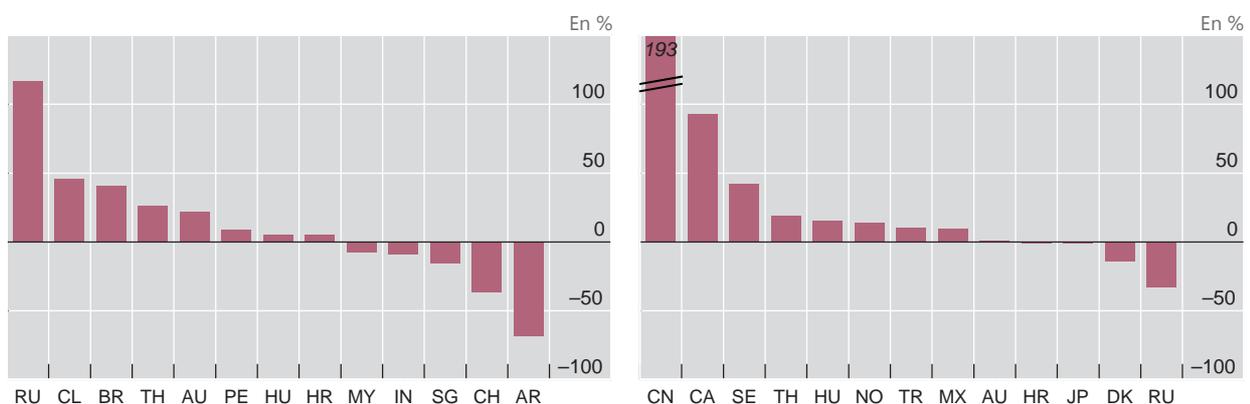
Les nouvelles statistiques sur les TDN donnent généralement des valeurs plus importantes que les statistiques publiées jusqu'alors, surtout en ce qui concerne certains pays (graphique 5, cadre de gauche). Cette différence tient à la couverture plus étendue des données des banques centrales, ainsi qu'aux modifications que la BRI a apportées à ses anciennes statistiques sur les TDN pour éliminer un éventuel double comptage des émissions locales destinées aux investisseurs internationaux.

Révisions apportées aux statistiques de la BRI sur les titres de dette

Graphique 5

Révisions apportées aux statistiques de la BRI sur les titres de dette¹

Différence entre les données BRI et les données nationales sur les TDI²

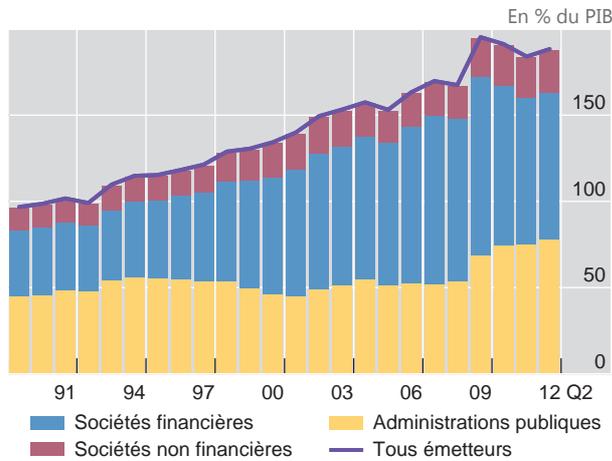
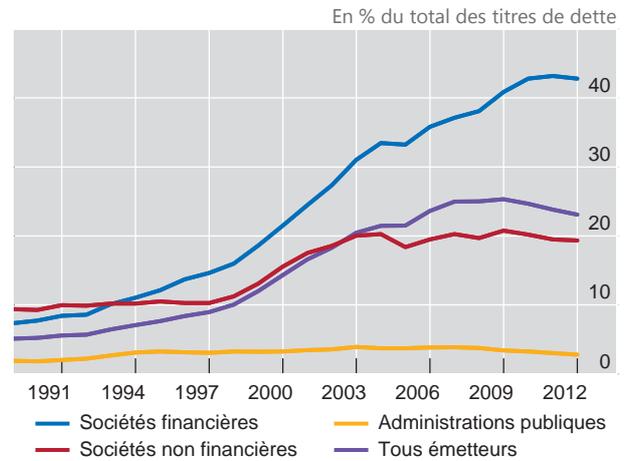


AR = Argentine ; AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; CL = Chili ; CN = Chine ; DK = Danemark ; HR = Croatie ; HU = Hongrie ; IN = Inde ; JP = Japon ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; NO = Norvège ; PE = Pérou ; RU = Russie ; SE = Suède ; SG = Singapour ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie.

