

## Principales tendances des statistiques internationales BRI<sup>1</sup>

*En collaboration avec des banques centrales et autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse plusieurs séries de statistiques sur l'activité financière internationale. Le présent chapitre s'appuie sur les dernières données disponibles pour le marché bancaire international et les marchés de dérivés de gré à gré, à savoir celles de la fin 2012. L'encadré évalue dans quelle mesure les entreprises non financières ont tiré parti du faible niveau des taux d'intérêt, ces dernières années, pour se procurer des financements à long terme.*

Au quatrième trimestre 2012, les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont diminué, après être restées globalement inchangées au trimestre précédent. Cette diminution s'explique par une forte réduction des prêts interbancaires, laquelle a largement contrebalancé une augmentation des concours au secteur non bancaire. Toutes zones déclarantes confondues, les créances transfrontières sur les économies avancées ont reculé, tandis que celles sur les marchés émergents et les places franches ont progressé.

L'évolution des dérivés de gré à gré au second semestre 2012 rend compte de plusieurs facteurs : le recours accru à la compensation par contreparties centrales ; la poursuite de l'assouplissement monétaire ; un certain apaisement de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Si la taille du marché n'a guère changé dans l'ensemble, ces facteurs ont eu une incidence sur des segments précis. Ainsi, l'encours notionnel des swaps de taux d'intérêt a diminué à mesure que la compression des opérations avec contreparties centrales s'accélérait, tandis que celui des contrats à terme sur taux s'est accru avec la progression de la compensation centralisée, qui a mécaniquement fait augmenter le volume de contrats. La poursuite de l'assouplissement monétaire a pu contribuer à une chute du montant notionnel de dérivés sur taux du dollar et du yen, ainsi qu'à la vive hausse de la valeur des contrats de change sur le yen. Enfin, la forte baisse de la valeur de marché des contrats sur défaut (CDS) s'explique par le repli des primes, qui, après avoir atteint des records, sont revenues à des niveaux plus propices à la signature de contrats.

<sup>1</sup> Le texte du présent chapitre a été établi par Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) pour la partie sur les statistiques bancaires, Nicholas Vause (nick.vause@bis.org) pour celle sur les dérivés de gré à gré et Christian Upper (christian.upper@bis.org) pour ce qui est des titres de dette et prêts consortiaux. Pablo García, Koon Goh, Serge Grouchko et Branimir Gruić ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

## Marché bancaire international au quatrième trimestre 2012

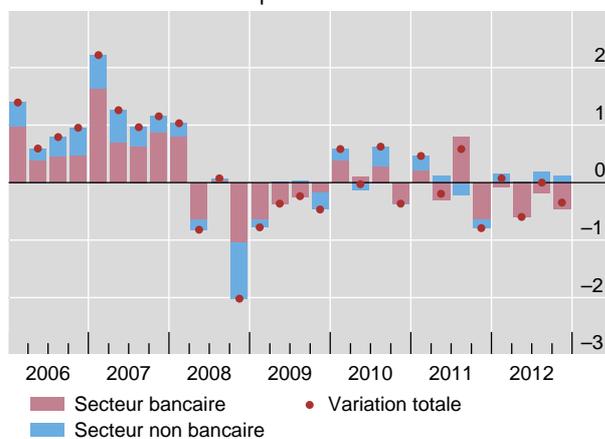
Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont diminué de \$345 milliards (-1,2 %) entre fin septembre et fin décembre 2012 (graphique 1, cadre supérieur gauche)<sup>2</sup>, à \$29 300 milliards, soit une baisse de 1,9 % par rapport au quatrième trimestre 2011. Cette diminution s'est concentrée sur le segment de l'euro (-\$296 milliards, -2,9 %) (graphique 1, cadre supérieur droit). Les créances dans la plupart des autres grandes monnaies ont légèrement reculé, à l'exception de celles en yen, qui ont augmenté (\$14 milliards, 1,0 %).

### Créances transfrontières brutes<sup>1</sup>

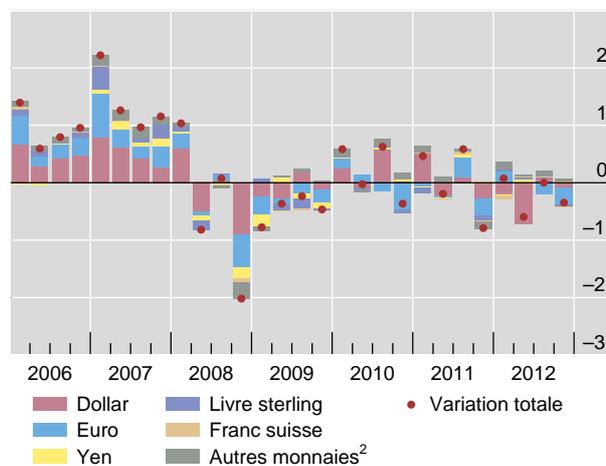
Variation d'encours, en milliers de milliards de dollars

