

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

*Au troisième trimestre 2013, les banques déclarantes BRI ont réduit leurs créances transfrontières, en particulier celles sur le secteur bancaire, lesquelles ont enregistré leur plus forte baisse depuis le deuxième trimestre 2012. Ce recul des prêts interbancaires est essentiellement dû à un ajustement des positions intragroupes. Les crédits transfrontières au secteur non bancaire ont également diminué, notamment ceux aux emprunteurs situés aux États-Unis et dans la zone euro. Parmi les principales régions déclarantes, seules les économies émergentes et le Japon ont connu une hausse des créances transfrontières sur leurs résidents. Les créances sur les places franches sont restées quasi inchangées. Le présent chapitre contient deux encadrés : le premier analyse l'évolution récente de l'activité interbancaire internationale ; le second examine le rôle des investissements transfrontières sur le marché international des valeurs mobilières.*

### Marché bancaire international au troisième trimestre 2013

Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont reculé de \$500 milliards (-1,8 %) entre fin juin et fin septembre 2013 (graphique 1, cadre supérieur gauche)<sup>2</sup>. En conséquence, l'encours total des crédits transfrontières s'établissait à \$28 500 milliards fin septembre 2013, contre \$29 500 milliards un an plus tôt. Les créances transfrontières libellées en euro ont diminué de \$308 milliards (-3,2 %), celles en dollar, de \$295 milliards (-2,5 %), tandis que celles en yen et en franc suisse augmentaient de \$43 milliards (3,3 %) et \$18 milliards (4,5 %), respectivement (graphique 1, cadre supérieur droit).

Les crédits transfrontières ont évolué différemment d'une région à l'autre. Les créances sur les économies avancées ont reculé de \$554 milliards (-2,6 %), enregistrant ainsi leur plus forte baisse en près de deux ans. Les créances sur le Japon, en hausse de 90 milliards (10 %), ont été la principale exception. Les créances sur les places franches sont demeurées pratiquement inchangées (-\$4,4 milliards, -0,1 %). Les créances transfrontières sur les économies émergentes

<sup>1</sup> Le texte du présent chapitre a été établi par Adrian van Rixtel ([adrian.vanrixtel@bis.org](mailto:adrian.vanrixtel@bis.org)). Jeff Slee a apporté son soutien pour le travail statistique.

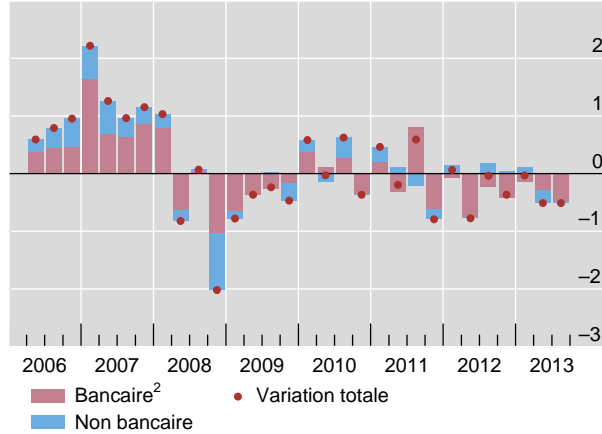
<sup>2</sup> Sauf indication contraire, l'analyse présentée dans ce chapitre s'appuie sur les statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence. Dans ces statistiques, créanciers et débiteurs sont classés en fonction de leur pays de résidence (comme dans les statistiques de la balance des 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.

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

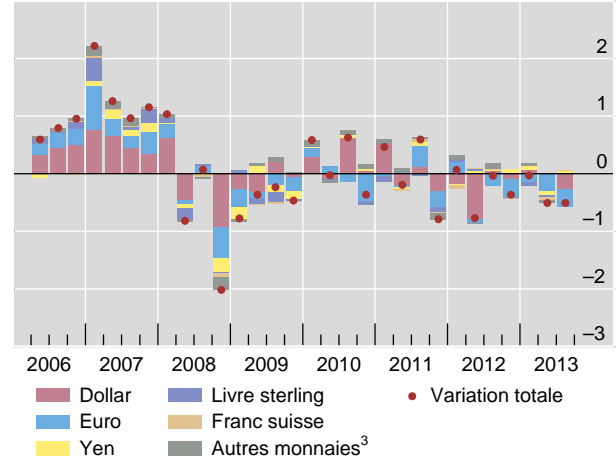
Variations d'encours corrigées des fluctuations de change et des ruptures de série, en milliers de milliards de dollars

