

Principales tendances ressortant des statistiques internationales BRI¹

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, à savoir celles du premier trimestre 2013. Un premier encadré analyse la reprise de l'expansion transfrontière des banques japonaises, un second, l'émission de titres de dette par les établissements financiers et non financiers brésiliens et chinois dans les places franches.

Au premier trimestre 2013, les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sont restées globalement inchangées, sous l'effet de deux tendances divergentes sur les marchés bancaires internationaux : premièrement, une baisse des créances transfrontières sur les banques, en particulier celles situées dans la zone euro, largement compensée par une expansion des créances sur le secteur non bancaire ; deuxièmement, un recul des créances transfrontières sur les économies avancées parallèlement à une nette augmentation de celles sur les emprunteurs des économies émergentes. Les crédits transfrontières à la Chine, au Brésil et à la Russie se sont accrus à un rythme record, les banques absorbant l'essentiel des nouveaux fonds. Ainsi, la part des crédits interbancaires aux économies émergentes, en pourcentage du total des créances interbancaires internationales, a atteint son plus haut niveau historique. La vive augmentation des créances transfrontières sur ces économies au premier trimestre 2013 s'inscrit dans une tendance longue. Les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine, en particulier, ont généralement moins souffert de la crise financière mondiale, ce qui s'est traduit, ces dernières années, par une croissance plus forte des crédits transfrontières vers ces régions.

Les banques japonaises sont redevenues, récemment, la première source mondiale de crédit transfrontière (voir l'encadré 1). Elles prêtent de plus en plus depuis leurs bureaux à l'étranger, alors que la part des créances transfrontières comptabilisées au Japon se réduit. Sur une base consolidée, l'expansion internationale des banques japonaises s'est concentrée sur les créances sur les places franches et les économies émergentes. Cette percée internationale a été largement financée par des sources au Japon.

¹ Le texte du présent chapitre a été établi par Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Pablo García, Koon Goh, Branimir Gruic et Jeff Slee ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

Les établissements financiers et non financiers ayant leur siège dans une économie émergente ont devancé leurs homologues des économies avancées en devenant le premier groupe d'émetteurs de titres de dette sur les places franches. L'encadré 2 montre que, pour l'essentiel, l'envolée des émissions des entreprises des ÉcEm dans les places franches est le fait des emprunteurs de deux pays seulement, la Chine et le Brésil. L'émission d'obligations sur les places franches, par l'intermédiaire d'entités affiliées, permet d'entrer en contact avec des investisseurs qui auraient des difficultés à investir dans le pays d'origine des entreprises émettrices.

Le marché interbancaire international au premier trimestre 2013

Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont fléchi de \$28 milliards (-0,1 %) entre fin décembre 2012 et fin mars 2013 (graphique 1, cadre supérieur gauche)². Les créances transfrontières libellées en euro ont diminué de \$145 milliards (-1,4 %), celles en livre sterling, de \$57 milliards (-4,0 %), tandis que celles libellées en yen augmentaient de \$55 milliards (4,3 %) (graphique 1, cadre supérieur droit). Cette progression, qui a porté la hausse cumulée des créances transfrontières libellées en yen depuis le premier trimestre 2012 à \$114 milliards, reflète l'expansion transfrontière des banques japonaises (voir l'encadré 1).

Au premier trimestre 2013, l'activité bancaire internationale est restée caractérisée par une baisse des crédits aux banques et une hausse des prêts au secteur non bancaire. Les créances transfrontières sur les banques et leurs implantations à l'étranger ont diminué de \$137 milliards (-0,8 %) (graphique 1, cadre inférieur gauche), tandis que celles sur les emprunteurs non bancaires ont augmenté de \$110 milliards (0,9 %) (graphique 1, cadre inférieur droit). Cette réorientation des prêts entre ces secteurs de contrepartie, pour le cinquième trimestre consécutif, a porté la baisse cumulée des positions interbancaires depuis fin septembre 2011 à \$2 200 milliards. Le fort recul de l'activité transfrontière interbancaire est essentiellement le fait d'une réduction des positions intragroupes.

Les prêts transfrontières enregistrés dans les différentes régions déclarantes ont suivi des tendances divergentes au premier trimestre 2013. Les créances transfrontières sur les économies avancées ont reculé de \$341 milliards (-1,5 %). En revanche, les créances sur les emprunteurs des économies émergentes ont nettement augmenté (\$267 milliards, 8,4 %).

Créances sur les économies avancées

La baisse des créances transfrontières sur les économies avancées est principalement due à de nouvelles contractions de l'interbancaire. Les statistiques bancaires territoriales par pays de résidence font apparaître que les créances sur les

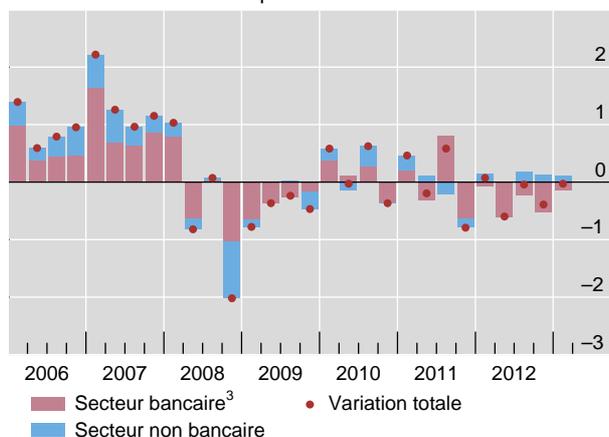
² L'analyse exposée dans la présente section s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence, sauf indication contraire. Dans ces statistiques, les créanciers et débiteurs sont classés en fonction de leur pays de résidence (comme dans les statistiques de la balance des 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.