Graphique 1

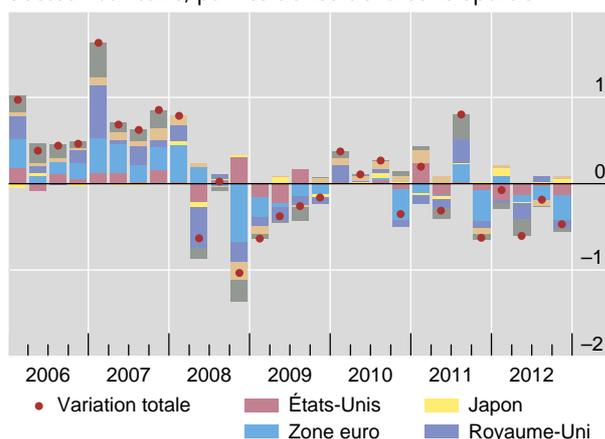
Par secteur de la contrepartie



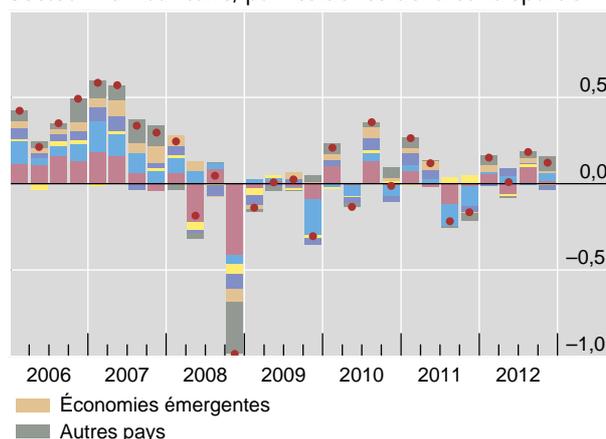
Par monnaie



Secteur bancaire, par résidence de la contrepartie



Secteur non bancaire, par résidence de la contrepartie



<sup>1</sup> Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI englobent les créances intragroupes. <sup>2</sup> Y compris non attribuées.

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

<sup>2</sup> L'analyse exposée dans la présente section s'appuie, sauf indication contraire, sur les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de 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 (nationalité). Les flux de créances transfrontières cités ici sont tous corrigés des variations de change et des ruptures de série.

La contraction générale enregistrée au quatrième trimestre s'explique, une fois encore, par un repli de l'*interbancaire*<sup>3</sup> (y compris positions intragroupes), qui a reculé sur sept des neuf derniers trimestres (graphique 1, cadre supérieur gauche). Cette forte diminution (-\$467 milliards, -2,6 %) indique que la tendance à un abandon de l'intermédiation transfrontière se poursuit, surtout dans la zone euro (graphique 1, cadre inférieur gauche, barres bleues). Cette tendance est confirmée par le recul, en termes consolidés, de la part des prêts interbancaires dans l'encours total des créances internationales, qui a touché un minimum historique de 38 % fin décembre 2012<sup>4</sup>, contre 40% fin 2011 (et 46 % fin 2007).

## Prêts aux économies avancées

Les créances transfrontières sur les économies avancées ont baissé au quatrième trimestre 2012 (-\$472 milliards, -2,1 %), alors qu'elles avaient progressé au trimestre précédent (\$77 milliards, 0,4 %).

Les emprunteurs en Europe et aux États-Unis ont été particulièrement affectés par la contraction de l'activité interbancaire. Les créances sur les établissements de la zone euro sont celles qui ont le plus diminué (-\$284 milliards, -5,2 %), enregistrant leur troisième trimestre consécutif de baisse (graphique 1, cadre inférieur gauche), en raison du recul des concours aux banques d'Allemagne, de France, de Finlande et du Luxembourg. De même, les créances transfrontières sur les banques au Royaume-Uni ont diminué (-\$97 milliards, -2,6 %), alors qu'elles s'étaient nettement accrues au trimestre précédent. Les créances transfrontières sur les banques aux États-Unis ont baissé pour le cinquième trimestre consécutif (-\$132 milliards, -5,2 %), une tendance peut-être liée aux évolutions réglementaires qui ont rendu les banques établies aux États-Unis moins dépendantes des financements de gros levés hors du pays<sup>5</sup>. Les créances sur les banques au Japon ont constitué la principale exception à ce schéma, puisqu'elles ont augmenté (\$53 milliards, 7,7 %).

La baisse des positions interbancaires transfrontières a été plus prononcée en 2012 que les années précédentes. Ainsi, les créances sur les banques (et implantations étrangères) situées dans la zone euro ont diminué d'environ 8 %, contre 4 % en 2011<sup>6</sup>. Aux États-Unis, l'activité interbancaire transfrontière s'est contractée de 16 % en 2012, alors qu'elle avait augmenté de 2 % en 2011. Au

<sup>3</sup> En revanche, les créances transfrontières sur le secteur non bancaire (y compris gouvernements et intermédiaires financiers non bancaires) ont progressé de \$139 milliards (1,2 %).

<sup>4</sup> D'après les statistiques bancaires internationales consolidées BRI sur la base de l'emprunteur direct. Les statistiques bancaires consolidées excluent les positions entre agences d'un même groupe bancaire. Les banques consolident leurs positions intragroupes et ne déclarent que leurs positions sur des emprunteurs hors groupe. Les créances internationales comprennent les créances transfrontières en toutes monnaies et les créances locales en devises (les créances locales sont les prêts accordés par les agences d'une banque sises dans le pays de l'emprunteur).

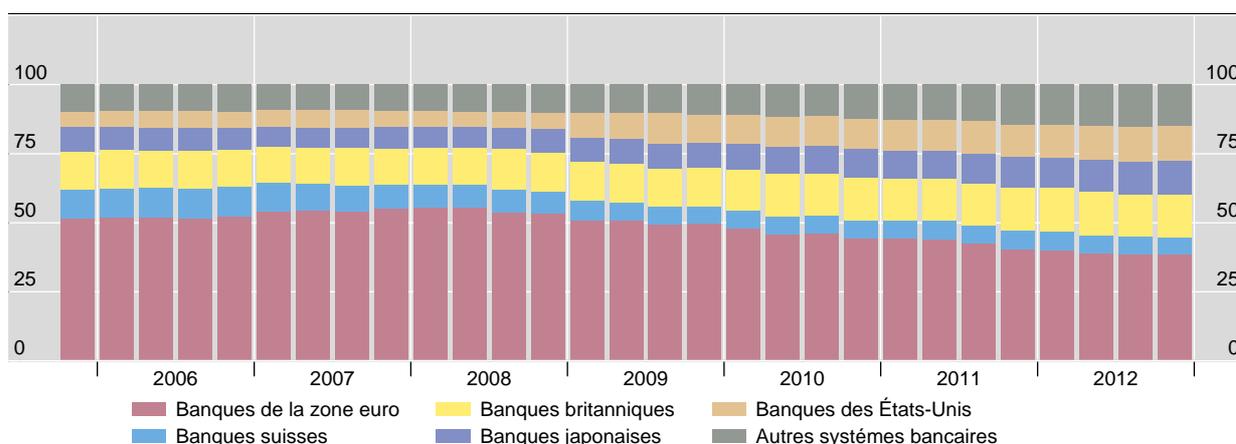
<sup>5</sup> Aux termes de la loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection des consommateurs, la base d'évaluation du fonds de réserve de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a été étendue des dépôts assurés aux actifs moins actions ordinaires. Cette extension a permis de réduire la dépendance des banques établies aux États-Unis à l'égard des financements de gros, les dépôts domestiques remplaçant les fonds levés hors du pays. Pour plus de détails, voir L. Kreicher, R. McCauley et P. McGuire, « The 2011 FDIC assessment on banks' managed liabilities: interest rate and balance sheet responses », *BIS Working Papers*, n° 413, mai 2013.