Graphique 1

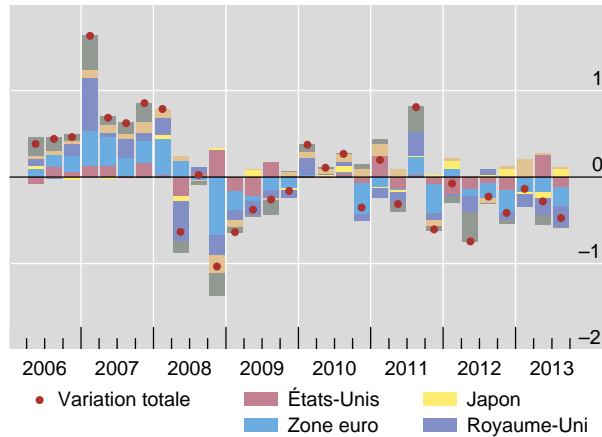
Par secteur de la contrepartie



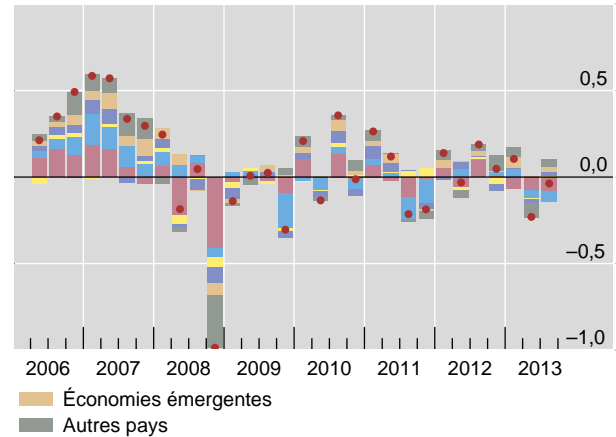
Par monnaie



Secteur bancaire, par résidence de la contrepartie<sup>2</sup>



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 créances non ventilées par secteur de la contrepartie. <sup>3</sup> Y compris monnaies non attribuées.

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

ont, quant à elles, progressé (\$60 milliards, 1,7 %). Toutefois, si l'on exclut la Chine, elles ont, en fait, diminué.

Comme au trimestre précédent, l'activité bancaire internationale au troisième trimestre 2013 s'est caractérisée par une baisse des prêts accordés, tant au secteur bancaire que non bancaire. Les créances transfrontières sur les banques ont chuté de \$466 milliards (-2,7 %) (graphique 1, cadre inférieur gauche), principalement sous l'effet de la contraction continue des positions intragroupes, qui avaient commencé à s'infléchir fin 2011. Ce repli de l'activité transfrontière interbancaire a été particulièrement marqué pour les créances sur les banques dans la zone euro (-\$205 milliards, -4,2 %), au Royaume-Uni (-\$250 milliards, -7,8 %) et dans les places franches (-\$35 milliards, -1,7 %).

Les créances transfrontières sur les emprunteurs hors secteur bancaire (établissements financiers non bancaires, administrations publiques et entreprises, essentiellement – ont diminué de \$34 milliards (-0,3 %) (graphique 1, cadre inférieur

droit). Ce recul, bien que modeste, représente le deuxième trimestre consécutif de baisse et annule, en partie, la légère augmentation observée en 2012.

## Créances sur les entités non bancaires

Au troisième trimestre 2013, la diminution des créances transfrontières sur le secteur non bancaire s'est concentrée sur les États-Unis (-\$80 milliards, -3,2 %) et la zone euro (-\$58 milliards, -1,6 %). Toutefois, les statistiques bancaires consolidées, qui présentent une ventilation sectorielle plus fine que les statistiques bancaires territoriales, indiquent que la forte baisse des créances sur le secteur public américain enregistrée au premier semestre 2013 a été partiellement compensée au troisième trimestre. Les créances internationales<sup>3</sup> consolidées sur le secteur public américain sont passées de \$534 milliards fin juin 2013 à \$580 milliards fin septembre 2013. Dans le même temps, les créances internationales sur le secteur privé non bancaire des États-Unis – établissements financiers non bancaires et entreprises non financières, principalement – ont poursuivi leur repli au troisième trimestre 2013, retombant à \$1 300 milliards.

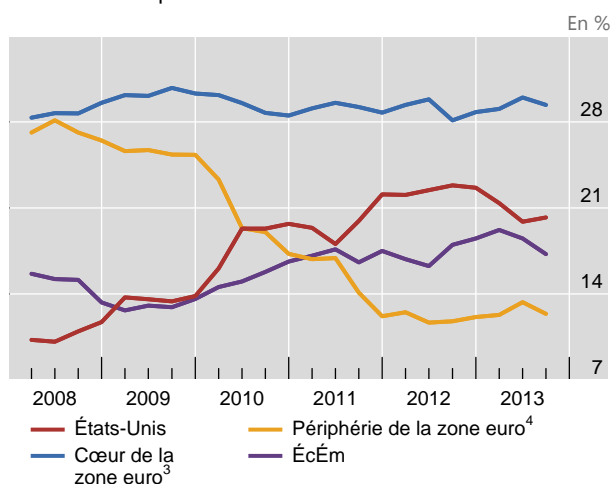
Dans la zone euro, le recul du crédit aux emprunteurs non bancaires a particulièrement touché la France (-\$24 milliards, -4,5 %) et l'Allemagne (-\$22 milliards, -3,7 %). Dans le même temps, plusieurs économies de la zone euro qui avaient enregistré une forte réduction du crédit transfrontière ces dernières années ont connu une stabilisation sur ce front en 2013. Les créances consolidées sur le secteur non bancaire, tant public que privé, des pays d'Europe du Sud et de l'Irlande sont restées quasi inchangées entre fin juin et fin septembre 2013, bien qu'elles ne représentent qu'une fraction de l'encours de 2009.