Créances transfrontières¹

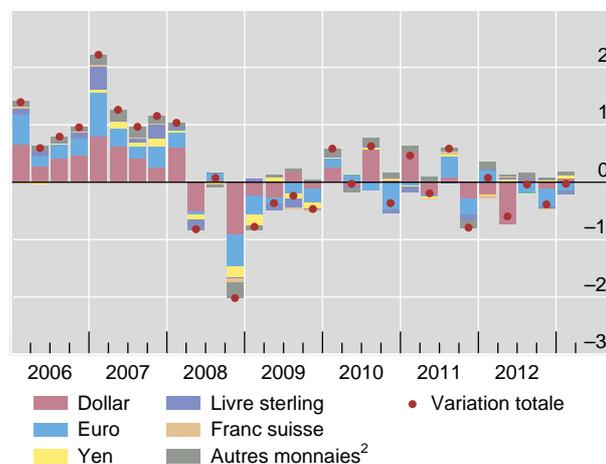
Variations d'encours corrigées des fluctuations de change et des ruptures de séries, en milliers de milliards de dollars

Graphique 1

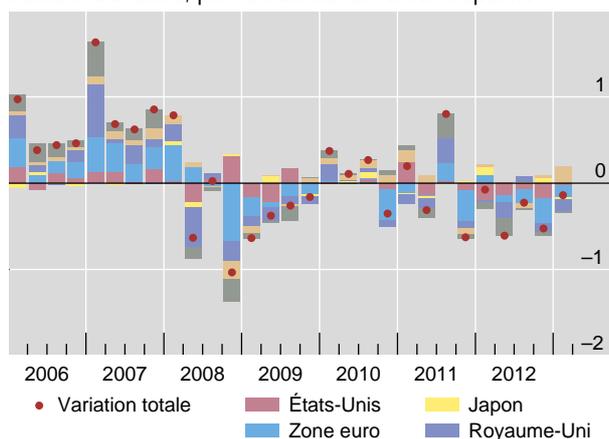
Par secteur de la contrepartie



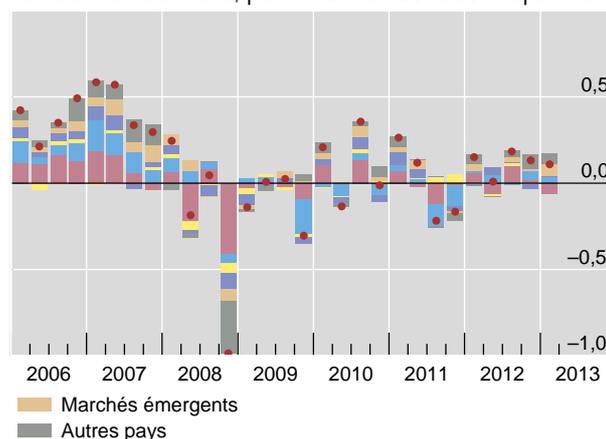
Par monnaie



Secteur bancaire, par résidence de la contrepartie³



Secteur non bancaire, par résidence de la contreparties



¹ Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI englobent les créances intragroupes. ² Inclut les devises non attribuées.

³ Inclut les créances non attribuées, par secteur de la contrepartie.

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

banques et leurs implantations dans les économies avancées ont diminué de \$328 milliards (-2,4 %) entre la fin de 2012 et fin mars 2013.

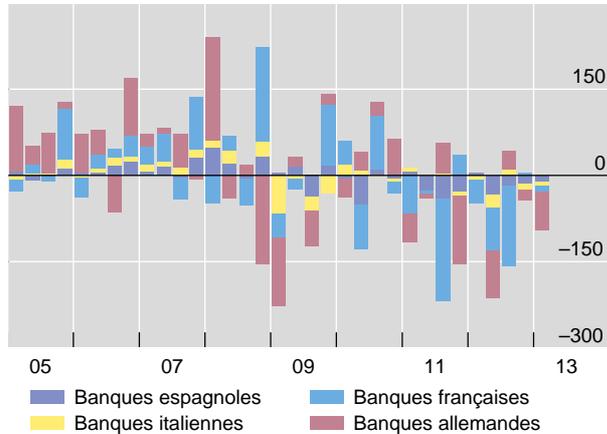
Le repli de l'activité interbancaire internationale a été plus prononcé en Europe. Les créances interbancaires (y compris les positions intragroupes) sur les banques au Royaume-Uni sont celles qui ont diminué le plus (-\$143 milliards, -4,0 %) (graphique 1, cadre inférieur gauche), sous l'effet d'une baisse des financements octroyés par les banques aux États-Unis, aux Pays-Bas et en Allemagne. Les crédits transfrontières interbancaires aux banques de la zone euro, en baisse pour le quatrième trimestre consécutif, se sont contractés de \$138 milliards (-2,7 %). La baisse cumulée du crédit interbancaire à la zone euro depuis l'apaisement des tensions sur les marchés, au troisième trimestre 2012 s'établit ainsi à \$597 milliards, un chiffre bien supérieur à la baisse de \$146 milliards, seulement, observée au deuxième semestre 2011 et au premier semestre 2012, au plus fort de la crise de la zone euro. La poursuite du désendettement des banques de la zone euro, en partie

Engagements bruts, par système bancaire et par secteur de la contrepartie¹

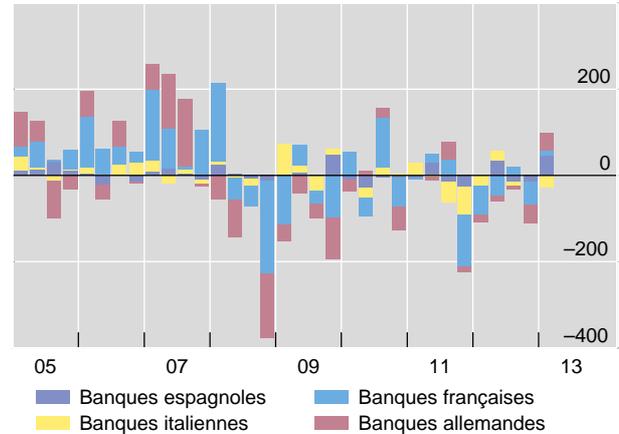
Variations, en milliards de dollars

Graphique 2

Engagements intragroupes



Engagements envers des banques hors groupe



¹ Variations corrigées des fluctuations de change et des ruptures de séries.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales, par nationalité.

lié au changement d'environnement réglementaire et à l'ajustement des modèles opérationnels, peut expliquer pourquoi l'activité interbancaire n'a pas, jusqu'à présent, retrouvé ses niveaux antérieurs, malgré l'atténuation de la crise de la zone euro. Le recul observé au premier trimestre 2013 reflète principalement une diminution des prêts aux banques en Allemagne, aux Pays-Bas et en Italie, tandis que les créances sur les banques en France, en Espagne et au Luxembourg ont augmenté.