<sup>6</sup> La variation annuelle en pourcentage se calcule comme la somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente.

## Activité bancaire internationale

En % du total des créances étrangères<sup>1</sup> des banques déclarantes BRI

Graphique 2



<sup>1</sup> Les créances étrangères englobent les créances transfrontières et les créances locales des filiales étrangères sur les résidents du pays d'accueil.

Source : BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct).

Royaume-Uni, elle a reculé de 6 %, après être demeurée globalement inchangée en 2011.

Les établissements ayant leur siège dans la zone euro constituent un cas particulier. Sur une base consolidée, leur part de l'encours total des créances étrangères des banques déclarantes BRI a touché un minimum historique de 38 % fin 2012, alors qu'elle était de 40 % fin 2011 (graphique 2)<sup>7</sup>. Cette part n'a cessé de diminuer depuis son maximum de 55 %, atteint au deuxième trimestre 2008. Elle était de 50 % fin 2009, avant le déclenchement de la crise de l'euro au premier semestre 2010. Les banques américaines et japonaises, notamment, mais aussi les établissements britanniques et ceux d'autres pays, ont comblé le vide laissé par le retrait de leurs homologues de la zone euro<sup>8</sup>. Ainsi, la part des banques américaines et japonaises dans le total des créances étrangères des banques déclarantes BRI est passée à 13 % et 12 %, respectivement, fin 2012, après 10 % et 9 %, respectivement, fin 2009 (graphique 2).

### Créances sur les économies émergentes

Selon les statistiques bancaires territoriales BRI, les créances transfrontières des banques déclarantes sur les résidents des économies émergentes ont augmenté (\$43 milliards, 1,4 %) au quatrième trimestre 2012<sup>9</sup>. Cette hausse a concerné essentiellement l'interbancaire (\$32 milliards, 2,0 %) et, dans une moindre mesure, le secteur non bancaire (\$10 milliards, 0,7 %). Si le rythme d'expansion a été plus élevé qu'au cours des précédents trimestres de 2012, il est resté bien inférieur à ce qu'il

<sup>7</sup> Les créances étrangères comprennent les créances transfrontières et les créances locales (en toutes monnaies) comptabilisées par les établissements locaux des banques étrangères.

<sup>8</sup> Le retrait international des banques de la zone euro a été analysé, pour la région Asie-Pacifique, par P. McGuire et A. van Rixtel, dans le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2012, encadré 1, « Nouvelles tendances du crédit en Asie émergente ».

<sup>9</sup> Les statistiques bancaires territoriales BRI (par pays de résidence) sont décrites dans la note 2.

était en 2010 et 2011 : les créances sur les économies émergentes ont progressé de 3 % en 2012, contre 8 % en 2011 et 17 % en 2010.

C'est dans la région Asie-Pacifique que les créances transfrontières ont le plus augmenté (\$39 milliards, 2,9 %), alors qu'elles avaient baissé au trimestre précédent (-\$33 milliards, -2,4 %) (graphique 3, cadre supérieur gauche). Cette hausse a profité aussi bien au secteur bancaire (\$27 milliards, 3,3 %) qu'au secteur non bancaire (\$12 milliards, 2,3 %). L'augmentation d'ensemble s'explique pour moitié environ par les emprunteurs en Chine, dont la majorité était des banques (\$13 milliards, 3,7 %), le reste, par les prêts à l'Inde, au Taïpei chinois et à l'Indonésie.

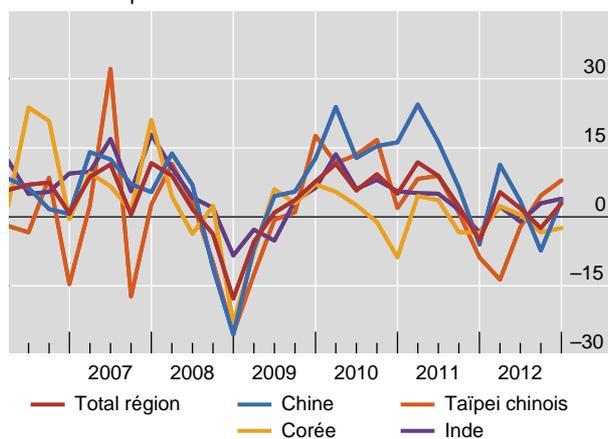
Les créances transfrontières sur les emprunteurs de la région Amérique latine-Caraïbes se sont accrues (\$11 milliards, 1,8 %), tandis que celles sur l'Afrique-Moyen-Orient se sont contractées (-\$12 milliards, -2,4 %) (graphique 3, cadres de droite). Dans le cas de l'Amérique latine-Caraïbes, l'expansion des prêts s'explique principalement par une hausse des créances sur le secteur non bancaire (\$9 milliards, 2,4 %), surtout au Mexique et au Brésil. Les créances transfrontières sur l'Argentine ont nettement diminué (-\$2,1 milliards, -14 %). Il s'agissait de leur