## Part des créances internationales des banques déclarantes BRI<sup>1,2</sup>

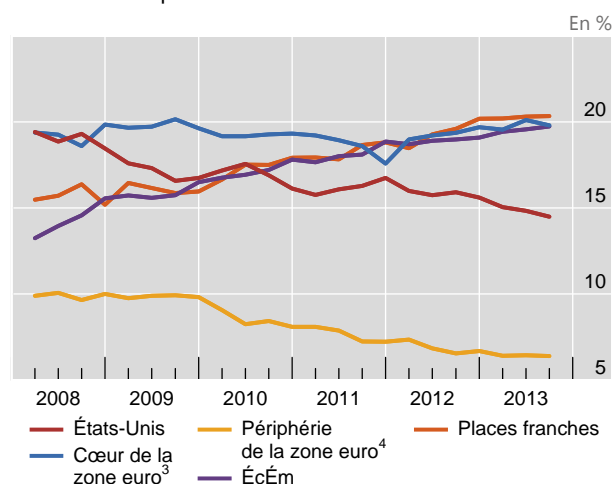
(Sur la base de la résidence et du secteur de l'emprunteur direct)

Graphique 2

Sur le secteur public



Sur le secteur privé non bancaire



<sup>1</sup> Part (en %) des créances sur le secteur du pays/groupe de pays représenté dans le total des créances internationales des banques déclarantes BRI sur le secteur. <sup>2</sup> Créances transfrontières en toutes monnaies + créances locales en devises, hors positions intragroupes. <sup>3</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, France, Luxembourg et Pays-Bas. <sup>4</sup> Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

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

<sup>3</sup> 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).

Les expositions sectorielles consolidées des banques déclarantes BRI vis-à-vis de certains pays ont considérablement évolué ces dernières années, tant en ce qui concerne le secteur public que le secteur privé non bancaire. Entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2013, la part des expositions sur le secteur public des pays de la périphérie de la zone euro dans le total des créances internationales sur le secteur a diminué de plus de moitié, revenant de 27 % à 12 % (graphique 2, cadre de gauche). Réciproquement, la part relative des expositions sur le secteur public des États-Unis<sup>4</sup> et des économies émergentes a fortement progressé, à 20 % et 17 %, respectivement. La part relative des expositions sur le secteur privé non bancaire des États-Unis et de la périphérie de la zone euro a reculé au profit des places franches et des économies émergentes (graphique 2, cadre de droite). Sur une base consolidée, au troisième trimestre 2013, le montant des financements internationaux octroyés aux emprunteurs privés non bancaires de ces deux dernières régions équivalait pratiquement celui des financements internationaux accordés à la zone euro et aux États-Unis réunis.

### 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 de \$60 milliards (1,7 %) au troisième trimestre 2013. Les prêts au secteur bancaire ont progressé de \$33 milliards (1,8 %) et ceux au secteur non bancaire, de \$27 milliards (1,7 %). Quelques pays, en majorité asiatiques, ont enregistré une hausse des concours reçus, mais la plupart des pays ont connu une baisse (graphique 3). Cette évolution a coïncidé avec une période de volatilité sur les marchés financiers mondiaux, à la suite des annonces du mois de mai selon lesquelles la Réserve fédérale envisageait de réduire progressivement ses achats massifs d'actifs. Certaines économies émergentes ont ainsi enregistré des sorties de capitaux.

Parmi les pays où les créances transfrontières ont progressé au troisième trimestre 2013, les hausses les plus importantes en termes absolus ont été enregistrées en Chine (\$62 milliards, 8,5 %), au Taipei chinois (\$15 milliards, 15 %), en Malaisie (\$6 milliards, 9,3 %) et aux Émirats arabes unis (\$6 milliards, 6,3 %). La hausse des créances sur la Malaisie, la plus vigoureuse en deux ans et demi, s'explique par l'augmentation des crédits aux banques (\$5 milliards, 11 %).

Les plus fortes baisses absolues ont concerné l'Inde (-\$13 milliards, -6,3 %), la Turquie (-\$5 milliards, -2,8 %) et le Brésil (-\$3,4 milliards, -1,1 %). En ce qui concerne la Turquie, il s'agit du premier recul important des créances transfrontières en deux ans environ. Les créances sur la Thaïlande ont reflué de \$2 milliards (-2,8 %), ce qui marque un renversement de la tendance haussière qui avait précédé. Cette contraction est, toutefois, modeste par comparaison avec l'augmentation cumulée de \$13 milliards des financements transfrontières à destination de ce pays au premier semestre 2013.

En Europe centrale et orientale, les créances transfrontières se sont à nouveau contractées (graphique 3, cadre inférieur gauche). Les hausses vis-à-vis de la Pologne et de la République tchèque ont été largement compensées par de fortes baisses envers la Hongrie, la Roumanie, la Croatie et la Lettonie.