¹ Nouvelles statistiques moins anciennes statistiques sur les TDN, en pourcentage des anciennes statistiques sur les TDN ; encours fin mars 2012. Les pays présentés sont ceux où les différences sont supérieures à 5 %. ² Nouvelles statistiques de la BRI sur les TDI moins données nationales, lorsque les données nationales concernent les TDI obtenus à partir du total des titres de dette et des TDN communiqués par les banques centrales ; encours fin juin 2012, sauf pour AU, CA et MX (fin mars 2012) et pour CN (fin 2011).

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

Total des titres de dette

Titres de dette internationaux²

¹ Somme pour un échantillon fixe de 17 pays pour lesquels la communication de données commence en 1989. ² Pour les titres de dette internationaux, nouvelles statistiques de la BRI.

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

Les statistiques sur le total des titres de dette mettent en évidence l'importance croissante des marchés obligataires. Dans l'échantillon de pays (principalement avancés) pour lesquels on dispose d'une longue série temporelle, l'encours a augmenté, passant de 135 % du PIB en 2000 à 188 % en 2012. Cette expansion est d'abord essentiellement due aux sociétés financières, dans les années précédant la crise financière mondiale de 2007, puis, par la suite, aux administrations publiques (graphique 6, cadre de gauche). Sur l'essentiel de cette période, les émissions internationales ont progressé plus rapidement que les émissions intérieures : l'encours des émissions internationales est passé de 14 % du total (tous émetteurs) en 2000 à 25 % en 2009 (graphique 6, cadre de droite). En revanche, depuis 2009, les émissions intérieures dépassent les émissions internationales, car les États empruntent peu sur les marchés internationaux.

Les statistiques sur les TDI compilées à partir de la base de données titre par titre de la BRI et les statistiques sur les TDN et sur le total des titres de dette communiquées par les banques centrales sont en principe harmonisées avec le HSS. Cependant, dans les faits, on constate encore de légères différences. Il s'agit, pour la plupart, de différences spécifiques, contrairement aux différences systématiques qui nuisaient à la comparabilité des données publiées auparavant. Dans l'échantillon de 13 pays qui communiquent à la fois des statistiques sur le total des titres de dette et sur les TDN, l'encours des TDI estimé par la BRI est le plus souvent supérieur à celui des TDN déterminé sur la base des données nationales (graphique 5, cadre de droite). La différence s'explique, en partie, par des informations incomplètes sur les caractéristiques que la BRI prend en compte pour différencier émissions internationales et émissions intérieures (encadré 2).

Autres améliorations prévues

La mise en œuvre, en décembre 2012, des révisions apportées à ses statistiques sur les titres de dette constitue pour la BRI la dernière étape en date vers la réalisation de son objectif à long terme : la publication de données complètes et comparables sur l'intermédiation financière *via* les marchés des titres de dette. D'autres améliorations, qui s'appuieront sur le cadre conceptuel du HSS, sont également prévues, notamment des ventilations supplémentaires pour les émissions de titres de dette et l'amélioration de la qualité des données relatives aux portefeuilles de titres.

Concernant les statistiques sur les TDI, la BRI va continuer d'affiner l'identification de la juridiction d'émission en recherchant les informations manquantes sur les caractéristiques des différents titres. À l'avenir, les données présentées par juridiction d'émission seront décomposées en obligations étrangères et euro-obligations. Les obligations étrangères pourraient ensuite être regroupées avec les TDN, ce qui permettrait d'estimer la taille du marché obligataire local et d'analyser le rôle joué par les émetteurs étrangers dans le développement de ce marché.