## Créances transfrontières sur les résidents des économies émergentes<sup>1</sup>

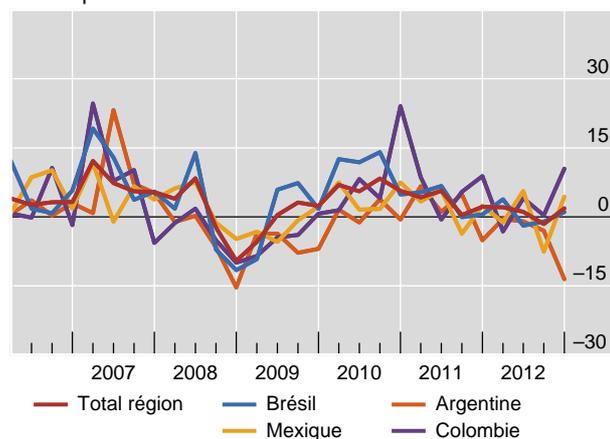
Taux de croissance trimestriel, en %

Graphique 3

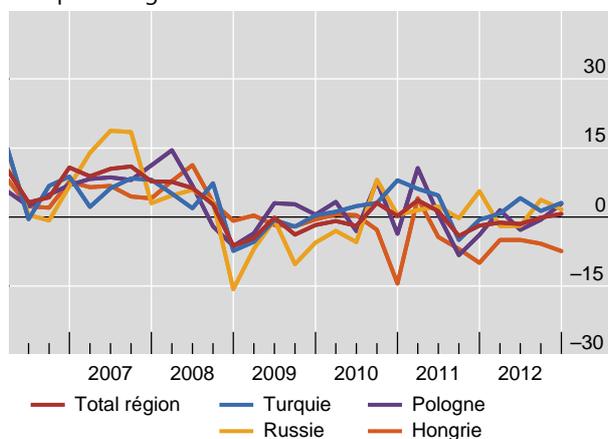
### Asie-Pacifique



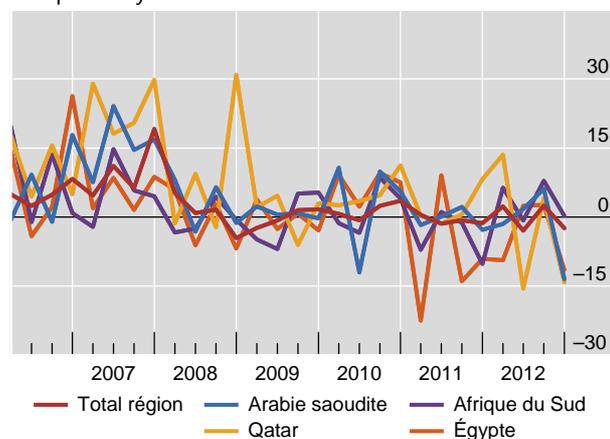
### Amérique latine-Caraïbes



### Europe émergente



### Afrique-Moyen-Orient



<sup>1</sup> Créances transfrontières des banques déclarantes BRI (y compris créances intragroupes) en toutes monnaies.

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

cinquième trimestre consécutif de baisse. La contraction enregistrée vis-à-vis de l’Afrique–Moyen-Orient était la deuxième par son ampleur depuis le quatrième trimestre 2008. Elle s’est concentrée sur l’Arabie saoudite et le Qatar (graphique 3, cadre inférieur droit) et a concerné aussi bien le secteur bancaire que le secteur non bancaire.

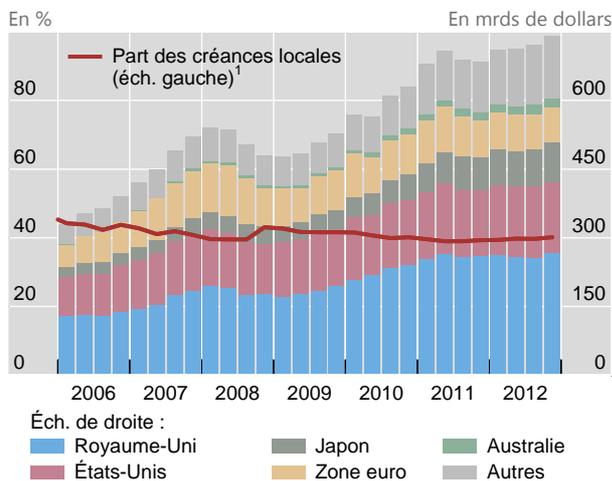
Les créances transfrontières sur les économies émergentes d’Europe ont progressé au quatrième trimestre 2012 (\$4,9 milliards, 0,7 %), après cinq trimestres de baisse (graphique 3, cadre inférieur gauche). Ce renversement de tendance était dû essentiellement à une hausse des créances sur la Pologne et la République tchèque, tandis que celles sur la Russie et la Turquie ont poursuivi leur ascension. Fin 2012, la Russie et la Turquie représentaient à elles deux 47 % de l’encours total sur l’Europe émergente, contre 44 % fin 2011. Les créances transfrontières sur la

## Créances locales sur les économies émergentes, par région emprunteuse

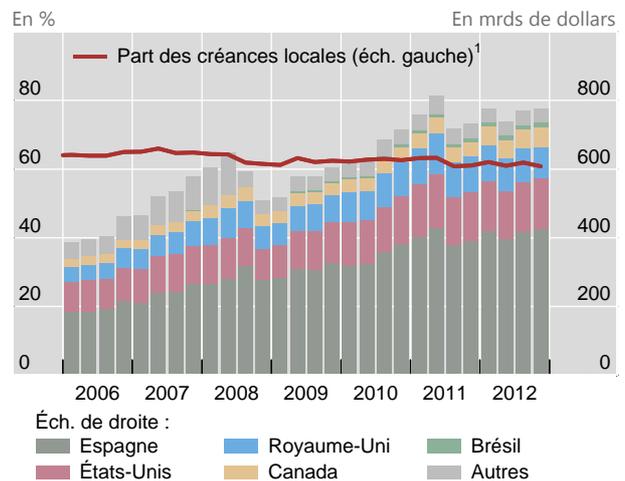
Cinq premiers systèmes bancaires étrangers