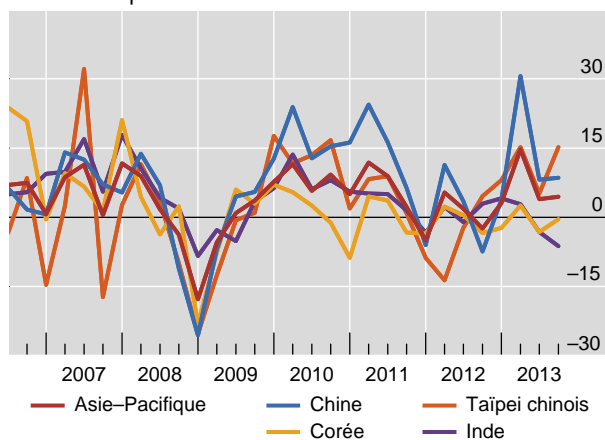
<sup>4</sup> Voir l'étude de R. McCauley et P. McGuire, *Non-US banks' claims on the Federal Reserve*, dans ce numéro du Rapport trimestriel BRI.

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

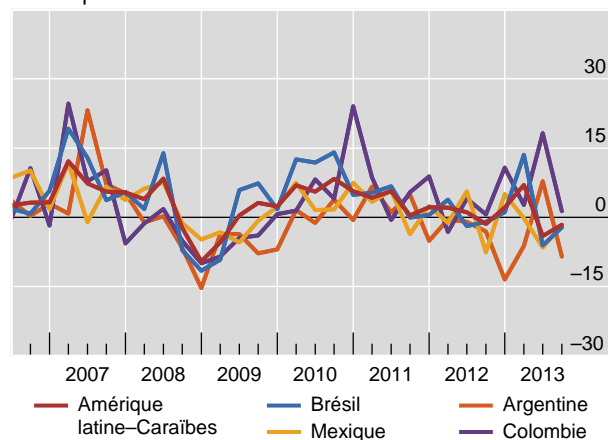
Variations d'un trimestre sur l'autre, en %

Graphique 3

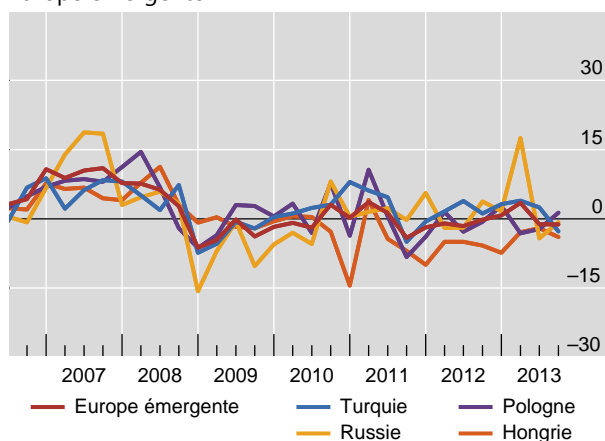
### Asie-Pacifique



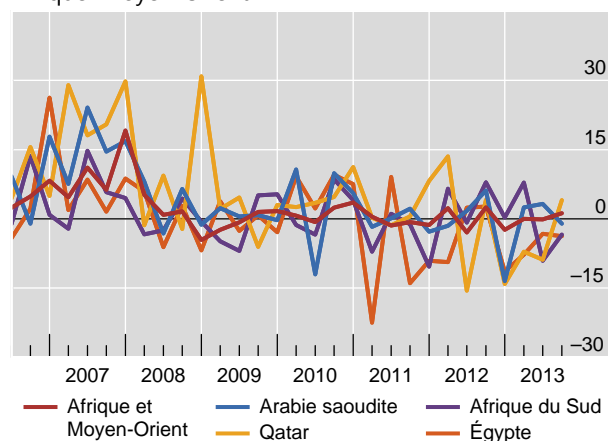
### Amérique latine-Caraïbes



### 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).

Si l'on tient compte de la nationalité des banques bailleuses de fonds, les établissements américains sont ceux qui ont enregistré la plus nette diminution de leurs créances sur les économies émergentes au troisième trimestre 2013. Les banques européennes, prises dans leur ensemble, ont maintenu leurs prêts vers ces pays. Certains systèmes bancaires de taille plus modeste (toutes les autres banques déclarantes BRI, hors banques américaines, européennes ou japonaises), historiquement peu présents à l'international, ont continué d'accroître leurs crédits. Leur part des créances étrangères sur les emprunteurs des marchés émergents est passée de 12 % fin 2012 à 13 % fin septembre 2013. Les banques asiatiques, en particulier, ont continué d'étendre leur présence internationale en Asie émergente<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Voir P. McGuire et A. van Rixtel, « Nouvelles tendances du crédit en Asie émergente », encadré 1, du chapitre « Principales tendances des statistiques internationales BRI » *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012.

## Repli de l'activité interbancaire internationale

*Pablo García-Luna et Adrian van Rixtel*

La crise financière mondiale de 2007-09 et les tensions qui en ont résulté dans la zone euro ont profondément marqué l'activité *interbancaire* internationale<sup>1</sup>. Il ressort des statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence que les prêts transfrontières interbancaires (y compris les positions intragroupes) ont chuté de \$22 700 milliards à \$17 000 milliards entre fin mars 2008 et fin septembre 2013. Si cette contraction a touché la plupart des pays du monde, c'est en Europe qu'elle a été la plus vive, et surtout dans la zone euro. Les créances des banques déclarantes BRI sur les implantations bancaires dans la zone euro ont diminué, au total, de \$2 600 milliards (graphique A, cadre de gauche), soit 31 %. Les prêts aux banques du Royaume-Uni ont baissé de \$1 700 milliards, soit 35 %. Les créances sur les banques aux États-Unis et en Suisse ont aussi lourdement chuté, à hauteur de \$415 milliards (16 %) et \$346 milliards (42 %), respectivement. Le présent encadré examine les facteurs en cause, en s'intéressant plus particulièrement à l'évolution dans la zone euro.

