

Principales tendances ressortant des statistiques internationales BRI¹

Au deuxième trimestre 2013, les banques déclarantes BRI ont réduit leurs créances transfrontières, en particulier celles sur le secteur non bancaire, qui ont enregistré leur plus forte baisse depuis fin 2011. L'exposition brute au risque de crédit des dérivés de gré à gré a augmenté, malgré un recul important des valeurs de marché. Le présent chapitre contient trois encadrés. Le premier analyse l'effet, sur le crédit transfrontière aux économies émergentes, des annonces du mois de mai selon lesquelles la Réserve fédérale envisageait de réduire progressivement ses achats d'actifs à grande échelle. Le deuxième examine l'émission de titres obligataires internationaux libellés dans des monnaies d'économies émergentes. Le troisième actualise de précédentes estimations de la relation entre volume des transactions sur le marché des changes, d'une part, et niveaux de revenu des pays, d'autre part, réalisées à partir de données issues de l'enquête triennale BRI la plus récente.

Au deuxième trimestre 2013, les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont diminué, après être restées stables au trimestre précédent. Une importante réduction des créances transfrontières sur les emprunteurs des économies avancées et, dans une moindre mesure, des places franches n'a été que partiellement compensée par une légère hausse sur les emprunteurs des marchés émergents. Cela dit, cette modeste progression d'ensemble des prêts aux marchés émergents dissimule des variations notables d'un pays à l'autre. Les annonces de la Réserve fédérale quant à une éventuelle réduction progressive de ses achats massifs d'actifs ont coïncidé avec une baisse marquée des crédits transfrontières à certaines des plus grandes économies émergentes, comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Russie. La diminution des prêts transfrontières des établissements déclarants BRI a touché tous les secteurs, contrairement aux trimestres précédents, où le recul des créances sur les banques était allé de pair avec une hausse vis-à-vis du secteur non bancaire.

¹ Le texte du présent chapitre a été établi, pour la partie sur le marché bancaire, par Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) et, pour celle sur les dérivés, par Jacob Gyntelberg (jacob.gyntelberg@bis.org). Pablo García (marché bancaire) et Denis Pètre (dérivés) ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

Marché bancaire international au deuxième trimestre 2013

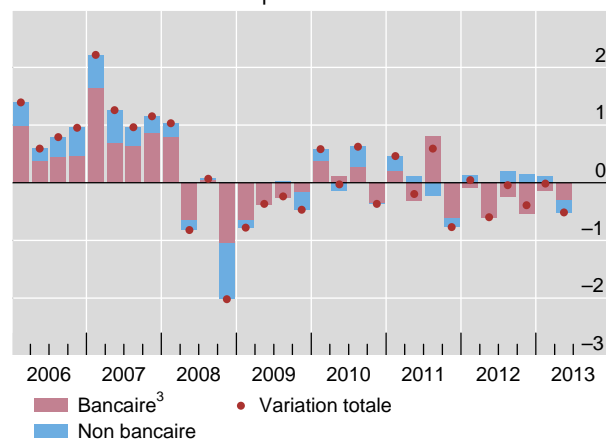
Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont diminué de \$515 milliards (-1,8 %) entre fin mars et fin juin 2013 (graphique 1, cadre supérieur gauche)². En conséquence, l'encours total des crédits transfrontières s'établissait à \$28 300 milliards fin juin 2013, en recul de 1,2 % par rapport au même trimestre l'année précédente. La baisse a concerné toutes les grandes monnaies de libellé, mais surtout l'euro (\$315 milliards, 3,2 %), le franc suisse (\$48 milliards, 11 %) et le yen (\$43 milliards, 3,5 %) (graphique 1, cadre supérieur droit).

Créances transfrontières¹

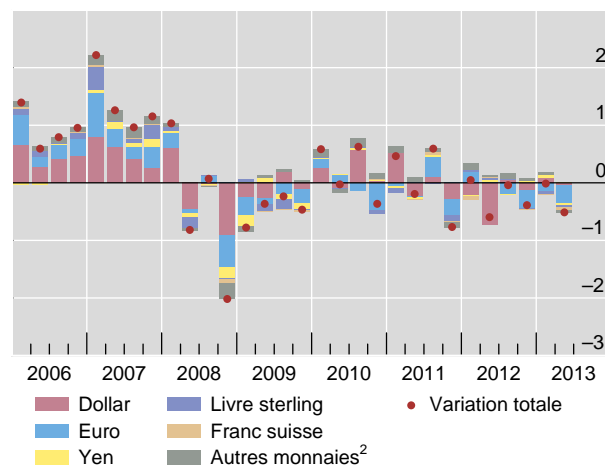
Variations d'encours corrigées des fluctuations de change et des ruptures de série, en milliers de milliards de dollars

Graphique 1

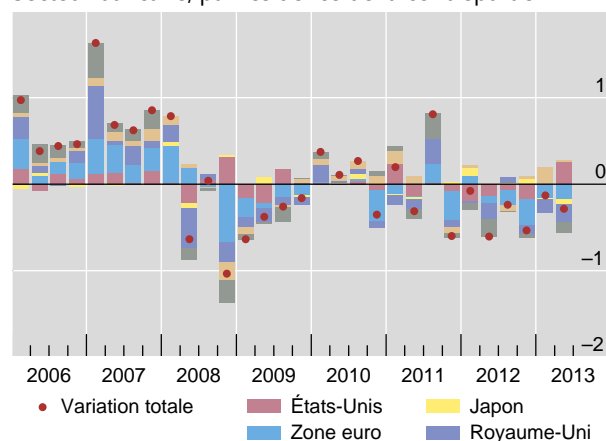
Par secteur de la contrepartie



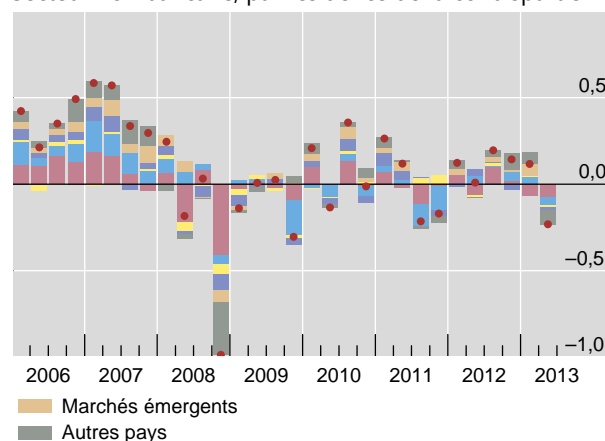
Par monnaie



Secteur bancaire, par résidence de la contrepartie³



Secteur non bancaire, par résidence de la contrepartie



¹ Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI englobent les créances intragroupes. ² Y compris monnaies non attribuées.

³ Y compris créances non ventilées par secteur de la contrepartie.

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

² Sauf indication contraire, l'analyse exposée dans la présente partie s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence. Dans ces statistiques, 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.

Le deuxième trimestre 2013 s'est caractérisé par le premier recul important (-\$231 milliards, soit -2,0 %) des créances bancaires transfrontières sur les emprunteurs non bancaires – établissements financiers non bancaires, administrations publiques et entreprises, notamment – depuis fin 2011, lesquelles se sont établies à \$11 400 milliards (graphique 1, cadre supérieur gauche). Cette baisse a surtout affecté les résidents non bancaires des économies avancées, bien que le secteur non bancaire d'autres pays (principalement les places franches) ait également enregistré une diminution (graphique 1, cadre inférieur droit).