Les créances transfrontières sur les banques aux États-Unis ont diminué pour le sixième trimestre consécutif, bien que l'ampleur de la contraction (-\$18 milliards, -0,8 %) ait été plus faible qu'aux trimestres précédents. Celles sur les banques au Japon ont aussi reculé (-21 milliards, -2,9 %). La poursuite de la baisse des créances transfrontières interbancaires peut être liée à une évolution des modèles de financement des banques, lesquelles ont tendance à réduire leurs emprunts interbancaires au profit des emprunts auprès du secteur non bancaire. Les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence montrent que, en termes d'encours, les engagements transfrontières envers le secteur non bancaire, en pourcentage de l'ensemble des engagements transfrontières, ont fortement augmenté, ces dernières années, pour les banques des économies avancées.

La baisse des engagements transfrontières interbancaires des banques de la zone euro a montré des tendances d'ajustement divergentes entre pays, sur le plan de la réduction des sources de financement interbancaire spécifiques. Les statistiques bancaires territoriales BRI par nationalité, qui comportent une ventilation sectorielle plus détaillée des positions interbancaires des banques déclarantes, apportent un éclairage supplémentaire³. Les banques espagnoles,

³ Les statistiques bancaires territoriales 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 ventilent donc les positions vis-à-vis du secteur bancaire en positions vis-à-vis de bureaux étrangers (positions intragroupes), d'autres

françaises et allemandes ont réduit leurs engagements transfrontières, principalement par le biais de leurs positions intragroupes, qui représentaient 82 %, 65 % et 60 %, respectivement, de la contraction totale de leurs engagements (graphique 2, cadre de gauche). Par contre, les banques italiennes diminuent leurs financements transfrontières depuis le deuxième trimestre 2010, principalement en réduisant leurs emprunts auprès de banques extérieures à leur groupe, qui représentaient 90 % du recul total de leurs engagements transfrontières (graphique 2, cadre de droite).

Créances sur les économies émergentes

Selon les statistiques bancaires territoriales BRI, les créances transfrontières des banques déclarantes sur les emprunteurs des économies émergentes se sont fortement accrues au premier trimestre 2013 (\$267 milliards, 8,4 %) ⁴. La hausse des créances sur les emprunteurs de Chine, du Brésil et de Russie représente 85 % de cette augmentation. Cette expansion du crédit transfrontière aux économies émergentes est, de loin, la plus forte progression trimestrielle jamais observée, et s'explique principalement par l'essor des prêts interbancaires (\$199 milliards, 12 %). Les créances transfrontières sur le secteur non bancaire ont augmenté de \$68 milliards (4,5 %). Environ la moitié de la hausse des prêts transfrontières aux économies émergentes est le fait de banques déclarantes situées dans des places franches (graphique 3). Cette hausse est essentiellement imputable aux banques dans les places franches asiatiques (\$93 milliards, 13 %), mais aussi à celles dans les places franches des Caraïbes (\$35 milliards, 21 %). L'expansion des prêts des banques situées dans ces places franches a été presque intégralement absorbée par des emprunteurs en Chine et au Brésil. Les établissements sis dans la zone euro ont accru leurs prêts aux économies émergentes pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2011. Cette hausse est principalement imputable aux banques en France, aux Pays-Bas, en Allemagne et au Luxembourg.

La vive expansion du crédit transfrontière aux économies émergentes est essentiellement due aux emprunteurs en Asie-Pacifique. Les créances transfrontières sur les emprunteurs de cette région ont augmenté de \$198 milliards (15 %) (graphique 3, cadre supérieur gauche), représentant ainsi 45 % de l'ensemble des créances transfrontières sur les marchés émergents fin mars 2013, au lieu de 34 % il y a tout juste cinq ans. Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation des créances sur les banques (\$148 milliards, 18 %), tandis que celles sur les emprunteurs non bancaires ont augmenté de \$50 milliards (9,5 %). Les engagements transfrontières des banques déclarantes BRI envers des contreparties en Asie-Pacifique ayant augmenté de \$19 milliards seulement, la région a enregistré d'importantes entrées nettes de capitaux (\$179 milliards), en particulier à destination du secteur bancaire (\$118 milliards). En parallèle, on a observé de plus en plus de signes annonçant la fin de la période d'expansion rapide du crédit dans les grandes économies de l'Asie émergente, comme la Chine et l'Inde.