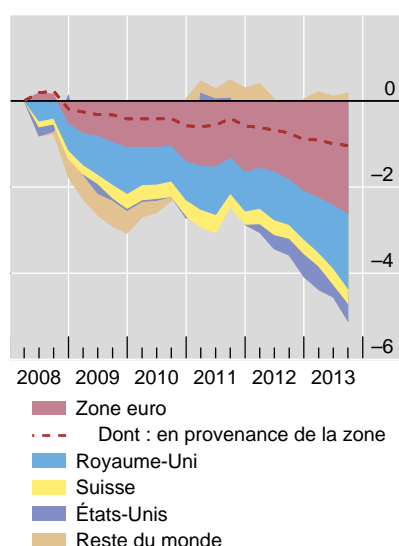
Les statistiques bancaires territoriales BRI par pays d'origine (nationalité) montrent que les banques ayant leur siège dans la zone euro ont joué un rôle central dans la réduction des prêts interbancaires transfrontières, étant à l'origine de plus des deux tiers de la contraction (graphique A, cadre du milieu). Le reste était essentiellement le fait des banques suisses. Le rôle prépondérant des banques de la zone euro et de Suisse est en partie lié à la façon dont elles mènent leurs activités interbancaires internationales. Ces banques avaient l'habitude de faire transiter une grande part de leurs opérations par Londres<sup>2</sup>. Cette pratique s'est beaucoup ralentie au cours de la période 2008-13. De fait, la contraction de l'activité interbancaire transfrontière enregistrée par les implantations bancaires au Royaume-Uni tenait quasi entièrement aux banques de la zone euro et de Suisse, qui y ont contribué pour un montant cumulé de \$1 100 milliards depuis fin mars 2008 (graphique A, cadre de droite, zone colorée). Cette contraction de l'activité à partir du Royaume-Uni s'est concentrée sur la zone euro, tant en termes de prêts que d'emprunts (graphique A, cadre de droite, ligne bleue et ligne rouge).

### Contraction de l'activité interbancaire internationale<sup>1</sup>

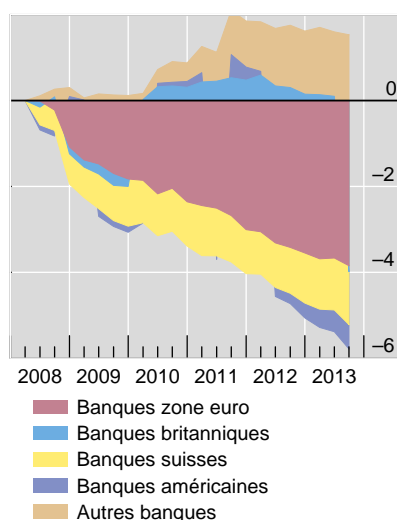
Variation cumulée des créances transfrontières interbancaires depuis fin mars 2008, en milliers de milliards de dollars<sup>2</sup>

Graphique A

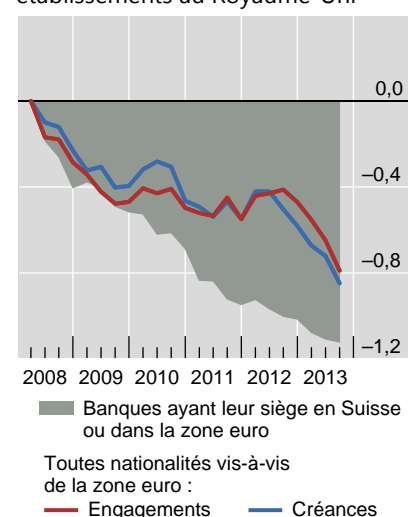
Par pays de résidence du débiteur



Par nationalité du prêteur



Activité interbancaire des établissements au Royaume-Uni



<sup>1</sup> Y compris créances transfrontières des banques sur leurs propres établissements à l'étranger. <sup>2</sup> Somme cumulée des variations trimestrielles entre fin mars 2008 et fin septembre 2013, corrigées des ruptures de séries et des fluctuations de change. La variation absolue d'encours sur cette période est inférieure à la variation cumulée parce qu'elle n'est pas corrigée des ruptures de séries ou des variations de change.

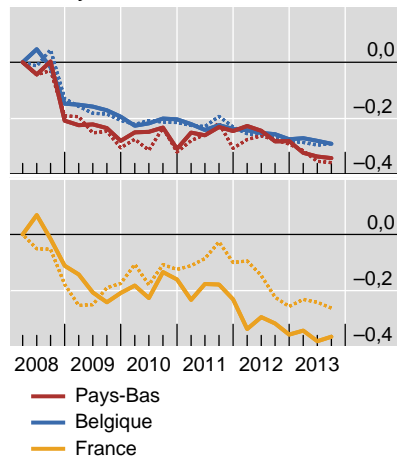
Source : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence et par nationalité.