Les créances transfrontières interbancaires – qui comprennent les créances des banques déclarantes sur leurs implantations à l'étranger – se sont aussi contractées durant le trimestre (-\$285 milliards, -1,7 %), à \$16 800 milliards (graphique 1, cadre inférieur gauche), poursuivant sur une tendance apparue au quatrième trimestre 2011.

Les crédits transfrontières ont évolué différemment d'une région à l'autre. Les créances sur les économies avancées ont reculé de \$470 milliards (-2,2 %), et représentent ainsi 91 % de la contraction d'ensemble des prêts transfrontières dans le monde. Les créances sur les places franches ont diminué de \$70 milliards (-1,9 %). Les créances transfrontières sur les économies émergentes ont, en revanche, légèrement progressé (\$23 milliards, 0,7 %).

Créances sur les économies avancées

Les créances sur le secteur non bancaire dans les économies avancées ont diminué de \$181 milliards (-2,2 %) au deuxième trimestre 2013. Il s'agit de la première baisse importante des positions sur ce secteur depuis fin 2011, et elle a presque annulé l'augmentation cumulée de 2012. Bien que généralisée, la baisse a particulièrement affecté les emprunteurs non bancaires aux États-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni, au Japon et en Suisse.

Les statistiques bancaires consolidées³ fournissent des précisions sur les catégories d'emprunteurs non bancaires concernées. Cette contraction est surtout due à une baisse des créances sur le secteur public, en particulier aux États-Unis et au Japon. La part du secteur public dans le total consolidé des créances internationales⁴ sur les résidents américains est revenue à 22 % fin juin 2013, après avoir culminé à 25 % fin 2012. Dans le cas du Japon, cette part a reculé de 9,3 % fin 2012 à 6,7 % fin juin 2013. Par contre, la part du secteur public dans les créances sur la zone euro est restée stable, à 19 % environ.

Les créances sur les banques dans les économies avancées ont poursuivi leur repli, quoiqu'à un rythme un peu plus lent, fléchissant de \$289 milliards (-2,2 %) au deuxième trimestre 2013. Cette tendance s'est concentrée sur les établissements au Royaume-Uni (-\$198 milliards, -5,9 %) et dans la zone euro (-\$170 milliards, -3,4 %) (graphique 1, cadre inférieur gauche). Les créances sur les banques au Japon et en Suisse se sont également contractées. Les banques aux États-Unis ont fait exception à cette baisse généralisée, les nouvelles créances sur le secteur

³ Les statistiques bancaires consolidées sont organisées en fonction du pays d'origine des banques déclarantes et consolidées sur une base mondiale, c'est-à-dire qu'elles 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.

⁴ 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 sociétés affiliées d'une banque sises dans le pays de l'emprunteur).

atteignant \$250 milliards (+11 %). Le recul des positions interbancaires des établissements ayant leur siège dans les économies avancées est dû, pour moitié environ, à une chute des créances sur leurs implantations à l'étranger⁵.

Du fait du recul du financement interbancaire, les banques dépendent de plus en plus d'entités non bancaires. Les financements transfrontières obtenus par les banques déclarantes auprès du secteur non bancaire dans les économies avancées ont augmenté de \$224 milliards (4,3 %) au deuxième trimestre 2013, pour atteindre près d'un tiers des engagements transfrontières des banques. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les entités non bancaires ont contribué au financement transfrontière des banques déclarantes à hauteur de \$107 milliards (+6,1 %) et de \$71 milliards (+6,5 %), respectivement.

Créances sur les économies émergentes

Les créances transfrontières des banques déclarantes sur les résidents des économies émergentes ont légèrement progressé (\$23 milliards, 0,7 %) au deuxième trimestre 2013⁶, après une hausse record de \$266 milliards au trimestre précédent. Les créances sur le secteur bancaire ont augmenté de \$25 milliards (1,4 %) ; celles sur le secteur non bancaire ont fléchi de \$1,8 milliard (-0,1 %).

Le ralentissement marqué des prêts transfrontières aux résidents des économies émergentes au deuxième trimestre 2013 s'est accompagné d'une volatilité accrue des marchés à la suite d'annonces, en mai, selon lesquelles la Réserve fédérale envisagerait une diminution progressive (« *tapering* ») de ses achats massifs d'actifs. Cette perspective a eu des répercussions sur les prix des actifs dans plusieurs des principales économies émergentes, comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Russie. L'activité bancaire internationale a, globalement, suivi la même tendance. L'encadré 1 fournit plus de détails à ce sujet.

C'est la région Amérique latine-Caraïbes qui a enregistré la plus forte contraction. La baisse des crédits transfrontières aux emprunteurs de cette région (-\$27 milliards, -4,0 %) était la plus importante jamais observée sur un trimestre (graphique 2, cadre supérieur droit). Elle s'est essentiellement concentrée sur le Brésil (-\$20 milliards, -6,2 %), bien que les crédits vers plusieurs autres pays d'Amérique latine aient aussi beaucoup diminué (Mexique : -\$7,5 milliards, -6,0 % ; Chili : -\$2,8 milliards, -5,0 %).

Les créances sur les économies émergentes d'Asie, d'Europe et d'Afrique-Moyen-Orient ont, elles, été relativement stables (graphique 2, cadres supérieur gauche et inférieurs), malgré des disparités importantes entre pays.

En Asie émergente, les créances sur l'Inde et la Corée ont reculé de \$7,2 milliards (-3,3 %) et \$6,3 milliards (-3,3 %), respectivement. Dans les économies émergentes d'Europe, les créances transfrontières sur la Russie ont reculé de \$8,0 milliards (-4,2 %). Celles sur la Pologne et l'Ukraine ont diminué de

