

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 analyse les dernières données disponibles pour le marché bancaire international, à savoir celles de fin mars 2014, et, pour le marché international des titres de dette, celles de fin juin 2014.

Entre fin décembre 2013 et fin mars 2014, les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont enregistré leur première hausse trimestrielle significative depuis fin 2011. Cette progression, de \$580 milliards, était largement répartie sur les différents pays et secteurs. Les créances ont considérablement augmenté, tant sur les économies avancées que sur les économies émergentes. En ce qui concerne la ventilation par pays, ce sont les créances vis-à-vis des résidents de la Chine qui ont le plus augmenté, portant à plus de \$1 000 milliards l'encours des créances transfrontières sur le pays à fin mars 2014 (y compris les transactions intragroupes réalisées par des banques chinoises et autres). Les créances sur le reste de l'Asie, l'Amérique Latine, et l'Afrique et le Moyen-Orient ont progressé également, quoiqu'à un rythme plus modéré. Les créances sur l'Europe émergente ont, quant à elles, baissé pour le quatrième trimestre consécutif.

L'encadré de la présente section met en lumière la récente réorientation de l'activité mondiale d'intermédiation du crédit en faveur du financement obligataire et au détriment du crédit bancaire, et en souligne les risques potentiels. Il s'intéresse à l'activité d'émission obligataire internationale des entreprises des économies émergentes, qui a fortement augmenté ces dernières années, surtout sur la base du pays d'origine des émetteurs (statistiques qui incluent les émissions des filiales étrangères). Il examine les conséquences probables de l'allongement de la durée de ces obligations en termes de risque de refinancement. En effet si, à l'avenir, ces emprunts devaient être refinancés dans un contexte éventuel de perturbations sur les marchés financiers, il pourrait en résulter des coûts substantiels pour l'économie sous la forme d'un ralentissement de la croissance et d'un resserrement des conditions financières.

¹ Le texte du présent chapitre a été établi par Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org). Sebastian Goerlich a assuré le travail statistique.

Évolution récente sur le marché bancaire international

Le premier trimestre 2014 s'est caractérisé par la première expansion importante de l'activité bancaire internationale depuis la fin de 2011. Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont ainsi augmenté de \$580 milliards entre fin décembre 2013 et fin mars 2014. Si elle n'a pas suffi à compenser les baisses trimestrielles antérieures, cette progression a néanmoins fait reculer le rythme annuel de contraction, le ramenant de $-4,0\%$ fin décembre 2013 à $-2,0\%$ fin mars 2014².

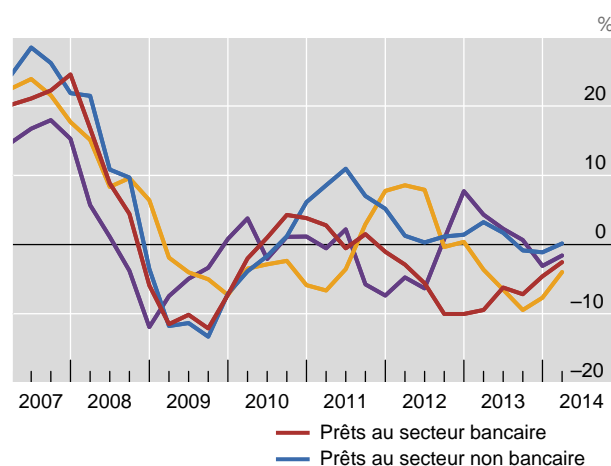
Le rebond de l'activité globale au premier trimestre 2014 a été favorisé par la première hausse trimestrielle des créances interbancaires transfrontières depuis fin 2011. Les créances interbancaires, qui, dans les statistiques bancaires territoriales³, rendent compte des positions des banques envers leurs implantations à l'étranger ainsi que des banques extérieures au groupe, ont augmenté de \$298 milliards. Le rythme annuel de contraction de l'activité interbancaire transfrontière est ainsi revenu de $-5,3\%$ fin 2013 à $-2,9\%$ fin mars 2014. Comme par le passé, l'expansion des créances interbancaires était presque entièrement imputable aux prêts (graphique 1, cadre de gauche). Les créances transfrontières sur