À mesure que de plus en plus de banques centrales communiqueront les données nécessaires en recourant aux classifications du HSS, des informations supplémentaires sur les TDN et sur le total des titres de dette seront publiées. Les informations utiles à l'analyse de la stabilité financière sont celles portant sur les sous-secteurs (avec, en particulier, une ventilation plus granulaire des sociétés financières), l'échéance (initiale et résiduelle), le taux d'intérêt (taux fixe ou indexation sur les taux du marché ou sur l'inflation, par exemple) et la monnaie d'émission. Une ventilation par monnaie faciliterait le suivi des asymétries de monnaies, tout en permettant de calculer les variations des encours corrigées du taux de change, au lieu de compiler des statistiques sur les flux.

Il est également prévu d'améliorer la comparabilité des données. Les méthodes de valorisation n'étant pas encore entièrement harmonisées entre les différents pays, certaines statistiques sur les TDN sont présentées en valeur de marché, tandis que d'autres le sont à leur valeur faciale ou nominale. Les statistiques de la BRI s'attachant essentiellement à rendre compte de l'activité d'emprunt, c'est la valeur faciale qui est communiquée de préférence si elle est disponible.

Enfin, la BRI continuera de travailler avec des institutions internationales à l'amélioration de la disponibilité des données sur les titres de dette détenus par différentes catégories d'investisseurs. Ainsi, en 2012, le FMI a introduit des règles de diffusion plus rigoureuses, qui imposent aux pays de publier leurs données relatives aux titres de dette en faisant apparaître le lien entre émetteur et destinataire, comme indiqué dans la deuxième partie du HSS (FMI (2012)). En outre, des informations supplémentaires sur les titres détenus par les banques seront disponibles lorsque les améliorations décidées par le Comité sur le système financier mondial (CSFM (2012)) auront été apportées aux statistiques bancaires internationales.

Encadré 1 – Droit applicable et restructuration de la dette grecque

La restructuration par l'État grec de l'encours de sa dette, en mars 2012, témoigne de l'importance que revêt le droit applicable pour la différenciation entre titres de dette intérieurs et internationaux. Si les détenteurs privés d'obligations de droit grec ont accepté une substantielle révision à la baisse de la valeur de leurs créances, les détenteurs d'un titre de droit anglais ont, eux, reçu l'intégralité de leur coupon à l'échéance, en mai 2012.

La réduction du ratio de l'endettement sur le PIB constitue un élément essentiel du programme de réformes économiques de la Grèce. En février 2012, le gouvernement grec a lancé une offre portant sur l'échange de €206 milliards d'obligations détenues par des créanciers privés contre des titres nouveaux d'une valeur faciale d'environ €100 milliards. À la clôture de l'offre, les créanciers avaient présenté près de 97 % du volume des titres éligibles à l'échange.

Si les modalités de cette offre d'échange étaient largement identiques pour tous les créanciers, le taux de participation a été plus élevé pour les détenteurs d'obligations de droit grec que pour ceux détenant des obligations régies par un autre droit. Pour les détenteurs de titres de droit grec, cet échange présentait notamment l'intérêt de se faire en contrepartie de nouveaux titres régis par le droit anglais. Pour faciliter cette restructuration, en février 2012, le gouvernement grec a fait voter une nouvelle loi introduisant des clauses d'action collective (CAC) pour les obligations de droit grec, qui en étaient initialement dépourvues. Ces clauses permettaient au gouvernement de modifier les conditions liées aux obligations si les deux tiers des créanciers participant à l'échange y consentaient. En l'occurrence, des créanciers représentant environ 85 % de l'encours ont accepté l'échange, et c'est cette décision qui a permis d'imposer les modalités de l'échange à tous les détenteurs de titres de droit grec.