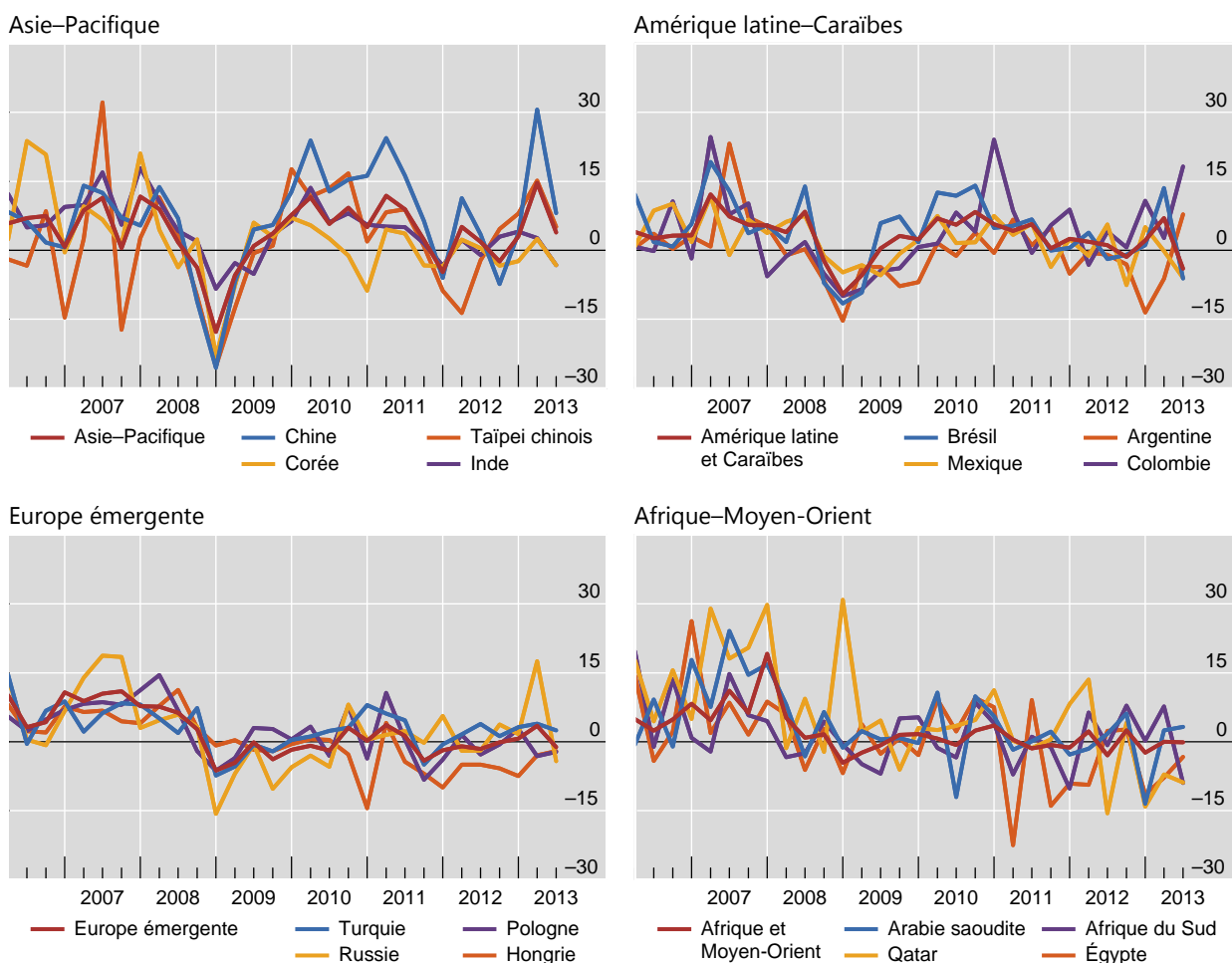
⁵ Cette information est tirée des statistiques bancaires territoriales BRI par nationalité. Celles-ci décrivent l'activité en fonction du pays d'enregistrement ou du pays d'agrément de la société/banque mère faitière. Ces statistiques ventilent les positions vis-à-vis du secteur bancaire en positions vis-à-vis de bureaux étrangers (positions intragroupes), d'autres banques (ou banques extérieures au groupe) et d'institutions financières monétaires. De plus amples précisions figurent dans les recommandations concernant les statistiques bancaires internationales (www.bis.org/statistics/locbankstatsguide.pdf).

⁶ Les statistiques bancaires territoriales BRI (par pays de résidence) sont décrites dans la note 2.

Créances transfrontières sur les résidents des économies émergentes, par région¹

Variations d'un trimestre sur l'autre, en %

Graphique 2



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

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

\$2,6 milliards (-2,2 %) et de \$1,8 milliard (-11 %), respectivement. En Afrique et au Moyen-Orient, les créances sur le Qatar et l'Afrique du Sud ont sensiblement baissé (\$4,6 milliards, soit -8,9 %, et \$3,5 milliards, soit -9,0 %, respectivement).

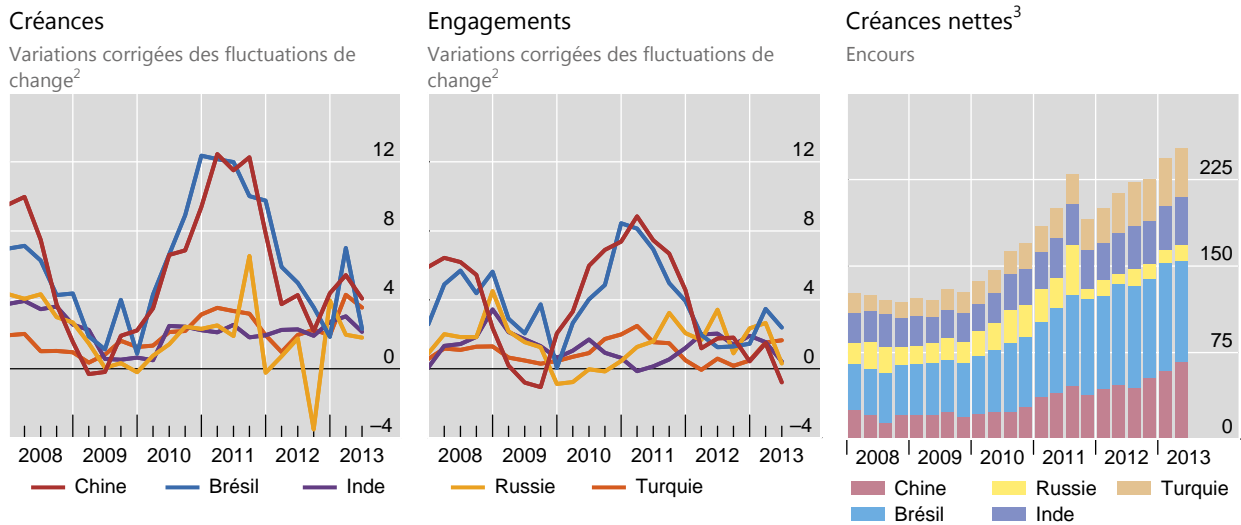
À l'opposé, les créances bancaires transfrontières sur la Chine, la plus grande des économies émergentes, ont continué leur progression, quoiqu'à un rythme plus lent qu'au premier trimestre. Au deuxième trimestre, le secteur bancaire a prêté \$54 milliards supplémentaires (8,1 %), principalement à des banques et à leurs implantations à l'étranger (\$35 milliards, 7,8 %). La Chine, à elle seule, représente désormais 21 % de l'encours des créances transfrontières sur les emprunteurs des économies émergentes, soit une hausse de 8 % par rapport à fin 2007. Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur la Chine arrivent ainsi en neuvième position dans le monde par ordre d'importance⁷.

⁷ Sur la base des statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence, les huit principaux pays emprunteurs sont les suivants : États-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne, îles Caïmans, Pays-Bas, Luxembourg et Japon.

Créances et engagements locaux des banques déclarantes BRI dans cinq économies émergentes¹

En milliards de dollars

Graphique 3



¹ Sur la base du cours de change local. ² Moyenne mobile sur quatre trimestres. ³ Créances locales moins engagements locaux.

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

Parmi les autres pays ayant enregistré des entrées de capitaux au deuxième trimestre, la Turquie a vu une hausse des créances sur les banques et leurs implantations à l'étranger contrebalancer largement une diminution vis-à-vis du secteur non bancaire, ce qui a abouti à une progression globale de \$4,6 milliards (2,5 %). Les créances transfrontières sur l'Arabie saoudite, le Gabon, le Maroc, le Koweït et l'Angola ont, elles aussi, augmenté (\$8,4 milliards au total).

Dans de nombreuses économies, la baisse du crédit transfrontière a été compensée par un volume important de créances sur les agences locales des banques étrangères. Bien que la valeur en dollar des créances comptabilisées localement ait souvent diminué au deuxième trimestre, elle a, en fait, progressé en monnaie locale, celle-ci s'étant dépréciée face au dollar. Dans l'ensemble, la moyenne mobile sur quatre trimestres des prêts accordés par les agences locales des banques déclarantes BRI a continué à augmenter (en termes corrigés des effets de change) pour les principales économies émergentes (graphique 3, cadre de gauche). Cette expansion a largement dépassé celle des engagements locaux déclarés par ces banques (graphique 3, cadre du milieu).