Graphique 4

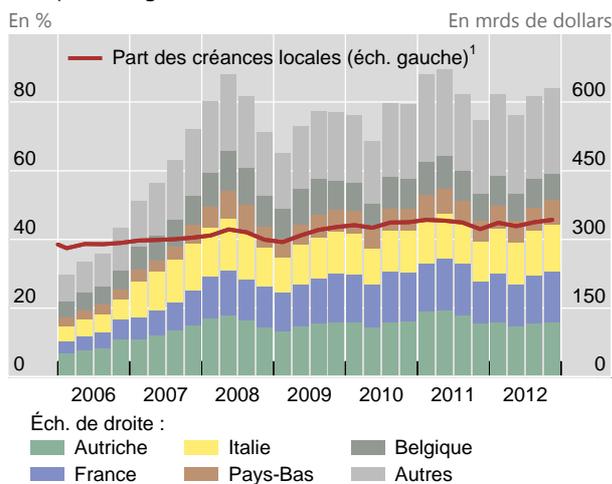
### Asie–Pacifique



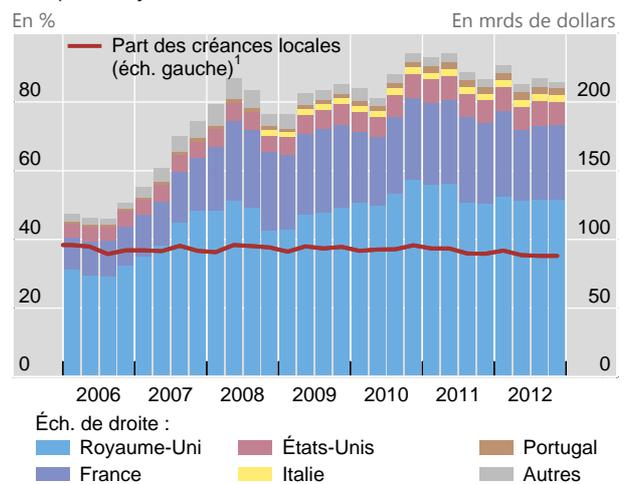
### Amérique latine–Caraïbes



### Europe émergente



### Afrique–Moyen-Orient



<sup>1</sup> La part des créances locales se mesure comme les créances des filiales étrangères en monnaie locale sur les résidents d’une région, en pourcentage du total des créances étrangères sur cette région. Les créances étrangères comprennent les créances transfrontières et les créances locales des filiales étrangères sur les résidents du pays d’accueil. Les cinq premiers systèmes bancaires étrangers sont les cinq systèmes bancaires déclarants ayant les plus fortes créances locales sur les régions pour lesquelles des chiffres sont disponibles.

Source : BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l’emprunteur direct).

Hongrie ont poursuivi leur repli (-\$3,8 milliards, -7,4 %), portant la contraction d'ensemble pour 2012 à 21 %. Cette contraction arrive en deuxième position, en Europe, après celle enregistrée par la Grèce en 2012 (-31%).

Les banques déclarantes BRI ont également développé leurs opérations locales dans les économies émergentes en 2012. Sur une base consolidée, les prêts accordés par les implantations locales des banques étrangères ont augmenté, passant de \$2 200 milliards fin 2011 à \$2 400 milliards fin 2012 (chiffres non corrigés des effets de change). Cette expansion s'explique essentiellement par une hausse des créances locales sur l'Asie-Pacifique et l'Europe émergente (graphique 4, cadres de gauche).

L'augmentation des positions transfrontières et locales a laissé la part des prêts accordés localement dans le total des créances étrangères globalement inchangée, à 46 %, même si l'importance relative des créances locales était très variable selon les régions. Elle est demeurée stable, autour de 60 %, en Amérique latine-Caraïbes et a progressé, à environ 46 %, en Europe émergente (graphique 4, cadres supérieur droit et inférieur gauche). En revanche, en Asie-Pacifique et Afrique-Moyen-Orient, elle a légèrement diminué, à près de 40 % et 35 %, respectivement.

La répartition des créances locales sur les résidents des économies émergentes entre systèmes bancaires déclarants est également très hétérogène. Fin 2012, les banques du Royaume-Uni fournissaient la majeure partie des prêts locaux à l'Afrique-Moyen-Orient (60 %), et celles d'Espagne à l'Amérique latine-Caraïbes (55 %) (graphique 4, cadres de droite). La situation était moins tranchée pour l'Europe émergente et l'Asie-Pacifique, où les bailleurs de fonds les plus importants détenaient des parts de marché inférieures : 19 % pour les établissements autrichiens en Europe émergente et 36 % pour leurs homologues britanniques en Asie-Pacifique. Les banques ayant leur siège dans les économies émergentes ont accru leurs opérations bancaires locales dans les pays de leur région. Ainsi, les banques brésiliennes figuraient parmi les cinq premiers systèmes bancaires étrangers en termes de volume des opérations locales en Amérique latine-Caraïbes au quatrième trimestre 2012.

## Dérivés de gré à gré au second semestre 2012

Les positions sur dérivés de gré à gré ont légèrement diminué au second semestre 2012. Leur encours notionnel a reculé de 1 %, à \$633 000 milliards, tandis que leur coût de remplacement au cours du marché (valeur de marché brute) a baissé de 3 %, à un peu moins de \$25 000 milliards<sup>10</sup>. L'exposition au risque de crédit liée à ces contrats (après prise en compte des accords de compensation juridiquement contraignants, mais avant sûretés) est demeurée assez stable, finissant la période à 14,7 % de la valeur de marché brute.