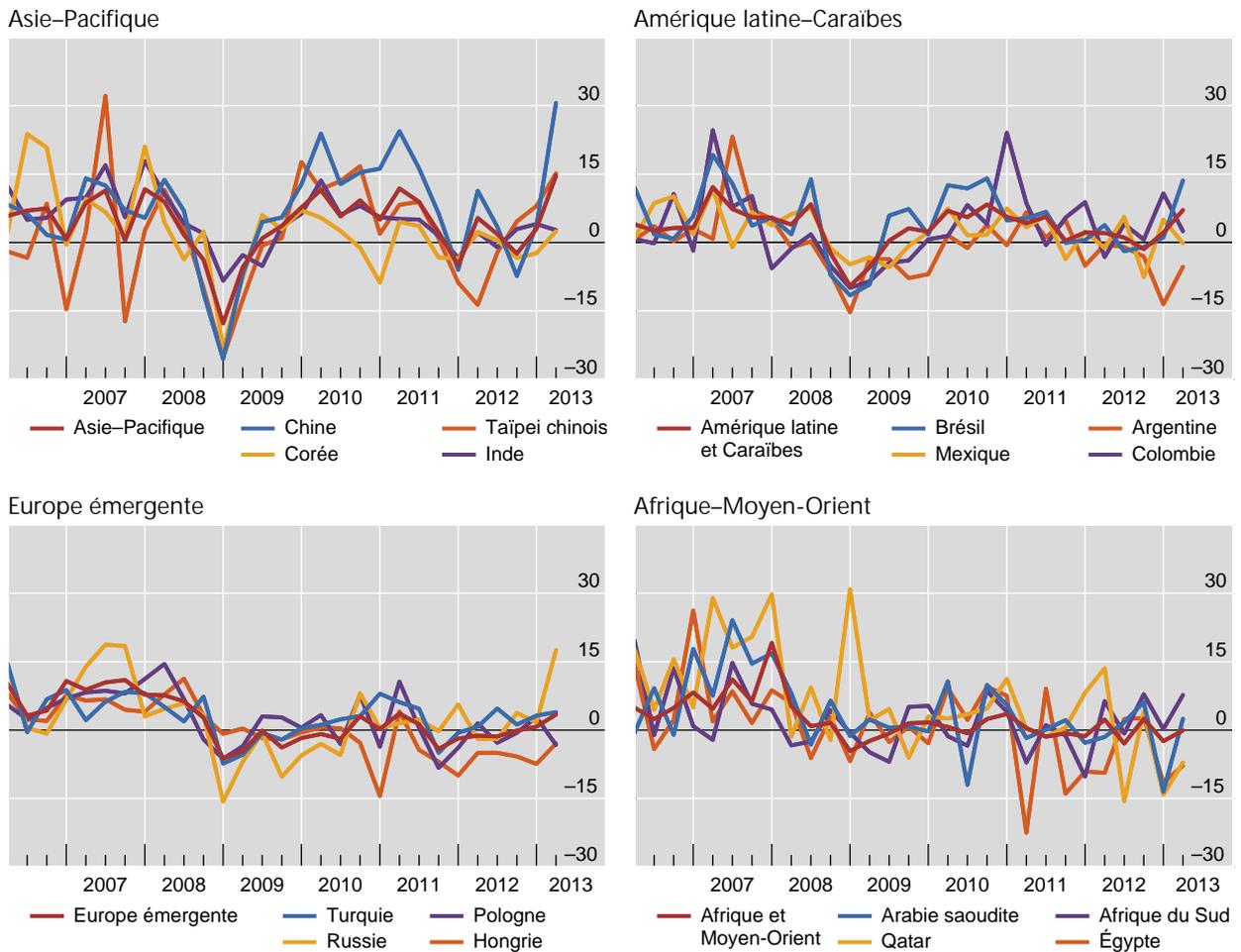
banques (ou banques extérieures au groupe) et d'institutions financières monétaires. Pour plus de détails, voir les recommandations concernant les statistiques bancaires internationales territoriales (www.bis.org/statistics/locbankstatsguide.pdf).

⁴ Les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence sont décrites dans la note 2 de bas de page.

Croissance des créances transfrontières sur les résidents des économies émergentes¹

Quarter-on-quarter changes, in per cent

Graphique 3



¹ Évolution trimestrielle des créances transfrontières des banques déclarantes BRI (y compris créances intragroupes), en toutes monnaies.

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

Les crédits transfrontières aux emprunteurs de Chine ont augmenté de \$160 milliards (31 %) et ils représentent 81 % de la hausse des créances transfrontières sur l'Asie-Pacifique. Les créances sur le secteur bancaire en Chine ont progressé de \$123 milliards (36 %), représentant ainsi la part la plus importante de la hausse des créances sur les résidents chinois. Selon les statistiques bancaires consolidées sur la base de l'emprunteur direct, les créances internationales sur la Chine ont généralement des échéances plus courtes que celles sur les autres pays de l'Asie-Pacifique⁵. Les créances sur les autres grandes économies d'Asie ont aussi augmenté (Taïpei chinois : \$13 milliards, 15 % ; Thaïlande : \$7,1 milliards, 13 % ; Inde : \$5,9 milliards, 2,7 % ; Corée : \$4,8 milliards, 2,5 %).

⁵ Les statistiques bancaires consolidées excluent les positions entre sociétés affiliées du même groupe bancaire. Les banques consolident leurs positions intragroupes et déclarent uniquement leurs créances sur les emprunteurs extérieurs au groupe. Les créances internationales comprennent les créances transfrontières dans toutes les monnaies et les créances locales en devises, lorsque les créances locales font référence à des crédits accordés par des sociétés affiliées de banques situées dans le même pays que l'emprunteur.

Les créances transfrontières sur les emprunteurs d'Amérique latine et des Caraïbes ont également fortement progressé au premier trimestre 2013 (\$44 milliards, 7,1 %) (graphique 3, cadre supérieur droit). Ici aussi, cette hausse est due à l'augmentation des créances transfrontières sur le secteur bancaire (\$35 milliards, 14 %). L'activité de prêt à destination des résidents au Brésil a enregistré une vive hausse (\$39 milliards, 14 %), en particulier le secteur bancaire (\$34 milliards, 27 %). Il s'agit de la plus forte augmentation trimestrielle jamais enregistrée pour ce pays, en hausse de 36 % par rapport au précédent record, au troisième trimestre 2010. Les créances transfrontières sur l'Argentine ont, elles, reculé pour le sixième trimestre consécutif.

Les créances transfrontières sur les économies émergentes d'Europe ont augmenté de \$25 milliards (3,4 %) au premier trimestre 2013 (graphique 3, cadre inférieur gauche), tirées par la hausse de \$14 milliards (3,8 %) des prêts aux banques de la région et de \$10 milliards (3,0 %) au secteur non bancaire. Cette expansion s'explique par la forte hausse des créances transfrontières sur les emprunteurs résidant en Russie (\$ 29 milliards, 18 %), la plus forte augmentation trimestrielle jamais observée. Les créances transfrontières sur les résidents en Turquie ont enregistré une augmentation de \$7,1 milliards (3,9 %), uniquement sur le secteur bancaire. Les créances transfrontières sur les autres grandes économies de la région ont diminué. Celles sur la Hongrie ont reculé pour le huitième trimestre consécutif, soit une baisse totale cumulée de \$30 milliards.

Par contre, les créances transfrontières sur l'Afrique et le Moyen-Orient sont restées largement inchangées (graphique 3, cadre inférieur droit), tandis que de légères augmentations vis-à-vis du secteur bancaire étaient plus qu'annulées par de moindres créances sur le secteur non bancaire. Les créances sur l'Afrique du Sud et l'Arabie saoudite ont augmenté (\$2,8 milliards, soit 7,7 %, et \$2,0 milliards, soit 2,5 %, respectivement), tandis que celles sur les Émirats arabes unis et le Qatar ont diminué (\$4,3 milliards, soit 4,0 %, et \$4,0 milliards, soit 7,1 %, respectivement).