Créances transfrontières des banques déclarantes BRI

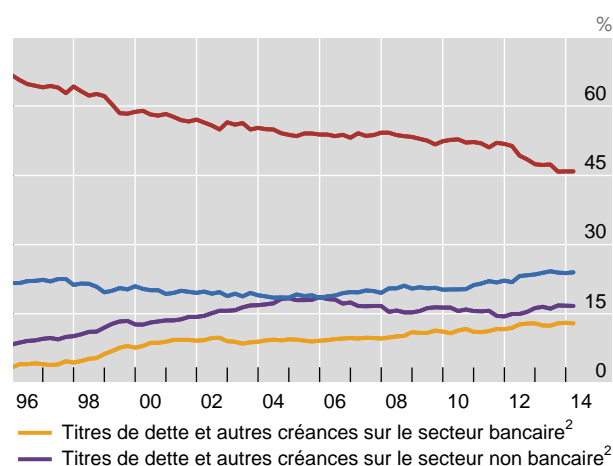
Par type d'instrument et secteur de la contrepartie

Graphique 1

Taux de croissance annuel¹



Part de l'encours des créances



¹ Somme, sur les quatre trimestres antérieurs, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours un an auparavant. ² Les autres créances incluent les actions, dérivés et autres créances financières non classés parmi les prêts, dépôts ou titres de dette.

Source : Statistiques bancaires territoriales BRI par pays de résidence (Tableau 1).

² La variation annuelle en pourcentage se calcule comme la somme, sur les quatre trimestres antérieurs, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours un an auparavant.

³ Les statistiques bancaires territoriales sont organisées en fonction du lieu d'implantation des établissements et rendent compte de l'activité de l'ensemble des implantations bancaires d'envergure internationale dans le pays déclarant, indépendamment du pays d'origine (nationalité) de la société mère. Les banques enregistrent leurs positions sur une base non consolidée, notamment vis-à-vis de leurs propres établissements implantés dans d'autres pays.

les autres banques et implantations étrangères en zone euro, y compris l'activité au sein de la zone euro, ont augmenté (+\$104 milliards), mettant un terme à une série de sept baisses consécutives.

À l'instar des prêts interbancaires transfrontières à la zone euro, les créances transfrontières libellées en euro ont augmenté au premier trimestre 2014, enregistrant une progression trimestrielle (+\$163 milliards) pour la première fois depuis début 2012. Le rythme annuel de contraction est ainsi revenu de -10 % fin 2013 à -7,7 % fin mars 2014.

Le total des créances transfrontières sur le secteur non bancaire (établissements financiers non bancaires, administrations publiques et entreprises non financières, essentiellement) a lui aussi progressé entre fin décembre 2013 et fin mars 2014. C'est sa plus forte hausse (+\$282 milliards) depuis fin 2010. Si les prêts ont représenté la majeure partie de cette augmentation au premier trimestre 2014 (\$196 milliards), les banques déclarantes BRI ont néanmoins continué à étoffer leurs portefeuilles de titres du secteur non bancaire (\$86 milliards). Toutefois, le taux de croissance annuel de leurs achats de titres est resté plus faible que ceux observés en 2012 et 2013 (graphique 1, cadre de gauche, ligne violette).

L'activité de prêt transfrontière au secteur non bancaire des États-Unis a été particulièrement vigoureuse au premier trimestre 2014 (+\$73 milliards). Selon les statistiques bancaires consolidées BRI⁴ sur la base de l'emprunteur direct, cette expansion était essentiellement attribuable aux prêts consentis au secteur privé non bancaire américain, dont la part dans l'ensemble des créances internationales sur les États-Unis a progressé d'un point entier de pourcentage (de 52,0 à 53,0 %) entre fin décembre 2013 et fin mars 2014. En revanche, la part des créances sur le secteur public américain a baissé de 0,7 point de pourcentage (de 23,5 à 22,8 %) sur la même période.