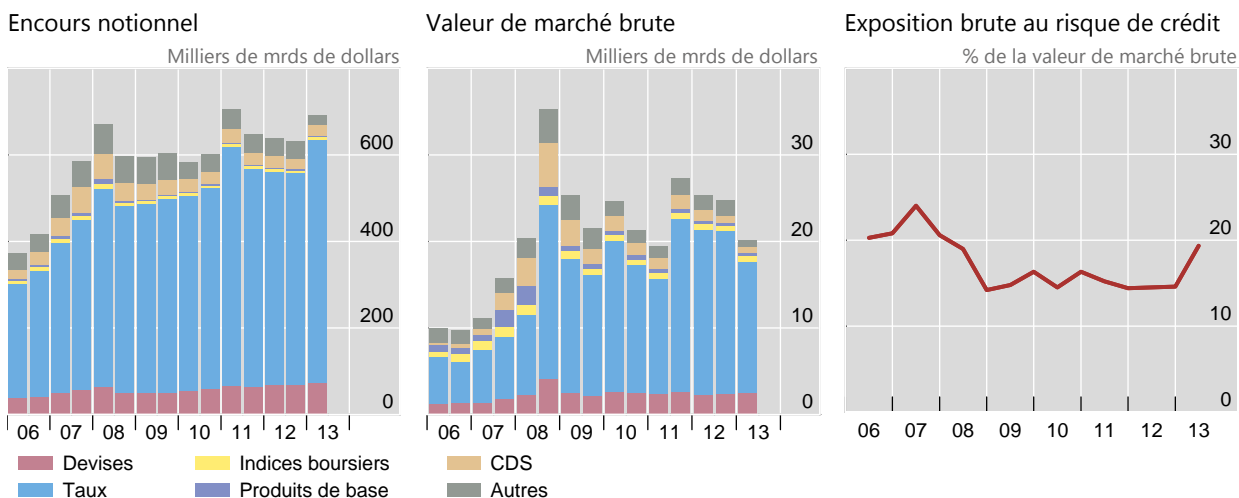
Dérivés de gré à gré au premier semestre 2013

Les dernières statistiques BRI sur les dérivés de gré à gré montrent que leur encours notionnel s'établissait à \$693 000 milliards fin juin 2013, en hausse de 10 % par rapport à fin décembre 2012 (graphique 4, cadre de gauche). Sur ce total, \$668 000 milliards ont été déclarés par les courtiers des 13 pays qui participent à

Dérivés de gré à gré dans le monde

Par type de données et catégorie de risque de marché

Graphique 4



l'enquête semestrielle de la BRI, et \$25 000 milliards par ceux des 34 pays qui ne participent qu'à l'enquête triennale⁸.

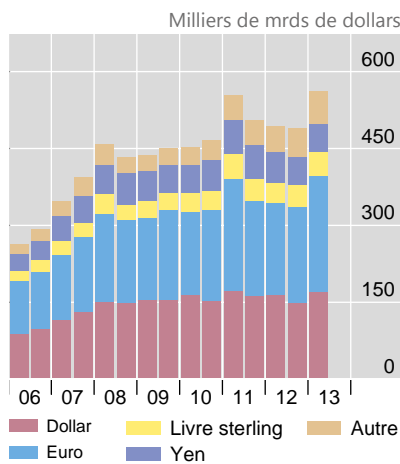
Malgré la hausse d'encours, la valeur de marché brute de l'ensemble des contrats (qui indique le coût de remplacement des contrats existants au cours du marché de fin juin) a chuté de 19 %, à \$20 000 milliards (graphique 4, cadre du milieu). L'exposition brute au risque de crédit (exposition des courtiers déclarants après prise en compte des accords de compensation en vigueur, qui fournit donc une mesure du risque de contrepartie existant sur le marché des dérivés de gré à gré) a bondi de 8 %, à \$3 900 milliards, soit 20 % de la valeur de marché brute. Ce niveau est quasiment équivalent à celui de fin 2007 (graphique 4, cadre de droite).

La croissance de l'encours notionnel provient surtout des segments des taux et des devises. Le volume des dérivés sur taux d'intérêt a augmenté de 15 %, pour toucher un nouveau record de \$561 000 milliards mi-2013 (graphique 5, cadre de gauche), essentiellement du fait des swaps (15 %) et des contrats de taux à terme (FRA) (21 %). Les dérivés sur devises, pour leur part, ont progressé de près de 9 %, pour atteindre \$73 000 milliards fin juin 2013, ce qui s'explique principalement par une hausse sensible des options.

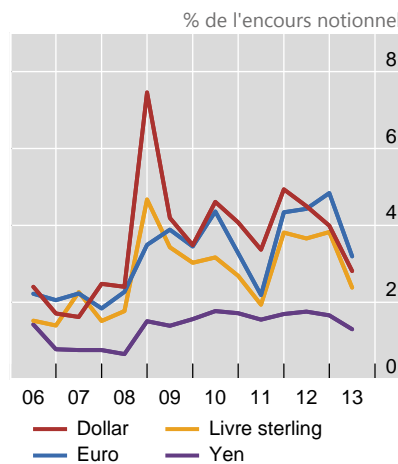
Malgré la croissance des montants notionnels, la valeur de marché des dérivés sur taux a chuté de près de 20 %, sous l'effet d'une diminution importante du coût de remplacement des swaps libellés en dollar, en euro et en livre sterling (graphique 5, cadre du milieu). Les taux des swaps dans ces monnaies ont fortement augmenté au premier semestre 2013, de sorte qu'ils sont aujourd'hui proches du niveau qui prévalait au moment de la conclusion de bon nombre de swaps.

⁸ Dans l'enquête semestrielle, ce dernier montant est représenté par la part non attribuée de l'encours total. Cette portion non attribuée est revenue de 7 % en décembre 2012 – ce chiffre était calculé sur la base des résultats de l'enquête triennale de 2010 – à 4 % en juin 2013, après mise à jour à l'aide des données recueillies lors de l'enquête de 2013 (www.bis.org/publ/otc_hy1311.htm).

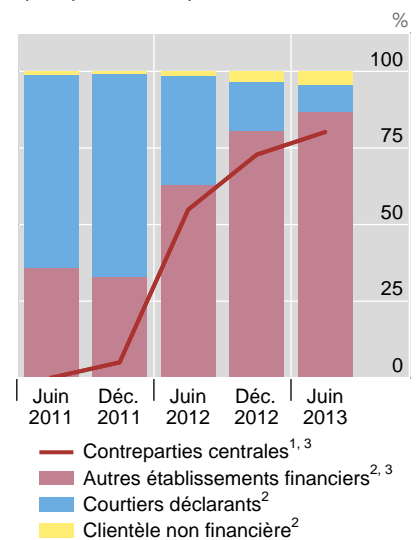
Encours notionnel, par monnaie



Valeur de marché brute, par monnaie



Contrats de taux à terme ; part de quelques contreparties



¹ Part des montants notionnels communiqués au référentiel mondial de données sur les dérivés (GTR, Global Trade Repository) qui correspond à des opérations avec des contreparties centrales. ² Part des montants notionnels déclarés à la BRI. ³ Sans correction du doublement du volume de contrats lorsque des positions bilatérales sont transférées à une contrepartie centrale.

Sources : BRI, statistiques sur les dérivés de gré à gré ; DTCC ; TriOptima.