## Contraction des marchés interbancaires internationaux de la zone euro<sup>1</sup>

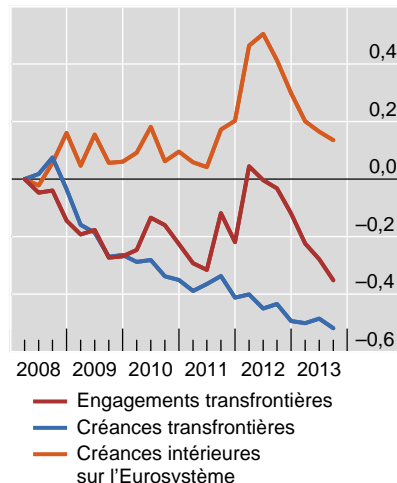
Variation cumulée des positions interbancaires transfrontières depuis fin mars 2008, en milliers de milliards de dollars<sup>2</sup>

Graphique B

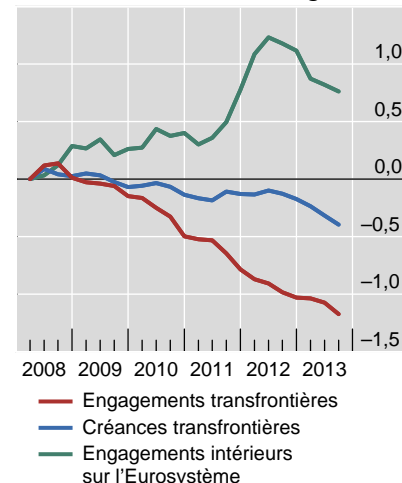
Banques en Belgique, en France et aux Pays-Bas<sup>3</sup>



Banques en Allemagne



Banques en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal



<sup>1</sup> Y compris les créances transfrontières des banques sur leurs propres établissements à l'étranger. <sup>2</sup> Somme cumulée des variations trimestrielles entre fin mars 2008 et fin septembre 2013, corrigées des ruptures de séries et des fluctuations de change. <sup>3</sup> Les lignes continues représentent les engagements, celles en pointillé, les créances interbancaires transfrontières. Belgique : prêts et dépôts seulement ; France et Pays-Bas : tous instruments.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence.

La forte chute de l'activité interbancaire internationale avec la zone euro s'est traduite différemment selon les pays. On peut distinguer trois groupes, en fonction de l'évolution des prêts et emprunts des banques. Dans le premier groupe, qui comprend la Belgique, la France et les Pays-Bas, l'importante réduction du financement transfrontière observée en 2008-13 s'est accompagnée d'une contraction comparable des prêts interbancaires transfrontières, de sorte que les positions nettes sont restées largement inchangées (graphique B, cadre de gauche). Les prêts et emprunts interbancaires transfrontières des banques situées en France ont d'abord rapidement diminué pendant la crise financière mondiale, mais ils se sont redressés de mi-2009 à mi-2011. Ils ont à nouveau chuté sous l'effet de l'intensification de la crise financière dans la zone euro à partir de l'été 2011<sup>③</sup>.

Le deuxième groupe est constitué des banques en Allemagne, grandes bénéficiaires nettes du financement interbancaire international, surtout pendant la période 2010-13. Ces banques ont enregistré une baisse de leurs prêts et emprunts interbancaires transfrontières durant la majeure partie de 2008-09 (graphique B, cadre du milieu), tendance qui s'est inversée ensuite. Lorsque les premières secousses de la crise financière dans la zone euro ont frappé les marchés financiers, au premier semestre 2010, les engagements interbancaires transfrontières de ces établissements se sont accrus, annulant ainsi, en partie, la baisse cumulée des deux années précédentes (ligne rouge). Dans le même temps, ces banques ont continué de réduire leurs prêts interbancaires transfrontières (ligne bleue). Leurs engagements interbancaires ont, à nouveau, fortement augmenté de juin 2011 à juin 2012, sous l'effet de l'aggravation de la crise financière dans la zone euro. Cette expansion s'est traduite par une hausse des dépôts détenus par les banques en Allemagne auprès de l'Eurosystème (ligne orange).

Le troisième groupe, qui réunit les banques situées à la périphérie de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal) a, en revanche, connu une forte baisse de son financement interbancaire transfrontière, tandis que ses prêts diminuaient plus modérément (graphique B, cadre de droite). Les emprunts interbancaires transfrontières de ces banques ont reculé au total de \$1 200 milliards en 2008-13 (ligne rouge). L'important déficit de financement international qui en est résulté a été compensé par un accroissement des emprunts contractés auprès de l'Eurosystème (ligne verte), qui a ainsi joué le rôle de mécanisme de financement pour ces pays, à la place du marché interbancaire international.

① J. Caruana et A. van Rixtel, « International financial markets and bank funding in the euro area: dynamics and participants », article publié initialement dans *Economistas*, décembre 2012. ② G. von Peter, « International banking centres: a network perspective », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2007. ③ A. van Rixtel et G. Gasperini, « Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area », *BIS Working Papers*, n° 406, mars 2013.