La vive expansion de l'activité interbancaire à destination des économies émergentes a doublé la part de ces pays dans le total des prêts interbancaires internationaux. Sur une base consolidée, les créances sur les emprunteurs résidents de ces économies sont passées à 14 % du total des prêts interbancaires au premier trimestre 2013, soit le double de leur niveau d'il y a cinq ans. Parallèlement à cette évolution, la part des économies avancées est retombée à 81 %, tandis que celle des places franches est passée à 4 %.

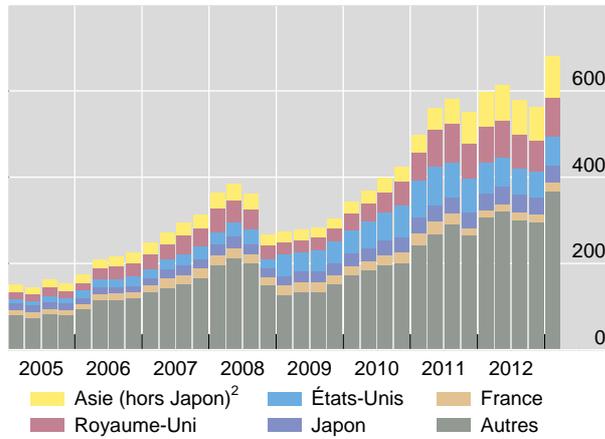
L'augmentation des prêts aux banques de l'Asie-Pacifique a été le principal moteur de la hausse des prêts bancaires internationaux aux économies émergentes. Près des deux tiers du crédit interbancaire aux économies émergentes sont allés au secteur bancaire dans cette région, contre 47 % cinq ans plus tôt. Parallèlement à cette hausse, la part des créances interbancaires sur l'Europe émergente a nettement reculé, et celles sur les pays en développement d'Afrique et du Moyen-Orient sont en léger repli. Les banques du Royaume-Uni et celles de l'Asie hors Japon, en particulier, ont étoffé leurs concours à l'Asie-Pacifique, à \$91 milliards et \$98 milliards au premier trimestre 2013 (graphique 4, cadre supérieur gauche).

Créances interbancaires sur les économies émergentes, par région¹

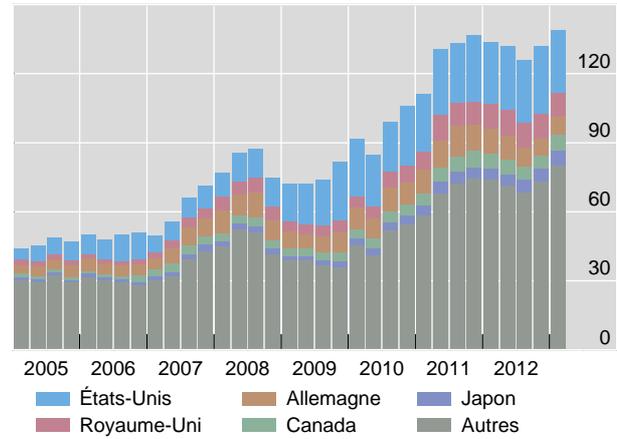
En milliards de dollars

Graphique 4

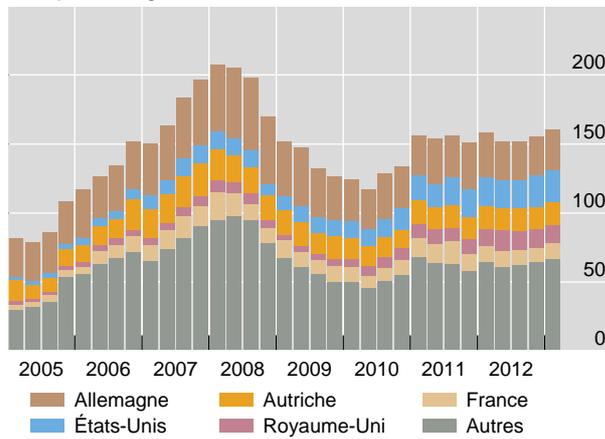
Asie-Pacifique



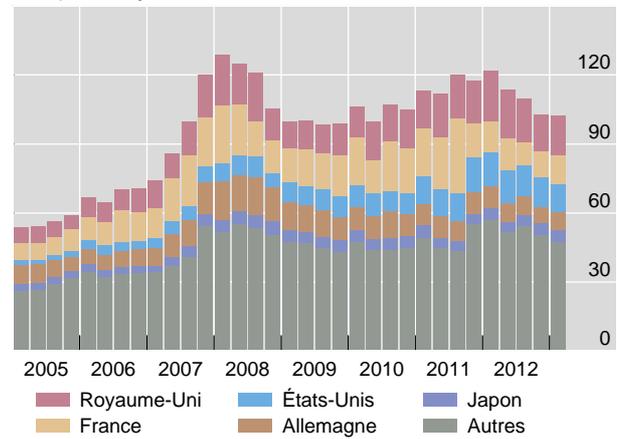
Amérique latine-Caraïbes



Europe émergente



Afrique-Moyen-Orient



¹ Dans l'ordre des cinq plus grands systèmes bancaires déclarants qui détiennent les plus grosses créances interbancaires sur les régions pour lesquelles ces chiffres sont disponibles. ² Taïpei chinois, Hong-Kong RAS, Inde, Corée et Singapour.

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

En Amérique latine, les banques américaines ont consolidé leur position de premiers bailleurs de fonds au secteur bancaire de la région. Les banques allemandes sont restées les principaux prêteurs interbancaires à l'Europe émergente, bien que leur part de marché diminue depuis 2008 (graphique 4, cadre supérieur droit et cadre inférieur gauche), tandis que les banques américaines et britanniques augmentent leurs prêts au secteur bancaire de la région. Les banques françaises ont réduit leurs expositions sur les banques d'Afrique et du Moyen-Orient depuis le sommet historique atteint en 2011, tout comme les banques britanniques et américaines, dans une moindre mesure (graphique 4, cadre inférieur droit).