Le volume des positions entre courtiers a baissé, mais ce repli été largement compensé par une hausse vis-à-vis d'autres contreparties financières. Cela a été le cas, en particulier, sur le marché des FRA, où 10 % seulement de l'ensemble des opérations ont lieu entre courtiers déclarants (graphique 5, cadre de droite). Cette évolution témoigne, notamment, de la progression de la part des contrats compensés centralement. Lorsque des contrats sont compensés par des contreparties centrales (CC), le volume des contrats déclarés à la BRI augmente, chaque contrat étant dédoublé (graphique 5, cadre de droite)⁹. Du fait de la compensation centrale, et de la forte expansion de la couverture des déclarations dans un pays, la valeur de marché des FRA est passée de \$47 milliards fin 2012 à \$168 milliards fin 2013.

⁹ Une contrepartie centrale (CC) est une entité qui s'interpose entre les contreparties aux contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et de vendeur vis-à-vis de chaque acheteur. Lorsqu'un contrat dérivé entre deux courtiers déclarants est compensé par une CC, ce contrat est remplacé, dans le cadre d'une opération appelée « novation », par deux nouveaux contrats : l'un entre la contrepartie A et la CC, et le second entre la CC et la contrepartie B. Comme les statistiques BRI enregistrent toutes les positions de place, elles comptabiliseraient les deux contrats dans cet exemple. Cette mesure de la taille du marché (autrement dit, qui englobe tous les contrats ouverts) peut être appropriée pour évaluer le risque de contrepartie, étant donné que tout contrat ouvert peut donner lieu à un défaut. Toutefois, cette approche surestime la taille du marché des dérivés si elle est utilisée comme indicateur d'autres aspects, comme le transfert des risques sous-jacents, pour lequel il vaudrait mieux comptabiliser une seule fois les contrats compensés par une contrepartie centrale.

Dérivés sur défaut (CDS)

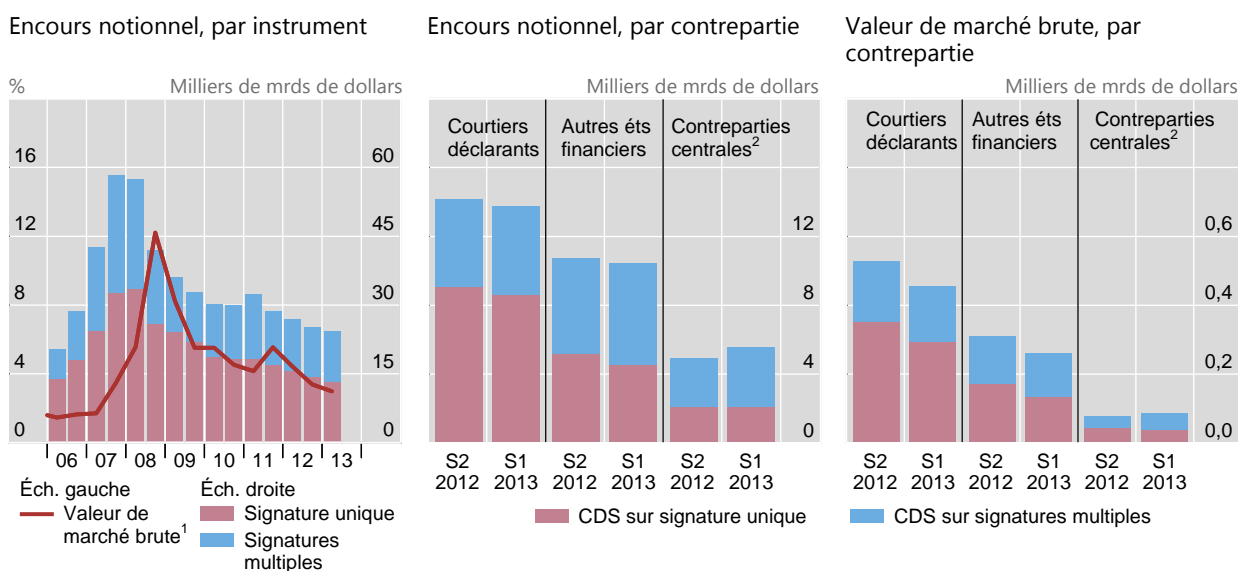
L'encours notionnel des dérivés sur défaut (CDS) a poursuivi son repli progressif, tombant à \$24 000 milliards fin juin 2013 (graphique 6, cadre de gauche). Cette baisse s'explique à la fois par une compression des contrats ouverts et par un plus faible nombre de nouveaux contrats.

Les positions sur signature simple ont diminué (-8 %), tandis que celles sur signatures multiples augmentaient pour la première fois depuis fin juin 2011 (4 %), à \$11 milliards. Parmi celles-ci, les contrats sur indice ont enregistré une progression un peu plus rapide, de 5 %. L'encours des protections de crédit sur la dette souveraine s'est accru de 10 % par rapport à fin 2012. Par contre, l'encours des protections sur produits titrisés adossés à des hypothèques et à d'autres actifs a chuté de 21 %.

La valeur de marché brute des CDS a poursuivi sa baisse, reculant de 14 %, à \$725 milliards, son plus bas niveau depuis juin 2007 (graphique 6, cadre de gauche). Cette baisse s'explique par la chute des contrats sur signature simple (-18 %). La valeur de marché des contrats sur signatures multiples a aussi diminué, mais de 8 % seulement. Les opérations entre courtiers déclarants représentent toujours un peu plus de la moitié des contrats ouverts, et celles qui impliquent d'autres établissements financiers (43 %) constituent l'essentiel du reste (graphique 6, cadre du milieu). La part des CDS compensés par une contrepartie centrale est restée faible, à 8 % seulement pour les signatures simples, et 18 % pour les signatures multiples¹⁰.

Contrats dérivés sur défaut (CDS)

Graphique 6



¹ En % de l'encours notionnel. ² Incluses dans « Autres établissements financiers ».

Source : BRI, statistiques sur les dérivés de gré à gré.

¹⁰ Les opérations initiales sont corrigées des doubles comptages, puisqu'un contrat initialement conclu entre deux membres d'une contrepartie centrale est remplacé par deux contrats distincts entre la contrepartie centrale et chacune des contreparties.

L'éventualité d'une diminution des achats d'actifs par la Fed : effets sur les marchés émergents

Pablo García Luna et Adrian van Rixtel

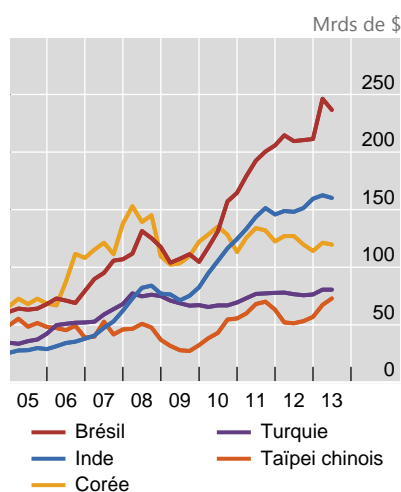
L'orientation accommodante de la politique monétaire adoptée par les économies avancées en réaction à la crise financière mondiale a stimulé les flux de capitaux vers les économies émergentes en forte expansion et exercé des pressions à la hausse sur leurs monnaies. Ce phénomène a contribué à une accumulation de déséquilibres financiers qui s'est traduite par une envolée des prix du crédit et des actifs. Les prêts bancaires internationaux accordés dans les économies émergentes ont nettement augmenté, le volume des crédits en dollar accordés par des banques étrangères y affichant une rapide progression, en particulier en 2010–11. Cette tendance générale masque toutefois des situations très contrastées d'un pays à l'autre (graphique A, cadre de gauche). Ainsi, alors que les engagements du Brésil et de l'Inde libellés en dollar ont plus que doublé entre début 2009 et fin juin 2013 pour atteindre respectivement \$237 milliards et \$160 milliards, ceux de la Turquie et de la Corée du Sud ont enregistré une croissance plus modeste.