## Évolution des investissements transfrontières sur le marché obligataire mondial depuis la crise

*Branimir Gruić et Andreas Schrimpf*

Le volume du marché obligataire mondial est passé de \$70 000 milliards mi-2007 à un montant (encours) estimé à \$100 000 milliards mi-2013 (graphique C, cadre de gauche)<sup>①</sup>. La croissance a été contrastée d'un segment à l'autre : l'activité soutenue des administrations publiques et des sociétés non financières a accru la part des titres nationaux, tandis que le moindre dynamisme des sociétés financières a freiné les émissions internationales (graphique C, cadre de gauche).

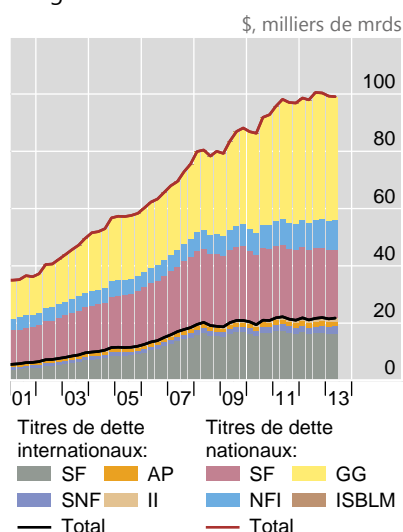
Les administrations publiques (administration centrale ; États, provinces ou cantons d'une fédération ; administrations locales) ont été les plus gros émetteurs (graphique C, cadre de gauche), ce qui n'est pas surprenant étant donné la forte expansion des dépenses publiques enregistrée ces dernières années. Les administrations publiques lancent leurs titres principalement sur les marchés nationaux, où les encours ont atteint \$43 000 milliards en juin 2013, environ 80 % de plus que mi-2007 (graphique C, cadre de gauche, zone jaune). Les émissions des sociétés non financières ont progressé à un rythme comparable, quoiqu'à partir d'un niveau plus faible ; comme les administrations publiques, elles concentrent leur activité sur leur marché interne, si bien que l'encours de leur dette sur les marchés nationaux dépassait \$10 000 milliards mi-2013 (graphique C, cadre de gauche, zone bleue). La

### Marché obligataire mondial

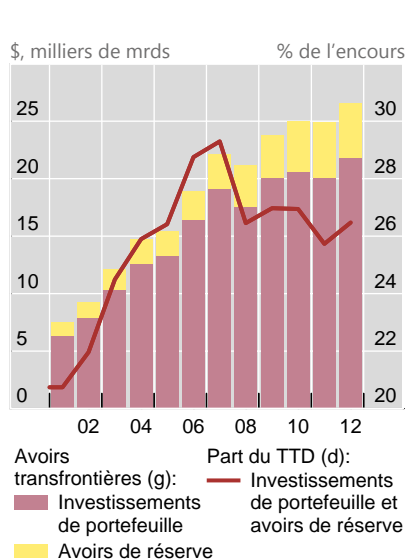
Encours

Graphique C

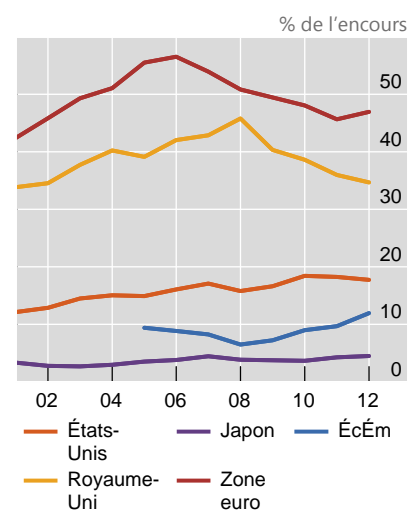
Taille estimative du marché obligataire mondial<sup>1</sup>



Avoirs transfrontières<sup>2</sup>



Engagements transfrontières estimés<sup>3</sup>



SF = sociétés financières ; AP = administrations publiques ; II = institutions internationales ; SNF = sociétés non financières ; ISBLM = institutions sans but lucratif au service des ménages ; TTD = total des titres de dette ; ÉcÉm = économies émergentes (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Corée, Mexique, Pologne, Russie et Turquie).

<sup>1</sup> Données trimestrielles, par secteur de l'émetteur. La taille du marché obligataire mondial a été estimée en combinant diverses statistiques BRI sur les titres provenant des tableaux détaillés de l'Annexe statistique : pays du tableau 18 (total des titres de dette), d'une part, et pays du tableau 16 (titres de dette nationaux) et du tableau 11 (titres de dette internationaux), d'autre part, qui ne fournissent pas le total des titres de dette. Cette approche a permis de maximiser la contribution à l'agrégat mondial des agrégats nationaux issus des différentes séries de statistiques sur les titres compilées par la BRI. <sup>2</sup> Résultats de l'enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille transfrontières (ECIP). Les avoirs transfrontières sont les investissements réalisés par des résidents d'une économie dans des titres émis par les résidents d'une autre économie : ils comprennent les avoirs de réserve et les investissements de portefeuille (tels que définis dans le *Manuel de la balance des paiements*, 6e édition). <sup>3</sup> Engagements ECIP dérivés des avoirs transfrontières déclarés par d'autres pays.