Le retour des banques japonaises

Adrian van Rixtel et Jeff Slee

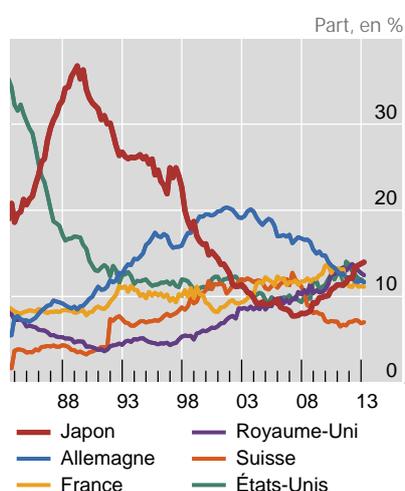
Les banques japonaises sont récemment redevenues les plus gros fournisseurs de crédit bancaire transfrontière. D'après les statistiques bancaires consolidées BRI, elles ont remplacé en 2011 leurs homologues allemandes en tête des bailleurs de fonds internationaux. Leur part du total des créances internationales consolidées des banques déclarantes BRI est passée de 8 % début 2007, avant le déclenchement de la crise financière internationale, à 13 % fin mars 2013. Les établissements des États-Unis arrivaient en seconde position, avec une part de marché d'environ 12 % fin mars 2013, suivis par ceux d'Allemagne (11 %)①.

Les banques japonaises ont ainsi retrouvé la place qu'elles occupaient sur le marché bancaire international pendant la deuxième moitié des années 1980. Selon les statistiques bancaires territoriales (qui incluent l'activité intragroupe), la part des établissements nippons dans le total des créances transfrontières des banques déclarantes BRI a culminé à pas moins de 36 % en 1989 (graphique A, cadre de gauche)②. À l'époque, les banques du Japon finançaient leurs prêts aux résidents par l'intermédiaire de leurs bureaux à l'étranger afin de contourner les restrictions réglementaires applicables dans le pays③. Elles étaient également à l'origine de la majeure partie des concours aux entreprises commerciales et industrielles des États-Unis et des marchés émergents, surtout ceux d'Asie④. Toutefois, la grave crise bancaire des années 1990, conjuguée à la déréglementation intervenue dans le secteur bancaire japonais, a largement inversé l'expansion transfrontière des établissements nippons. Leur part de marché a touché un minimum en 2007, avant de rebondir.

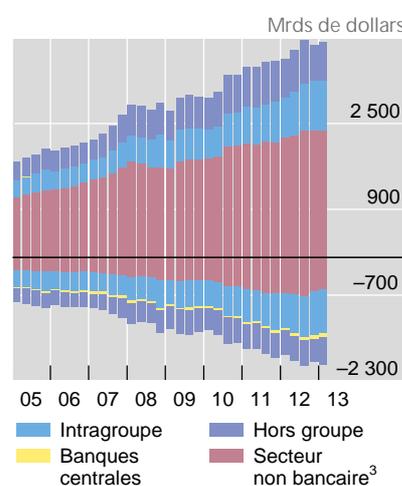
Activité transfrontière des banques japonaises

Graphique A

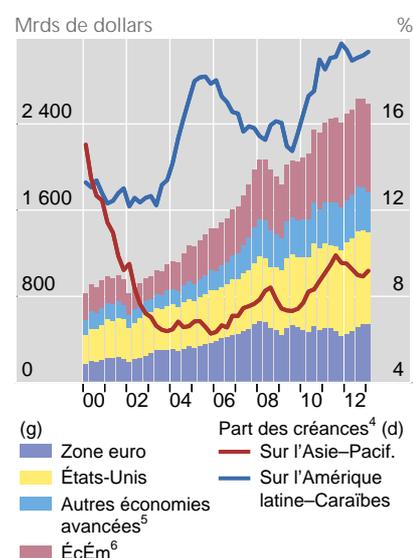
Créances transfrontières (y compris positions intragroupes) par système bancaire¹



Actifs et passifs transfrontières des banques japonaises, par secteur de la contrepartie¹



Créances internationales consolidées des banques japonaises, par pays emprunteurs²



¹ Créances transfrontières des agences bancaires situées dans des pays déclarants BRI, y compris créances des établissements à l'étranger sur les résidents du pays d'origine. ² Créances transfrontières en toutes monnaies + créances locales en devises, hors positions intragroupes et créances sur les résidents du pays d'origine (Japon). ³ Y compris positions non ventilées par secteur. ⁴ Créances sur les contreparties en Asie-Pacifique et en Amérique latine-Caraïbes (y compris places franches de ces régions), en pourcentage des créances internationales consolidées. ⁵ Hors Japon. ⁶ Y compris places franches.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales (par pays d'origine de l'établissement prêteur) et statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct).

L'expansion internationale récente des banques japonaises reflète une augmentation des prêts accordés aux places franches, aux économies émergentes et aux États-Unis (graphique A, cadre de droite). La hausse des créances transfrontières sur les places franches s'explique essentiellement par les concours aux Caraïbes, tandis que l'Asie et l'Amérique latine étaient les principaux bénéficiaires de la progression enregistrée par les économies émergentes. En conséquence, la part des créances transfrontières des banques japonaises sur l'Amérique latine-Caraïbes dans le total de leurs créances internationales consolidées est passée de 15 % fin 2009 à près de 20 % fin mars 2013 (graphique A, cadre de droite). Par contre, la part de leurs créances sur les économies avancées est revenue d'un maximum de 74 % fin 2009 à 68 % dernièrement. Ce recul est dû surtout à un mouvement de retrait de la zone euro, même si les créances internationales consolidées des banques japonaises sur cette région progressent régulièrement depuis le deuxième trimestre 2012.

Les statistiques territoriales BRI montrent que les banques japonaises ont financé leur expansion transfrontière principalement par des ressources d'origine nationale. Leurs créances transfrontières ont progressé à \$4 000 milliards au premier trimestre 2013, alors que leurs engagements transfrontières se montaient à seulement \$2 000 milliards (graphique A, cadre du milieu). Il en résulte un déficit de financements transfrontières de \$2 000 milliards, qu'elles doivent couvrir en recourant à des sources nationales, essentiellement leur large base de dépôts^⑤. En ce qui concerne les sources transfrontières, la majeure partie appartient au secteur non bancaire.