En dépit du récent rebond trimestriel des prêts interbancaires transfrontières, leur part dans le total des créances transfrontières a progressivement diminué : d'environ deux tiers fin 1995, elle est revenue à 46 % fin mars 2014 (graphique 1, cadre de droite, ligne rouge). Quant à la part des prêts transfrontières au secteur non bancaire, restée stable à environ 20 % entre fin 1995 et fin 2005, elle a progressé ces dernières années, pour atteindre 24 % à la fin de mars 2014 (ligne bleue). Dans le même temps, la part des avoirs transfrontières en titres de dette émis par le secteur non bancaire a plus que doublé entre fin 1995 et fin 2005 (de 8 à 19 %) avant de régresser (à 17 %) fin mars 2014 (ligne violette). Enfin, la part des avoirs bancaires transfrontières en titres de dette émis par d'autres banques est passée de 3 % fin 1995 à 13 % fin mars 2014 (ligne jaune).

⁴ Les statistiques bancaires consolidées sont organisées en fonction de la nationalité des banques déclarantes et sont déclarées sur une base mondiale consolidée, 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.

Créances sur les économies de marché émergentes

Les prêts transfrontières aux économies émergentes ont poursuivi leur progression au premier trimestre 2014 (+\$166 milliards), portant l'expansion annuelle des créances sur les marchés émergents à 10 % fin mars 2014⁵.

Tout comme aux trimestres précédents, le principal facteur de l'expansion au premier trimestre 2014 a été la hausse des prêts à la Chine (+\$133 milliards), qui a porté le taux de croissance annuel des créances sur la Chine à 49 %. Fin mars 2014, l'encours des créances transfrontières sur la Chine s'est établi à un peu plus de \$1 000 milliards, les créances interbancaires représentant près des trois quarts (\$726 milliards) de ce total. Les statistiques bancaires consolidées indiquent qu'une part importante des créances transfrontières déclarées sur la Chine (plus de \$400 milliards) est comptabilisée par des banques sises en dehors de la zone déclarante de la BRI par l'intermédiaire de leurs bureaux situés dans des pays déclarants, par exemple des banques chinoises situées à Hong-Kong RAS^{6, 7}. À titre de comparaison, fin mars 2014, les créances étrangères consolidées des banques sises en zone déclarante sur les résidents chinois totalisaient \$796 milliards sur la base du risque ultime⁸.

Les créances sur le reste de l'Asie émergente ont également augmenté (+\$21 milliards) au premier trimestre 2014, mais à un rythme beaucoup plus modéré que celles sur la Chine (+7,8 % sur une base annuelle).

Tout comme au trimestre précédent, les prêts à la région Amérique latine-Caraïbes ont progressé très lentement (+\$8,9 milliards seulement). Les banques internationales ont accru leurs créances sur le Brésil (+\$7,6 milliards), mais ont réduit leurs prêts aux résidents du Mexique (-\$3,7 milliards).

Les prêts transfrontières à l'Europe émergente ont baissé pour le quatrième trimestre consécutif. Cette contraction de \$15 milliards, plus forte que les trois précédentes, a entraîné un repli des créances sur la région de 1,9 % d'une année sur l'autre. En ce qui concerne la ventilation par pays, ce sont les créances sur la Turquie et la Pologne qui ont le plus diminué (respectivement -\$5,3 milliards et -\$4,8 milliards), alors que les créances sur la Hongrie se sont accrues (+\$1,3 milliard) au premier trimestre 2014.