Dans le segment important des taux d'intérêt, les variations liées à divers aspects de la compensation par contrepartie centrale (CC) des swaps et des contrats de taux à terme (FRA) se sont neutralisées, aussi les encours notionnels n'ont-ils guère évolué dans l'ensemble (-1 %). Les swaps ont reculé de \$9 000 milliards, à

<sup>10</sup> Le dollar s'étant, en moyenne, déprécié vis-à-vis des autres monnaies pendant la période (-3 % sur une base pondérée des échanges commerciaux), les chiffres déclarés dans cette monnaie sous-estiment légèrement la contraction sous-jacente en termes de volume et de valeur.

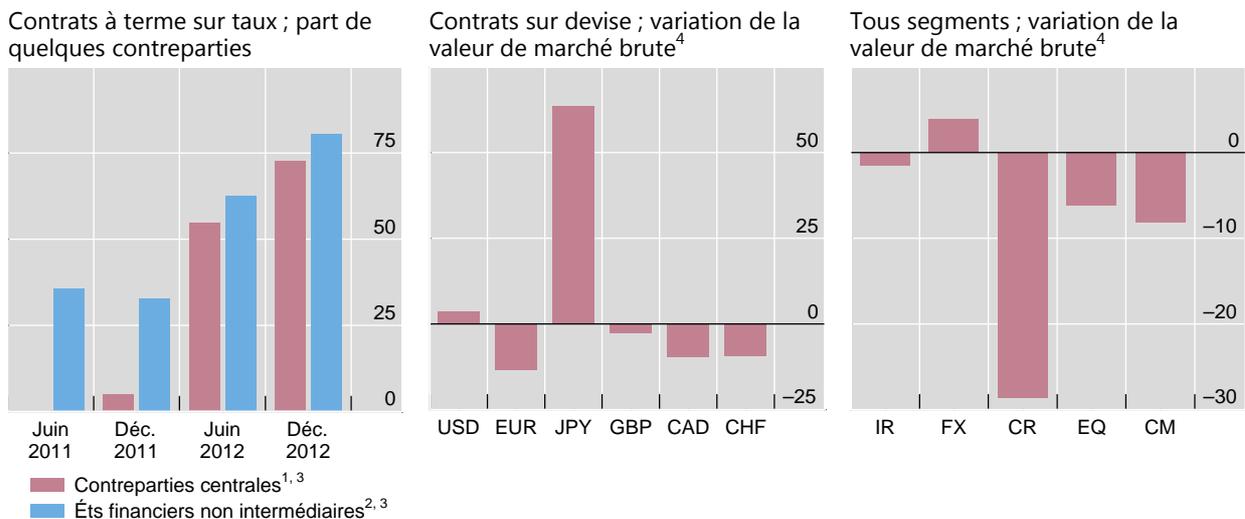
\$370 000 milliards, du fait de l'accélération de la compression des opérations avec CC<sup>11</sup>. Simultanément, les FRA ont augmenté de \$7 000 milliards, à \$71 000 milliards, étant donné que ces contrats sont, de plus en plus, compensés par compensation centrale, ce qui accroît mécaniquement leur volume<sup>12</sup>. Ce phénomène s'est traduit par une hausse de \$17 000 milliards des positions sur FRA avec des établissements financiers non intermédiaires – catégorie de contreparties incluant les CC (graphique 5, cadre de gauche).

Malgré la stabilité d'ensemble des positions sur dérivés de taux, certaines devises et certaines échéances ont connu des baisses sensibles, peut-être dues à une moindre demande de couverture. Les positions sur taux du dollar et du yen, notamment, ont diminué de 9 % dans chaque cas, tandis que celles d'échéance 1 an ont perdu 8 %. Cela peut s'expliquer par le fait que les intervenants du marché, ne percevant pas de risque important pour les taux courts de ces devises, ont laissé nombre de leurs couvertures arriver à échéance. Pendant cette période, la Réserve fédérale américaine a annoncé qu'elle pensait conserver ses taux directeurs à un niveau exceptionnellement bas, et la Banque du Japon a étendu ses programmes d'achat d'actifs à trois occasions, ce qui va aussi de pair avec une période prolongée de taux directeurs proches de zéro.

## Dérivés de gré à gré

En %

Graphique 5



CAD = dollar canadien ; CHF = franc Suisse ; EUR = euro ; GBP = livre sterling ; JPY = yen ; USD = dollar des États-Unis ; CM = contrats sur produits de base ; CR = contrats sur défaut ; EQ = contrats sur indice boursier ; FX = contrats sur devise ; IR = contrats sur taux.

<sup>1</sup> Part des montants notionnels déclarés au Global Trade Repository qui sont des opérations avec des contreparties centrales. <sup>2</sup> Part des montants notionnels déclarés à la BRI qui sont des opérations avec des établissements financiers non intermédiaires (y compris contreparties centrales). <sup>3</sup> Sans correction du doublement du volume de contrats lorsque des positions bilatérales sont transférées à une contrepartie centrale. <sup>4</sup> Entre fin juin et fin décembre 2012.

Sources : Banques centrales des pays du G 10, d'Australie et d'Espagne ; DTCC ; TriOptima ; BRI.

<sup>11</sup> Voir [www.trioptima.co.uk/resource-center/statistics/triReduce.html](http://www.trioptima.co.uk/resource-center/statistics/triReduce.html).

<sup>12</sup> *Rapport trimestriel BRI*, juin 2011, encadré 3, « La compensation centrale et son influence sur les statistiques relatives aux dérivés de gré à gré ».

Dans le compartiment des devises, les positions n'ont pas beaucoup évolué non plus (+1 %), même si les contrats sur franc suisse ont poursuivi leur chute. Les positions sur cette monnaie ont reculé de 5 % sur la période, portant à 21 % le taux cumulé d'une baisse entamée un peu avant que la Banque nationale suisse ne plafonne le cours de la monnaie helvète face à l'euro. La diminution cumulée des options sur franc suisse a été particulièrement importante, à 46 %.