L'augmentation des crédits transfrontières fournis par les banques japonaises tient, en partie, à un recours accru à leur réseau mondial d'agences. Ces banques avaient fermé ou rationalisé nombre de leurs établissements à l'étranger à la suite de la crise bancaire des années 1990, de sorte qu'elles effectuaient leurs opérations transfrontières de plus en plus depuis leur pays d'origine. De fait, la part des créances transfrontières comptabilisées au Japon dans le total des créances transfrontières des banques nippones a culminé en 2008, mais progressivement baissé par la suite. Cette évolution s'est traduite par un net rebond des créances transfrontières enregistrées par les établissements aux États-Unis et dans d'autres économies avancées.

① Ces chiffres excluent les créances locales en monnaie locale, c'est-à-dire les prêts accordés par les filiales situées dans le même pays que l'emprunteur. En incluant les créances locales, la part des banques japonaises dans le total des créances *étrangères* consolidées était de 10 % fin mars 2013, contre 13 % pour les banques du Royaume-Uni, 11 % pour celles des États-Unis et 9 % pour celles d'Allemagne.

② Les statistiques consolidées ne constituent pas une bonne base de comparaison pour les années 1980 car, avant 1999, elles ne comprenaient pas les créances sur les pays déclarants BRI. ③ H. Terrell, R. Dohner et B. Lowrey, « The United States and United Kingdom activities of Japanese banks, 1980-1988 », *North American Review of Economics & Finance*, n° 1(1), 1990, pp. 53-73 ; et A. van Rixtel, « Informality and monetary policy in Japan: The political economy of bank performance », Cambridge University Press, 2002.

④ R. McCauley et R. Seth, « Foreign bank credit to US corporations: The implications of offshore loans », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, printemps 1992, pp. 52-65 ; et R. McCauley et S. Yeaple, « How lower Japanese asset prices affect Pacific financial markets », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, printemps 1994, pp. 19-33. ⑤ Il est prévu d'améliorer les statistiques bancaires internationales BRI de façon à y intégrer les positions purement intérieures.

Émissions de titres de dette des marchés émergents dans les places franches

Robert N. McCauley, Christian Upper et Agustín Villar

Les sociétés financières et non financières des économies émergentes (ÉcÉM) se tournent de plus en plus vers les places franches pour lancer des emprunts. Fin juin 2013, 25 % de l'encours des titres de dette internationaux d'entreprises des ÉcÉM avait été émis dans les places franches, et 22 % seulement dans les économies avancées (graphique B, cadre de gauche). Durant les douze mois se terminant mi-2013, les entreprises des ÉcÉM ont levé \$95 milliards dans les places franches, ce qui représente environ un quart de leurs émissions totales sur cette période. Elles sont ainsi devenues le groupe d'émetteurs le plus important dans les places franches, devant les entreprises ayant leur siège dans les économies avancées (\$32 milliards) (graphique B, cadre de droite).

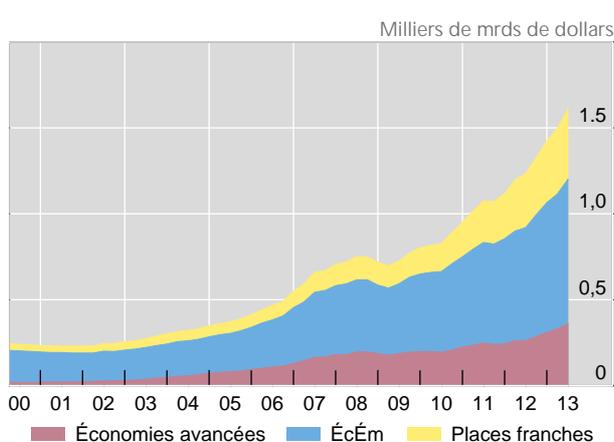
L'envolée des émissions des entreprises des ÉcÉM dans les places franches s'explique essentiellement par les emprunteurs ayant leur siège dans deux pays seulement, la Chine et le Brésil. Les emprunts des sociétés chinoises dans les places franches ont vivement augmenté, passant de moins de \$1 milliard par an en 2001 et 2002 à \$51 milliards au cours des douze mois se terminant mi-2013 (graphique C, cadre de gauche), ce qui correspond à environ 70 % du total des émissions de titres de dette internationaux des sociétés financières et non financières chinoises. Les entreprises brésiliennes, pour leur part, se financent à l'étranger, et notamment dans les places franches, depuis beaucoup plus longtemps. De 2001 à 2005, elles ont levé sur les places franches entre \$2 et \$6 milliards par an, et ce chiffre est monté à près de \$20 milliards entre juillet 2012 et juin 2013 (graphique C, cadre du milieu), soit 41 % du total de leurs émissions internationales.

L'émission de titres dans les places franches, par l'intermédiaire d'entités sous leur contrôle, permet aux entreprises chinoises et brésiliennes d'atteindre une base d'investisseurs qui auraient du mal à investir localement^①. Nombre d'investisseurs institutionnels n'ont pas les mandats ou les capacités techniques nécessaires pour effectuer des placements sur les marchés obligataires locaux des ÉcÉM. En outre, même lorsqu'ils possèdent ces mandats ou cette expertise, l'achat de titres émis sur les places franches, où tous les placements sont soumis à un régime assez homogène, réduit pour eux les formalités administratives et les risques associés à une multitude de dispositifs fiscaux et juridiques différents. De plus, les obligations et autres titres de dette émis sur des places franches présentent des avantages pour certains investisseurs en termes de fiscalité. De nombreux pays appliquent une retenue à la source aux investisseurs résidant dans des juridictions étrangères où le taux d'imposition sur le revenu est inférieur à 20 %. C'est le cas, par exemple, des places franches, dans lesquelles sont enregistrés de nombreux