Un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et une hausse des taux d'intérêt américains auront pour effet d'accroître les coûts de refinancement de la dette libellée en dollar. De plus, les pressions haussières sur le dollar qui peuvent s'ensuivre renchériront cette dette en monnaie locale. Les économies émergentes qui ont d'assez faibles engagements en dollar relativement à leurs exportations, génératrices de devises, pourraient être moins touchées. Ces effets peuvent également s'étendre aux engagements libellés dans d'autres devises, car une augmentation des taux d'intérêt américains peut s'accompagner d'une hausse des taux d'intérêt dans d'autres économies avancées. C'est toutefois pour les engagements libellés en dollar que les effets seront les plus directs. Cet encadré examine les effets de l'annonce, en mai 2013, d'une réduction progressive des achats massifs d'actifs de la Réserve fédérale américaine sur les crédits transfrontières aux économies ayant des engagements en dollar relativement conséquents.

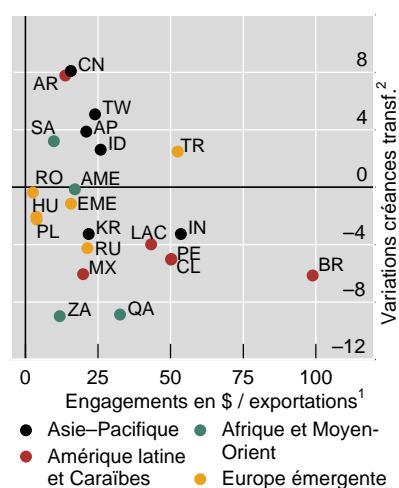
Activité bancaire transfrontière dans les économies émergentes

Graphique A

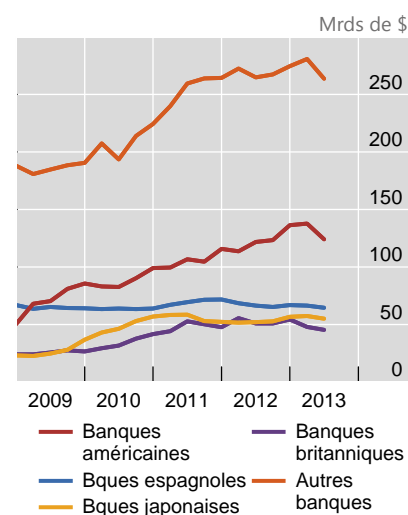
Engagements en dollar de quelques économies émergentes



Part des engagements en dollar et variation de l'encours des créances transfrontières



Principaux systèmes bancaires créanciers de l'Amérique latine-Caraïbes³



AE = Émirats arabes unis ; AME = région Afrique-Moyen-Orient émergente ; AP = région Asie-Pacifique émergente ; AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; EME = Europe émergente ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IN = Inde ; KR = Corée ; LAC = région Amérique latine-Caraïbes émergente ; LR = Libéria ; MX = Mexique ; PE = Pérou ; PL = Pologne ; QA = Qatar ; RO = Roumanie ; RU = Russie ; SA = Arabie Saoudite ; TR = Turquie ; TW = Taïpei chinois ; ZA = Afrique du Sud.

¹ Créances transfrontières, en dollar, des banques déclarantes BRI, en pourcentage du total des exportations annuelles. ² Variation trimestrielle, au cours de T2 2013, des créances transfrontières des banques déclarantes BRI. ³ Créances internationales.

Sources : FMI, Direction of Trade Statistics ; BRI, statistiques bancaires territoriales, par pays de résidence et par nationalité ; BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct).

Les statistiques bancaires territoriales de la BRI, qui couvrent les activités intragroupes, mettent en évidence le recul, au deuxième trimestre 2013, des crédits transfrontières à de nombreuses économies émergentes ayant des engagements libellés en dollar d'une certaine ampleur (graphique A, cadre du milieu). Les pays d'Amérique latine ont été les plus touchés : en premier lieu le Brésil (dont les engagements en dollar rapportés aux exportations s'élèvent à 99 %), mais également le Chili (50 %), le Mexique (20 %) et le Pérou (50 %). Dans les autres régions, les créances sur l'Inde et la Russie se sont contractées, tandis que les crédits transfrontières à la Turquie (52%) et à plusieurs pays asiatiques, notamment le Taïpei chinois et l'Indonésie, ont augmenté.

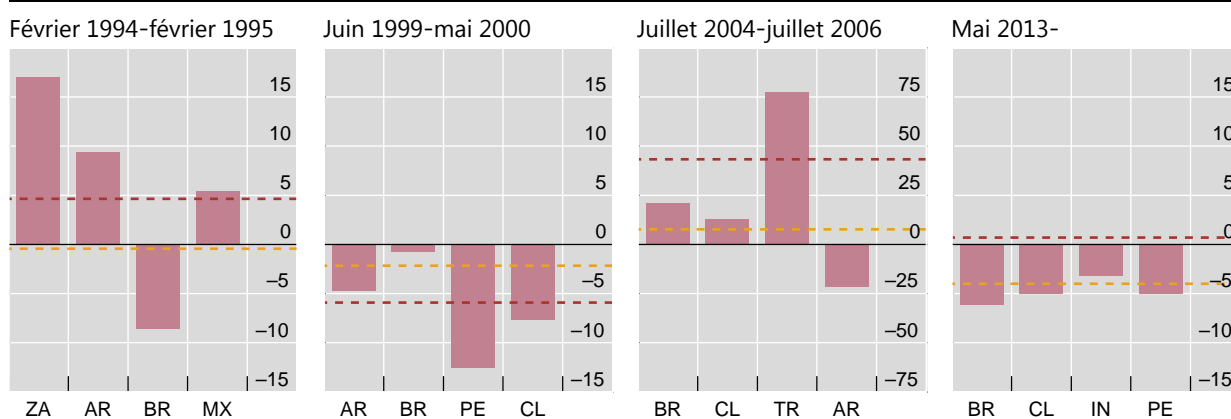
Ce n'est cependant pas la première fois que l'annonce d'un resserrement monétaire produit des effets marqués sur les pays qui ont des engagements en dollar relativement conséquents, surtout en Amérique latine. Un phénomène comparable s'est en effet produit lors de précédents cycles de resserrement de la Réserve fédérale. Le graphique B présente l'évolution des crédits transfrontières aux quatre économies émergentes qui présentaient le plus fort ratio d'engagements libellés en dollar sur les exportations au début des quatre derniers cycles de resserrement de la politique monétaire américaine. Ces pays, qui font partie d'un groupe de 16 grandes économies émergentes, sont majoritairement situés en Amérique latine. Les crédits transfrontières à ces pays d'Amérique latine ont beaucoup moins progressé que les créances sur l'ensemble des économies émergentes lors du cycle 2004–06, et l'écart était encore plus prononcé au deuxième trimestre 2013. En outre, sur trois de ces quatre épisodes, les créances transfrontières sur l'Amérique latine et les Caraïbes (graphique B, ligne jaune en pointillés) ont nettement moins augmenté que les créances sur l'ensemble des économies émergentes (graphique B, ligne rouge en pointillés). La seule exception a été l'épisode 1999–2000, où les crédits transfrontières à l'Asie émergente étaient encore lourdement pénalisés par la crise asiatique.