En revanche, la valeur de marché des dérivés sur devise a enregistré une légère augmentation d'ensemble (+4 %), résultant de la vive progression des contrats sur yen. La valeur de marché brute de ces contrats s'est, en effet, accrue de 63 %, principalement sous l'effet d'une réévaluation des contrats à terme et swaps (graphique 5, cadre du milieu). Cette évolution a coïncidé avec une dépréciation du yen de 9 % par rapport au dollar et de 8 % en moyenne vis-à-vis des monnaies de ses partenaires commerciaux, les intervenants anticipant de plus en plus le changement de gouvernement au Japon, en fin d'année, et l'assouplissement monétaire qui devait s'ensuivre.

Dans le compartiment des dérivés sur défaut (CDS), l'encours notionnel a poursuivi sa baisse, reculant de 7 %, à \$25 000 milliards (chiffre bien inférieur au sommet de \$58 000 milliards atteint fin 2007). La compression des opérations a continué d'éliminer les contrats redondants et les nouvelles signatures ont été moins nombreuses qu'au semestre précédent. Les positions sur signature simple ont diminué de 8 %, et celles sur signatures multiples de 5 %. L'encours des protections de crédit sur dette financière et non financière, ainsi que sur titres adossés à des hypothèques (MBS) et à d'autres actifs, a chuté, tandis qu'il est resté relativement stable pour la dette souveraine.

La valeur de marché des contrats CDS a encore plus diminué que les encours (-29 %). La baisse d'ensemble s'est répartie à peu près équitablement entre signatures simples et signatures multiples (graphique 5, cadre de droite). Pour beaucoup d'emprunteurs de la zone euro, les primes sur CDS ont reculé pour se rapprocher de leurs moyennes historiques lorsque la gravité de la crise de la dette souveraine dans la zone euro s'est un peu estompée. Ceci laisse penser que, dans de nombreux cas, les anticipations de risque de défaillance ont renoué avec les niveaux qui prévalaient au moment de la signature des contrats, réduisant ainsi la valeur de marché de ces contrats.

La part des CDS à compensation centrale est demeurée faible. Elle est passée de 14 % à 15 % pour les signatures multiples, et elle est restée à 8 % pour les signatures simples<sup>13</sup>, malgré l'objectif du G 20 de compenser centralement tous les dérivés de gré à gré standardisés d'ici la fin 2012.

Dans le segment des indices boursiers, les encours ont peu évolué (-1%). Les positions sur contrats à terme et swaps ont augmenté de 9 %, tandis que celles sur options ont diminué de 5 %, essentiellement du fait des options dont les acquéreurs étaient des courtiers. En revanche, les courtiers ont maintenu leur volume d'options de vente et, donc, le revenu des primes correspondantes. La valeur de marché des options a également diminué (-10%), mais celle des contrats à terme et des swaps a augmenté (+6%).

En ce qui concerne les dérivés sur produits de base, encours notionnel et valeur de marché brute ont baissé (-14 % et -8 %, respectivement).

<sup>13</sup> La part des CDS à compensation centrale se calcule selon la formule  $0,5x/(y-0,5x)$ , où  $x$  est le volume de contrats avec contrepartie centrale et  $y$ , le volume total de contrats, puisque la compensation centrale a pour effet de doubler le volume des contrats

## Les entreprises ont-elles profité du bas niveau des taux d'intérêt pour se refinancer à moindre coût ?

Les entreprises non financières ont sensiblement intensifié leurs émissions obligataires après la crise financière mondiale : leurs ventes nettes de titres à moyen et long terme sont passées d'une moyenne de moins de \$30 milliards par an entre 2001 et 2006 à près de \$70 milliards entre 2010 et 2012 (graphique A, ligne bleue du cadre de gauche)<sup>①</sup>. Fin mars 2013, les émissions nettes cumulées sur 12 mois, qui approchaient \$100 milliards, ont inscrit un record. Une part non négligeable des émissions est le fait d'entreprises non financières classées en catégorie spéculative. Au cours de la période de 12 mois allant jusqu'à fin mars 2013, les entreprises dont la note est égale ou inférieure à BBB- ont levé \$29 milliards (en termes bruts) sur le marché obligataire (graphique A, zones ombrées du cadre de gauche), soit 19 % des émissions totales du secteur non financier : record historique en termes absolus, il reste loin, toutefois, en termes relatifs, des chiffres pour la dette à haut rendement : 25 % fin 2006-début 2007 et 23 % début 2011.

Parallèlement à l'intensification des émissions obligataires des entreprises non financières, l'activité du secteur financier a diminué. Les ventes nettes d'obligations à moyen et long terme des établissements financiers ont culminé à un peu plus de \$400 milliards sur les douze mois jusqu'à mai 2006, pour revenir dans une fourchette comprise entre \$150 milliards et \$200 milliards par an entre 2008 et 2012. Au cours des douze mois jusqu'à mars 2013, elles ont inscrit leur niveau le plus bas en plus de dix ans, à seulement \$32 milliards.

Si les entreprises non financières ont intensifié leurs émissions obligataires pendant et peu après la crise financière, c'était, au moins en partie, en raison d'un accès réduit aux financements bancaires ; ce facteur semble toutefois avoir perdu en importance plus récemment. Les prêts consortiaux, quasi-substituts des obligations, se sont vivement contractés en 2008 et 2009, puis ont commencé à se redresser fin 2010 (graphique A, cadre de droite). Les nouvelles signatures ont culminé fin 2011, mais le fait que l'activité de prêts aux entreprises moins bien notées ait continué de progresser est probablement le signe que c'est la demande des entreprises de catégorie investissement pour ce type de financement qui a diminué et non l'offre de fonds qui a baissé.