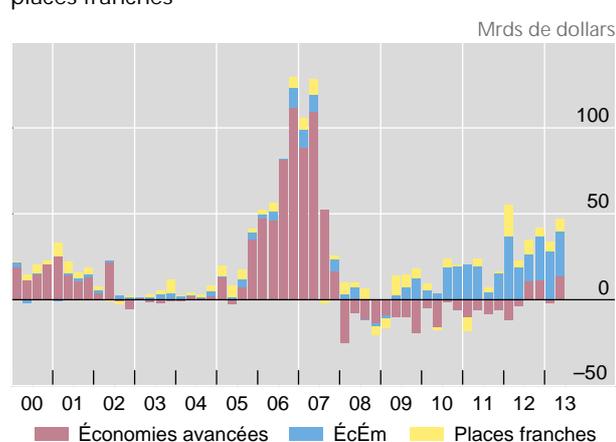
Émissions de titres de dette internationaux des sociétés financières et non financières des ÉcÉM

Graphique B

Par pays de résidence de la filiale émettrice¹



Par pays d'origine des émetteurs résidant dans des places franches²



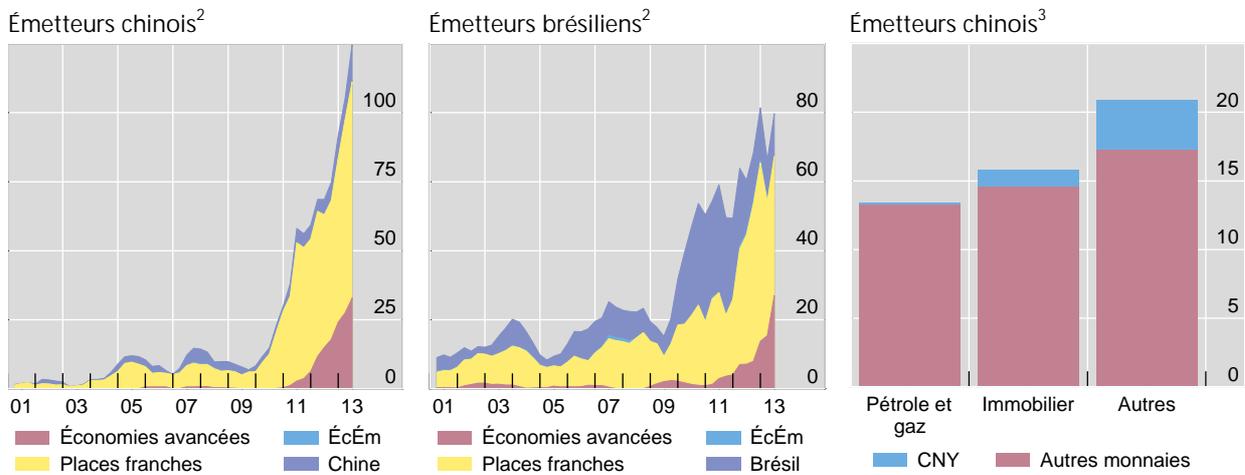
¹ Encours. ² Émissions nettes.

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

Titres de dette internationaux¹

En milliards de dollars

Graphique C



¹ Émissions brutes des sociétés financières et non financières ayant leur siège au Brésil ou en Chine. ² Émissions cumulées mobiles sur douze mois, par pays de résidence de l'émetteur. ³ Émissions cumulées juillet 2012 – juin 2013, par secteur d'activité du propriétaire non financier ultime et par monnaie de libellé.

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

fonds investissant dans les économies émergentes. Enfin, les titres émis par des filiales dans les places franches sont sans doute moins susceptibles de faire l'objet de contrôles des capitaux que les titres locaux. Il convient toutefois de nuancer le propos : le gouvernement peut très bien décider le rapatriement des avoirs étrangers.

À première vue, la situation des entreprises chinoises semble particulière. Contrairement à leurs homologues brésiliennes, elles se financent traditionnellement sur le marché local. Simultanément, la croissance soutenue et l'intégration de l'économie chinoise font augmenter la demande d'actifs financiers chinois de la part des investisseurs internationaux. Par conséquent, il est souvent meilleur marché pour les entreprises chinoises de lever des fonds à l'étranger que dans leur pays. C'est le cas, notamment, pour les titres libellés en renminbi, dont les taux à l'étranger sont généralement bien inférieurs à ceux en Chine^②. C'est pourquoi une part importante (16 %) des titres de dette des entreprises chinoises émis sur les places franches sont libellés en renminbi^③. Cependant, le dollar des États-Unis reste, de loin, la monnaie d'émission la plus couramment choisie par les entreprises chinoises (77 % des émissions totales). Cela pourrait s'expliquer, une fois encore, par les coûts de financement. Les taux du dollar sont inférieurs aux taux comparables du renminbi, et de nombreux intervenants s'attendent à une appréciation de la devise chinoise.

Comment les entreprises chinoises utilisent-elles les dollars ainsi levés sur les places franches ? Premièrement, environ un tiers des émissions sont le fait de sociétés financières qui accordent des prêts en dollar en Chine^④. Deuxièmement, les émissions des sociétés non financières pourraient refléter l'internationalisation des entreprises chinoises. Depuis quelque temps, celles-ci achètent des actifs dans le monde entier et ces acquisitions paraissent financées, dans une certaine mesure au moins, par des emprunts à l'étranger. Cela pourrait expliquer le rôle relativement important joué par le secteur « Pétrole et gaz » dans les émissions à l'étranger des sociétés non financières chinoises (graphique C, cadre de droite). En outre, une forte proportion des sociétés du secteur « Autres » semblent être des industries ayant des activités hors du pays. Toutefois, les émissions à l'étranger du secteur « Immobilier » sont encore plus élevées que celle du secteur « Pétrole et gaz », ce qui laisse penser qu'une grande partie des dollars levés à l'étranger sont entrés en Chine.

① Pour plus de détails, voir S. Black et A. Munro, « Why issue bonds offshore? », *BIS Papers*, n° 52, 2010, pp. 97-144. ② G. Ma et R. N. McCauley, « Is China or India more financially open? », *Journal of International Money and Finance*, 2013, à paraître. ③ La part des émissions en monnaie locale des entreprises brésiliennes dans les places franches est bien inférieure à 1 %. ④ D. He et R.N. McCauley, « Transmitting global liquidity to East Asia: policy rates, bond yields, currencies and dollar credit », 2013 (non publié).