⁵ Une analyse des principaux facteurs du ralentissement des prêts bancaires transfrontières aux économies émergentes après l'annonce, en 2013, de la réduction progressive des achats d'actifs par la Fed a été réalisée à l'aide de la version améliorée des statistiques bancaires internationales de la BRI : S. Avdjiev et E. Takáts, « Cross-border bank lending during the taper tantrum: the role of emerging market fundamentals », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014.

⁶ La liste des pays inclus dans la zone déclarante de la BRI figure sur le site de la Banque : www.bis.org/statistics/rep_countries.htm. La Chine n'en fait pas partie. Toutefois, les statistiques territoriales et les statistiques consolidées sur la base de l'emprunteur direct rendent compte des positions des banques chinoises et autres sises en dehors de la zone déclarante de la BRI, dans la mesure où ces positions sont comptabilisées par l'intermédiaire des entités implantées dans un pays déclarant.

⁷ P. McGuire et A. Van Rixtel, « Nouvelles tendances du crédit en Asie émergente », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012, encadré 1.

⁸ Les créances étrangères comprennent les créances transfrontières et les créances locales (ces dernières étant les prêts accordés par les sociétés affiliées d'une banque étrangère situées dans le pays de l'emprunteur). Fin mars 2014, les créances locales des banques déclarantes BRI sur la Chine, libellées en renminbi, s'élevaient à un total de \$235 milliards.

Alors que les incertitudes géopolitiques concernant la Russie et l'Ukraine s'intensifiaient au premier trimestre 2014, les banques d'envergure internationale ont fait état d'une baisse (de la valeur en dollars) de leurs créances étrangères consolidées sur les deux pays. Selon les statistiques bancaires consolidées sur la base du risque ultime, l'encours des créances étrangères sur la Russie est revenu de \$225 milliards fin décembre 2013 à \$209 milliards fin mars 2014, et celles sur l'Ukraine de \$25 milliards à \$22 milliards⁹. Toutefois, la contraction des créances étrangères a été amplifiée par la vive dépréciation qu'ont accusée les monnaies de ces pays par rapport au dollar au premier trimestre 2014, et qui a réduit la valeur en dollar des créances comptabilisées dans les monnaies nationales par l'intermédiaire de filiales locales¹⁰. Les statistiques bancaires territoriales indiquent que, sur une base corrigée des effets de change, les créances transfrontières sur les résidents de la Russie sont restées quasi inchangées au premier trimestre 2014 (-\$0,3 milliard), tandis que celles sur l'Ukraine ont diminué de \$1,5 milliard (-15 % en rythme annuel).

⁹ Pour l'encours à fin 2013 des créances étrangères sur la Russie et l'Ukraine, ventilées par pays d'origine de la banque prêteuse, voir le graphique 2 du chapitre « Principales tendances ressortant des statistiques internationales BRI », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2014.

¹⁰ La dépréciation d'une monnaie à l'égard du dollar donne lieu à une baisse de la valeur en dollar de l'encours des créances libellées dans cette monnaie.

Évolution récente de l'intermédiation du crédit au niveau mondial et risques potentiels

Branimir Gručić, Masazumi Hattori et Hyun Song Shin

L'activité mondiale d'intermédiation du crédit a connu une réorientation marquée au détriment du secteur bancaire et au profit du marché des titres de dette, sous l'effet combiné du fléchissement de l'activité bancaire transfrontière sur la période 2009–2012 et de la quête de rendement des investisseurs de portefeuille, confrontés à un environnement de taux bas. Cette évolution est particulièrement notable dans le cas des émissions obligataires des entreprises des économies émergentes, pour lesquelles l'encours par nationalité (sur la base du pays d'origine) dépasse l'encours par pays de résidence (graphique A, cadre de gauche), signe qu'une part substantielle des émissions extraterritoriales échappe aux statistiques classiques de la dette extérieure. Voir Chui *et al.* (2014)^① pour une description plus détaillée des caractéristiques et des expositions des emprunteurs.