Même si les entreprises ayant recours aux prêts consortiaux sont souvent de plus petite taille que celles recourant à des émissions obligataires, ces deux marchés se recoupent partiellement. Aussi est-il possible que les entreprises fassent davantage appel à l'émission d'obligations pour profiter de conditions de financement rendues

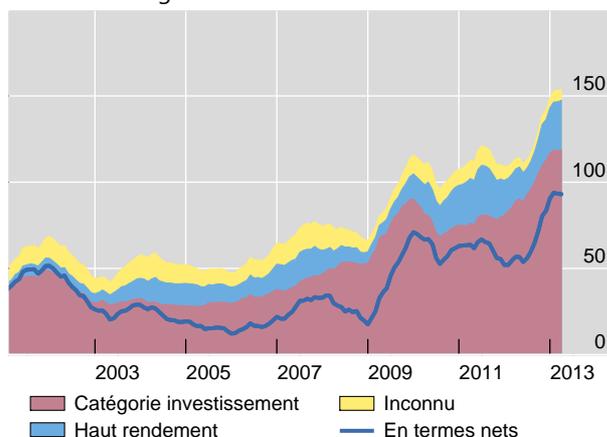
① Les données sur les volumes couvrent les titres consortiaux émis par des banques internationales aussi bien sur le marché international que national.

### Financement des entreprises non financières<sup>1</sup>

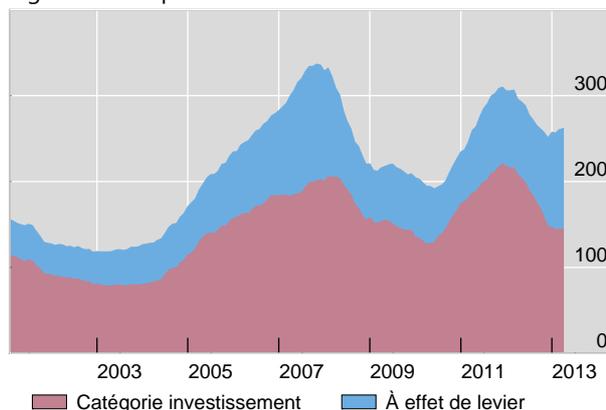
En milliards de dollars

Graphique A

Émissions obligataires



Signatures de prêts consortiaux



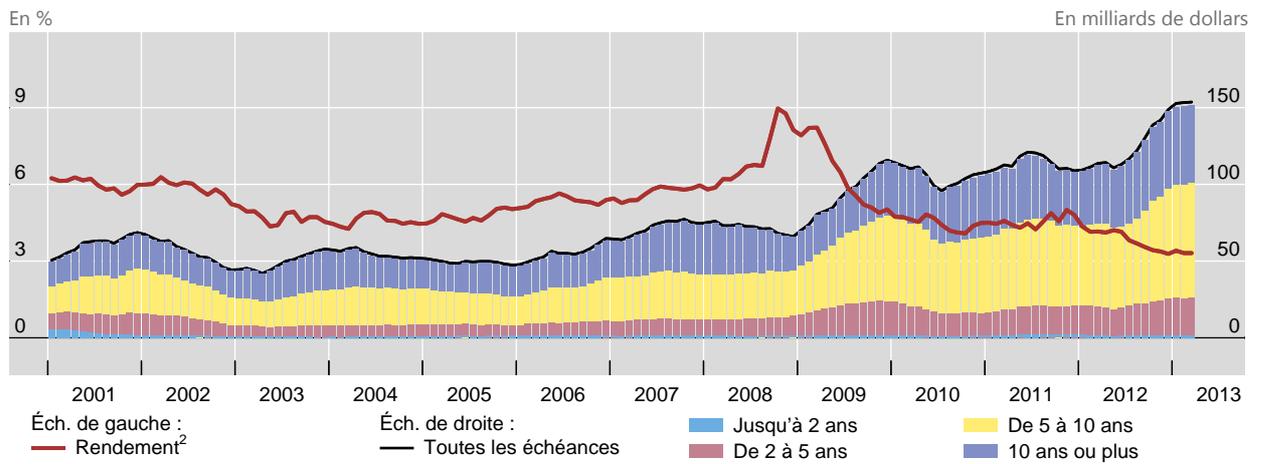
<sup>1</sup> Moyenne mobile sur 12 mois.

Sources : Dealogic ; calculs BRI.

plus favorables par le bas niveau des taux d'intérêt. Les rendements des obligations d'entreprise ont fait un bond pendant la crise, mais sont rapidement retombés à des niveaux exceptionnellement bas (graphique B). Les prêts consortiaux sont généralement rémunérés par des taux variables, alors que les coupons sur les obligations d'entreprise sont le plus souvent fixes, permettant ainsi aux émetteurs de tirer parti du bas niveau des taux. Les émissions du secteur non financier étaient, pour l'essentiel, à long terme, ce qui cadre avec l'hypothèse selon laquelle les entreprises non financières auraient profité du bas niveau des taux d'intérêt pour se refinancer à moindre coût. Un bon tiers de toutes les obligations émises à partir de 2010 ont une durée initiale de 10 ans ou plus, et près de la moitié sont assorties d'une durée comprise entre 5 et 10 ans. Cela dit, cette distribution des échéances n'a rien d'exceptionnel ; de plus, la part des obligations d'entreprise à très long terme est, en fait, inférieure à ce qu'elle était dans les années qui ont immédiatement précédé la crise : elle fluctuait alors autour de 40 %. Ce dernier élément ne corrobore qu'en partie notre hypothèse de départ.

### Émissions obligataires par échéance initiale<sup>1</sup>

Graphique B



<sup>1</sup> Titres émis par des entreprises non financières sur tout marché ; moyenne mobile sur 12 mois. <sup>2</sup> Rendement à l'échéance ; indice large à haut rendement (obligations d'entreprise) de Bank of America Merrill Lynch (*Global Broad Market Corporate High Yield Index*).

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Dealogic ; calculs BRI.