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



substitution des financements obligataires aux prêts bancaires traditionnels n'est peut-être pas étrangère à cette évolution, comme l'appétit des investisseurs pour des actifs offrant une prime par rapport aux rendements très bas sur les grands marchés de la dette souveraine.

Le désendettement du secteur financier qui a suivi la crise financière est une importante explication de la croissance ternie des titres de dette internationaux par rapport aux titres nationaux. Alors que les sociétés financières – essentiellement des banques et sociétés financières non bancaires – sont traditionnellement les principaux émetteurs (graphique C, cadre de gauche, zone grise), le montant de dette qu'elles ont placé sur le marché international n'a progressé que de 19 % depuis mi-2007, et les encours sur les marchés nationaux se sont même contractés de 5 % depuis fin 2007.

Qui sont les investisseurs qui ont absorbé le montant conséquent des nouvelles émissions ? Ont-ils été majoritairement nationaux ou les investissements transfrontières ont-ils augmenté à un rythme comparable à celui du marché obligataire mondial ? Pour le savoir, nous combinons les données provenant de statistiques BRI sur les titres à celles de l'enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille transfrontières (ECIP)<sup>①</sup>. L'enquête ECIP indique que les investisseurs non résidents détenaient environ \$27 000 milliards de titres de dette mondiaux sous forme d'avois de réserve ou d'investissements de portefeuille (graphique C, cadre du milieu), soit environ un quart de l'encours total, le reste (75 %) étant aux mains d'investisseurs nationaux.

La crise financière mondiale a pesé sur les investissements de portefeuille transfrontières en titres de dette mondiaux. La part détenue par des investisseurs étrangers sous forme d'avois de réserve ou d'investissements de portefeuille (en pourcentage du total des marchés obligataires mondiaux) est revenue de 29 % début 2007 à 26 % fin 2012. Cette évolution a mis fin à la tendance observée avant la crise, une augmentation de 8 points de pourcentage ayant été enregistrée entre 2001 et le pic de 2007. On peut donc penser que le processus d'intégration financière internationale pourrait s'être en partie inversé depuis le début de la crise, ce qui concorde avec les conclusions de nouvelles études consacrées à ce sujet<sup>②</sup>. Il pourrait toutefois s'agir d'un phénomène temporaire : les dernières données de l'enquête ECIP du FMI indiquent un léger redressement des investissements transfrontières en titres de dette au deuxième semestre 2012, la période la plus récente pour laquelle des données sont disponibles.

La contraction de la part des avois transfrontières a été inégale d'un pays et d'une région à l'autre (graphique C, cadre de droite). Les avois transfrontières en titres de dette émis par des résidents de la zone euro représentaient 47 % de l'encours total fin 2012, soit 10 points de pourcentage de moins que lors du pic de 2006. Une tendance comparable est observée au Royaume-Uni. Il semble donc que la majeure partie des nouvelles émissions des résidents de la zone euro et du Royaume-Uni ait été absorbée par des investisseurs nationaux. En revanche, les nouvelles émissions de titres de dette américains ont trouvé preneur auprès d'un nombre croissant d'investisseurs transfrontières (graphique C, cadre de droite). Il en va de même des titres de dette émis par les emprunteurs des économies émergentes, dont la part détenue par des investisseurs transfrontières s'est redressée pour atteindre 12 % en 2012, à peu près deux fois plus qu'en 2008.

① La taille du marché obligataire mondial est estimée à partir de trois séries de statistiques BRI sur les titres : total des titres de dette (TTD) ; titres de dette nationaux (TDN) ; et titres de dette internationaux (TDI). La BRI considère un titre de dette comme international si l'une au moins des caractéristiques suivantes ne correspond pas au pays de résidence de l'émetteur : pays d'enregistrement du titre ; droit applicable ; marché de cotation du titre. Tous les autres titres sont classés comme des titres de dette nationaux (TDN). Du point de vue méthodologique, la somme des deux catégories TDI et TDN forme le total des titres de dette (TTD). Voir B. Gruic et P. Wooldridge, « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012. ② Les statistiques relatives aux investissements transfrontières en titres de dette proviennent de l'enquête ECIP du FMI, qui recueille chaque année les données relatives aux investissements de portefeuille sur une base volontaire. L'ECIP intègre également des informations provenant de l'Enquête sur les titres détenus comme réserves de change (ETRC) et de l'Enquête sur les titres détenus par les organisations internationales (ETOI) (\$4 800 milliards au total fin 2012). Pour plus de détails sur l'ECIP, consulter le site <http://cpis.imf.org>. ③ Voir, notamment, P. Lane et G. M. Milesi-Ferretti, « International financial integration », *IMF Staff Papers*, vol. 50, pour des mesures de l'intégration financière internationale reposant sur les bilans internationaux (et ne se concentrant pas uniquement sur les titres de dette mondiaux, comme dans cet encadré). On peut trouver des données récentes sur la contraction des bilans internationaux depuis la crise, par exemple, dans un article de G. Ma et R. N. McCauley, « Global and euro imbalances: China and Germany », *BIS Working Papers*, n° 424.