La conjonction d'une forte chute des crédits aux pays d'Amérique latine ayant des expositions en dollar assez conséquentes et de l'annonce d'un resserrement monétaire pourrait être liée au poids croissant des banques américaines dans la région (graphique A, cadre de droite). Leurs créances internationales sur l'Amérique latine et les Caraïbes ont en effet doublé entre début 2009 et début 2013 pour avoisiner \$140 milliards, et leur part dans le total des crédits internationaux à l'Amérique latine est très supérieure à leur part dans les créances sur d'autres régions émergentes. Or, leurs créances internationales sur l'Amérique latine et les Caraïbes ont chuté de 10 % au deuxième trimestre 2013, un recul bien plus marqué que celui des autres grands systèmes bancaires créanciers.

Cycles de resserrement de la Fed

Variation en % de l'encours des créances transfrontières lors des resserrements passés et suite à l'évocation, par la Fed, d'une éventuelle diminution de ses achats d'actifs.

Graphique B



AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; IN = Inde ; MX = Mexique ; PE = Pérou ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

Les lignes en pointillés rouge et jaune représentent, respectivement, la variation de l'encours des créances transfrontières sur l'ensemble des économies émergentes et sur l'Amérique latine et les Caraïbes.

Les barres représentent les quatre pays dont les engagements transfrontières en dollar relativement aux exportations étaient les plus élevés au début de chaque cycle de resserrement. L'échantillon est composé des pays suivants : Argentine, Brésil, Chili, Chine, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Mexique, Pérou, Pologne, Roumanie, Russie, Afrique du Sud et Turquie.

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

Qui sont les émetteurs d'obligations internationales libellées en monnaies d'économies émergentes ?

Branimir Gruić et Philip Wooldridge

Ces derniers trimestres, la demande de rendements plus élevés a contribué à une activité soutenue d'émission de titres de dette internationaux libellés en monnaies d'économies émergentes (ÉcÉM)^①. Entre janvier et septembre 2013, le montant brut total des émissions s'est élevé à \$107 milliards, un chiffre en léger retrait par rapport à la même période de 2012, où il avait atteint \$115 milliards. En termes nets, c'est-à-dire après déduction des remboursements, les émissions de la période janvier-septembre 2013 se sont concentrées sur le real brésilien, le renminbi chinois et le peso mexicain. Bien que le regain de volatilité observé mi-2013 sur les marchés financiers mondiaux ait entraîné, au troisième trimestre 2013, un ralentissement des émissions de titres de dette internationaux libellés en monnaies d'ÉcÉM, les nouveaux placements sont restés très supérieurs aux bas niveaux observés sur la période 2008–10 (graphique C, cadre de gauche).

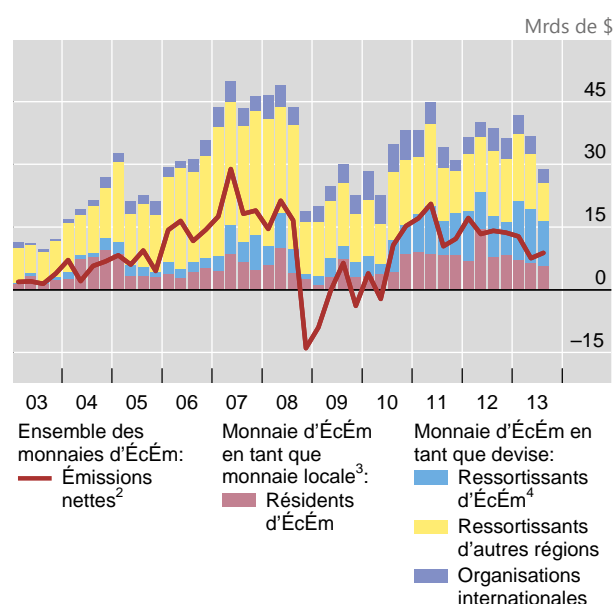
Les entreprises des économies émergentes, en particulier leurs filiales étrangères, ont joué un rôle moteur dans les récentes émissions internationales en monnaies d'ÉcÉM. Les statistiques de la BRI sur les titres de dette internationaux couvrent les émissions réalisées à l'étranger – hors du pays de résidence de l'emprunteur – indépendamment de la monnaie^②. Les titres émis en monnaie locale par des résidents d'économies émergentes ne représentent qu'une faible part des émissions en monnaies d'ÉcÉM sur les marchés internationaux : 18 % en 2013, soit la moyenne de la période 2003–12 (graphique C, cadre de gauche). Mais si l'on prend en compte la nationalité des émetteurs, le poids des emprunteurs des ÉcÉM s'est considérablement modifié : les entreprises qui ont leur siège dans une économie émergente mais n'y résident pas – « Ressortissants d'ÉcÉM émettant dans une monnaie d'ÉcÉM en tant que devise » dans le cadre de gauche du graphique C – sont à l'origine de 35 % des émissions internationales brutes en monnaies d'ÉcÉM en 2013 contre 25 % en 2011-12 et seulement 11 % avant 2011.

Titres de dette internationaux libellés en monnaies d'économies émergentes¹

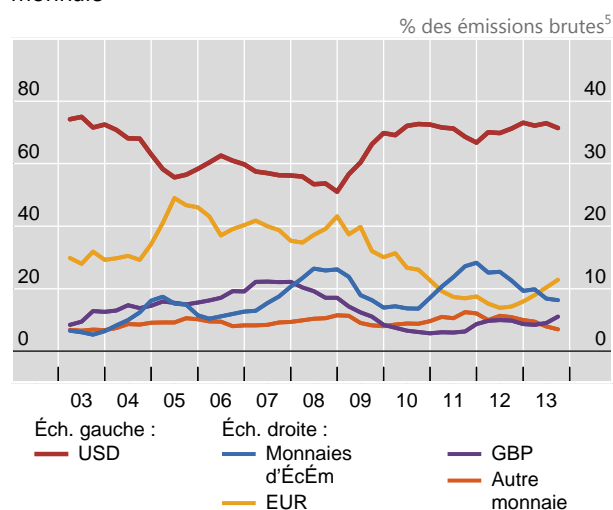
Émissions trimestrielles brutes

Graphique C

Titres libellés en monnaies d'ÉcÉM, par emprunteur



Émissions des emprunteurs ressortissants d'ÉcÉM, par monnaie



¹ Pour la définition de ces monnaies, consulter la note ①. ² Émissions (chiffres bruts) moins remboursements. ³ La monnaie locale est la monnaie du pays de résidence de l'emprunteur. ⁴ Les ressortissants d'ÉcÉM sont les filiales étrangères d'emprunteurs dont le siège se situe dans une économie émergente. ⁵ Moyenne mobile sur 4 trimestres.

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

Depuis quelques années, les entreprises asiatiques sont les émetteurs les plus actifs de titres de dette internationaux libellés en monnaies d'ÉcÉm, suivies des entreprises latino-américaines. Alors que les entreprises brésiliennes et mexicaines qui émettent des obligations internationales libellées en real ou en peso passent généralement par l'intermédiaire de leur siège, les entreprises chinoises, coréennes et russes procèdent souvent par l'entremise de leurs filiales étrangères, y compris celles qui sont implantées dans des centres financiers *offshore*^①. Dans la mesure où la société mère est prête à apporter un soutien financier à ses filiales étrangères, l'analyse des emprunts du point de vue de la nationalité plutôt que de la résidence peut apporter des éclairages complémentaires sur la vulnérabilité d'un pays à la volatilité des marchés financiers mondiaux.