Une CAC avait été introduite dès l'émission pour les obligations de droit anglais émises ou garanties par l'État grec. Cependant, alors que le seuil d'activation des CAC introduites dans les obligations de droit grec était déterminé par un taux d'acceptation global agrégé, celui prévu pour les obligations de droit anglais valait titre par titre. Les créanciers qui ont choisi de ne pas participer à l'échange pouvaient donc plus facilement bloquer la restructuration d'un titre individuel de droit anglais que celle des obligations de droit grec dans leur ensemble (Zettelmeyer et Gulati (2012)). Des obligations de droit étranger représentant une valeur faciale de €6 milliards n'ont pas pris part à l'échange, et en mai 2012, le gouvernement grec a choisi de rembourser intégralement pour €435 millions de titres de droit anglais arrivés à échéance. La prochaine obligation de droit étranger qui arrivera à échéance est une émission de CHF650 millions régie par le droit suisse, qui sera due en juillet 2013.

Encadré 2 – Identification de la juridiction d'émission

Pour identifier la juridiction d'émission, la BRI prend en compte trois caractéristiques de chaque titre : le code international d'identification des titres (ISIN), le lieu de cotation et le droit applicable. Les informations sur le pays associées à chacune de ces caractéristiques sont comparées aux informations sur le pays de résidence de l'émetteur. Si au moins une caractéristique diffère des informations sur le pays de résidence, la BRI considère que le titre émis est un TDI. Fin septembre 2012, toutes les caractéristiques disponibles différaient de celles sur le pays de résidence pour 51 % (\$11 100 milliards) des titres de dette classés par la BRI dans la catégorie des TDI, même si, pour certains, une seule caractéristique était disponible. Pour 34% des titres (\$7 300 milliards), au moins une caractéristique (le plus souvent le code ISIN) permettait d'identifier le titre comme étant un TDI, les autres caractéristiques disponibles ne différaient pas des informations sur le pays de résidence.

Si les informations disponibles ne permettent pas de tirer des conclusions claires, la BRI classe le titre parmi les titres internationaux. C'est le cas des titres pour lesquels le droit applicable ou le lieu de cotation diffèrent en fonction de la source des données, et de ceux que le fournisseur des données a désignés comme des titres internationaux. Fin septembre 2012, ces titres représentaient 15 % (\$3 200 milliards) des titres de dettes classés par la BRI dans la catégorie internationale.

Références

Banque des règlements internationaux (2002) : « Comparison of creditor and debtor data on short-term external debt », *BIS Papers*, n° 13, décembre, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/bppdf/bispap13.pdf.

——— (2008a) : « Regional financial integration in Asia: present and future », *BIS Papers*, n° 42, octobre, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/bppdf/bispap42.pdf.

——— (2008b) : « Financial globalisation and emerging market capital flows », *BIS Papers*, n° 44, décembre, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.pdf.

Comité permanent des euromonnaies (1986) : « Recent innovations in international banking », *CGFS Publications*, n° 1, avril, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/ecsc01.htm.

Comité sur le système financier mondial (2007) : « Financial stability and local currency bond markets », *CGFS Publications*, n° 28, juin, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/cgfs28.pdf.

——— (2012) : « Improving the BIS international banking statistics », *CGFS Publications*, n° 47, novembre, disponible à l'adresse www.bis.org/publ/cgfs47.htm.

Conseil de stabilité financière et Fonds monétaire international (2009) : *The Financial Crisis and Information Gaps*, rapport aux ministres des Finances du G 20 et aux gouverneurs des banques centrales, 29 octobre.

Forum de stabilité financière (2000) : « Report of the Working Group on Capital Flows », mars, disponible à l'adresse www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004.pdf.

Fonds monétaire international (2012) : « The Special Data Dissemination Standard Plus » (la norme spéciale de diffusion des données), *Policy Paper*, 4 octobre, disponible à l'adresse www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf

Pêtre, D. (2009) : « Mining individual securities databases for analytical purposes: the example of the BIS international debt securities statistics », *IFC Bulletin*, n° 29, janvier, pp. 177-81, disponible à l'adresse www.bis.org/ifc/publ/ifcb29.htm.

Zettelmeyer, J. et M. Gulati (2012) : « In the slipstream of the Greek debt exchange », *VOX*, 5 mars.