La présence grandissante des emprunteurs d'ÉcÉm permet de penser que le marché international de la dette des pays émergents s'ouvre à une plus grande diversité d'emprunteurs. Historiquement, les émissions internationales d'obligations libellées en monnaies d'ÉcÉm ont été dominées par des emprunteurs présentant une qualité de crédit élevée ; dans l'ensemble, les investisseurs internationaux préféraient dissocier le risque de devise lié aux émissions en monnaies d'ÉcÉm du risque de crédit lié aux emprunteurs originaires d'ÉcÉm. Si les emprunteurs ayant leur siège dans des économies avancées – « Ressortissants d'autres régions » dans le cadre de gauche du graphique C – demeurent les plus actifs des émetteurs de titres internationaux libellés en monnaies d'ÉcÉm, leur part est tombée bien au-dessous des 55 % des années 2000, à 38 % en 2012 et 36 % en 2013. Quant aux organisations internationales, elles représentent généralement 12 % des émissions.

L'amélioration de la solvabilité de nombreuses économies émergentes perçue ces dernières années nourrit la demande d'obligations libellées en monnaies d'ÉcÉm émises par des entreprises de ces pays. Ces émissions aident à leur tour ces entreprises à réduire les asymétries de monnaies entre leurs actifs et leurs passifs.

Cela étant, le dollar demeure largement majoritaire dans leurs émissions internationales. La part des titres en dollar dans les nouveaux placements de ressortissants d'ÉcÉm est de 71 % en moyenne depuis 2010, bien au-dessus des 61 % observés sur la période 2003–09 (graphique C, cadre de droite). À titre de comparaison, les monnaies d'ÉcÉm représentent, depuis 2010, entre 6 % et 17 % des émissions internationales des emprunteurs ayant leur siège dans une économie émergente. L'euro représentait environ 19 % des émissions brutes de ressortissants d'ÉcÉm avant 2009, mais sa part est depuis tombée à moins de 10 %. La part de l'euro dans les émissions d'emprunteurs ayant leur siège en Europe centrale et orientale est plus élevée que celle des emprunteurs d'autres régions. Pourtant, même en Europe, le dollar est la devise de choix : sa part dans leurs émissions internationales est en moyenne de 65 % depuis 2009.

① Pour les besoins de cet encadré, les monnaies d'ÉcÉm sont toutes les monnaies qui ne font pas partie des 11 monnaies suivantes : couronne danoise, couronne norvégienne, couronne suédoise, dollar américain, dollar australien, dollar canadien, dollar néozélandais, euro (anciennes monnaies comprises), livre sterling, franc suisse et yen japonais. Au 30 septembre 2013, cette définition donnait un total de 76 monnaies de libellé d'une ou de plusieurs émissions dans les statistiques de la BRI sur les titres de dette internationaux. ② La BRI considère un titre de dette comme international si l'une au moins des caractéristiques suivantes diffère du pays de résidence de l'émetteur : pays d'enregistrement du titre, droit régissant l'émission ou marché de cotation du titre. Voir l'étude « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012. ③ Pour une explication de la raison pour laquelle certains émetteurs émettent par l'intermédiaire de leurs filiales situées dans des centres offshore, voir « Émissions de titres de dette des marchés émergents dans les places franches », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2013.

Les transactions de change se financiarisent

Robert N. McCauley et Michela Scatigna

En 2007 comme en 2010, l'enquête triennale BRI sur les marchés des changes et dérivés a montré que le volume des opérations de change rapporté aux échanges commerciaux sous-jacents évoluait avec le revenu national^①. Ainsi, en proportion des transactions courantes du pays d'origine, il peut passer d'un ratio compris entre 1 et 10 pour atteindre 100, voire plus, lorsque le revenu par habitant augmente (graphique D, cadres de gauche et du milieu). On constate que, en présence d'un revenu relativement élevé, les monnaies sont moins liées à l'économie réelle et davantage à l'économie financière. Estimées séparément sur les données de 2007 et de 2010, les courbes de régression curvilinéaires (« courbes de Kuznets ») sont remarquablement similaires. Lorsqu'une économie se développe et que son PIB par habitant augmente, le ratio s'élève, et la part des transactions de change à des fins commerciales diminue de manière très prévisible au profit des opérations de change à visée financière.

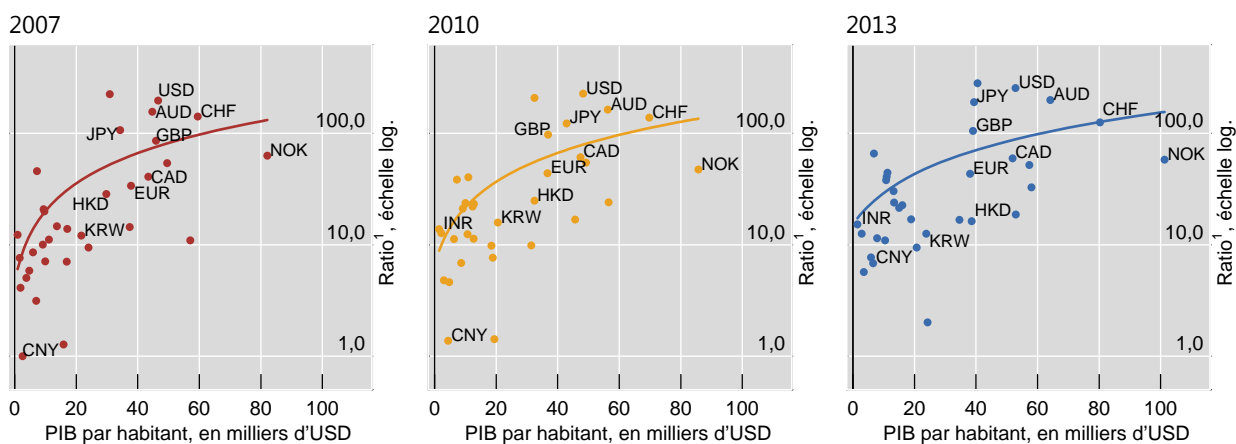
En 2013, de nouveau, les données montrent la même relation entre le revenu national et la répartition entre transactions commerciales et opérations financières (graphique D, cadre de droite). Les tests statistiques ne corroborent pas l'hypothèse selon laquelle cette relation aurait évolué avec le temps.

En ce qui concerne la qualité de l'ajustement, la relation est très étroite. En 2013, le négoce florissant sur le renminbi a renforcé une relation déjà solide, tandis que la déviation passagère dans le volume des opérations sur le yen l'a temporairement affaiblie (voir, dans la présente publication, l'étude intitulée « Anatomie du marché mondial des changes à la lumière de l'enquête triennale 2013 »). Sur les trois années considérées, le simple modèle curvilinéaire explique deux cinquièmes de la variance.

① Robert N. McCauley et Michela Scatigna, « Foreign exchange trading in emerging currencies: more financial, more offshore », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2011.

Ratio volume des opérations de change/échanges commerciaux et PIB par habitant

Graphique D



¹ Le volume des opérations de change inclut non seulement les transactions sur le marché de gré à gré mais aussi les transactions sur les marchés organisés, lesquelles sont particulièrement importantes pour le real brésilien, la roupie indienne et le won coréen. La relation estimée, commune à tout l'échantillon (2007–13), est : $y = 0,492 (5,621) + 0,029 (5,275) x - 1,96 \times 10^{-7} (-2,754) x^2$; Adj R2 = 0,41, nombre total d'observations = 99. Avec $y = \log(\text{volume des opérations de change/échanges commerciaux})$ et $x = \text{PIB par habitant}$; t-statistiques entre parenthèses.

Sources : FMI ; FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; Enquête triennale BRI sur les marchés des changes et dérivés ; estimations des auteurs.