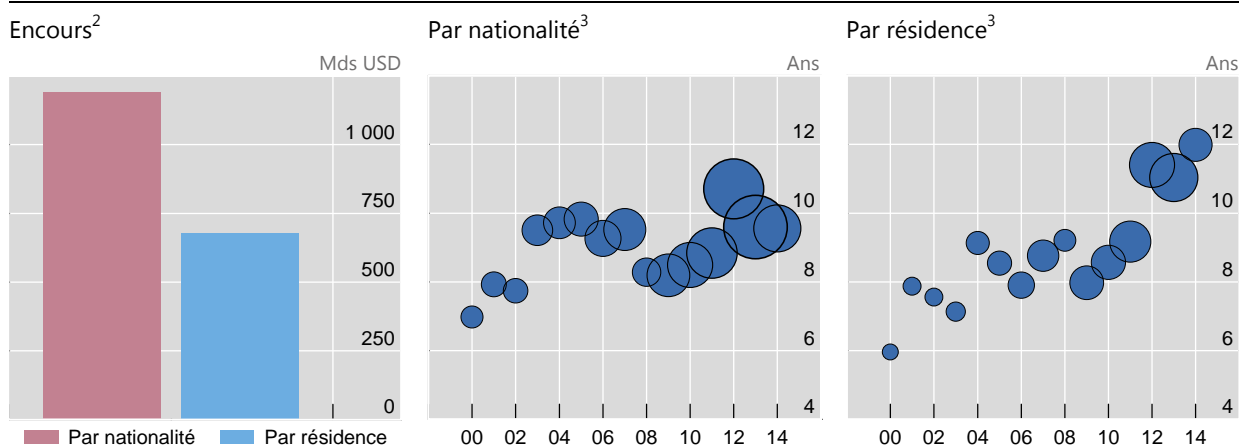
Les titres de dette internationaux récemment émis par les entreprises des économies émergentes ont une durée moyenne plus longue. Dans le graphique A, les cadres du centre et de droite illustrent le volume et la durée moyenne des émissions brutes de titres de dette internationaux réalisées par les entreprises non bancaires des économies émergentes^②. Pour chaque cercle, la taille correspond au montant en dollars et la position sur l'axe vertical, à l'échéance moyenne pondérée du montant de l'émission. Le graphique A montre une augmentation des volumes au cours des dernières années (diamètre croissant) ainsi qu'un allongement des durées, en particulier pour la série établie sur la base du pays de résidence. S'agissant du stock d'obligations en circulation par pays de résidence, la durée résiduelle moyenne hors instruments du marché monétaire dépasse aujourd'hui huit ans.

L'allongement des durées atténue le risque de refinancement des emprunteurs, mais accentue la sensibilité du prix des obligations aux variations des rendements – et donc, le risque de durée pour le prêteur. Bien que les acteurs institutionnels, comme d'autres investisseurs obligataires, recourent rarement à l'effet de levier, voire pas du tout, ils pourraient toutefois être tentés de se comporter comme si c'était le cas, lorsqu'ils sont soumis à des limites de tolérance au risque ou à des critères de performance relative, ou s'ils appliquent une stratégie de

Émissions : montant brut annuel et échéances (moyenne pondérée)

Entreprises non bancaires des marchés émergents¹

Graphique A



¹ Entreprises non financières et établissements financiers non bancaires des pays suivants : Afrique du Sud, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Islande, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Hong-Kong RAS, République tchèque, Roumanie, Russie, Singapour, Slovénie, Thaïlande, Turquie et Venezuela. ² À fin juin 2014. ³ Par nationalité : entreprises ayant leur siège dans les pays concernés ; par résidence : entreprises implantées dans les pays concernés. La taille d'un cercle représente le volume relatif de l'émission brute annuelle de titres à long terme : 2013 = 265 milliards de dollars par nationalité, et 152 milliards de dollars par résidence. Pour 2014, données arrêtées en juin.

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

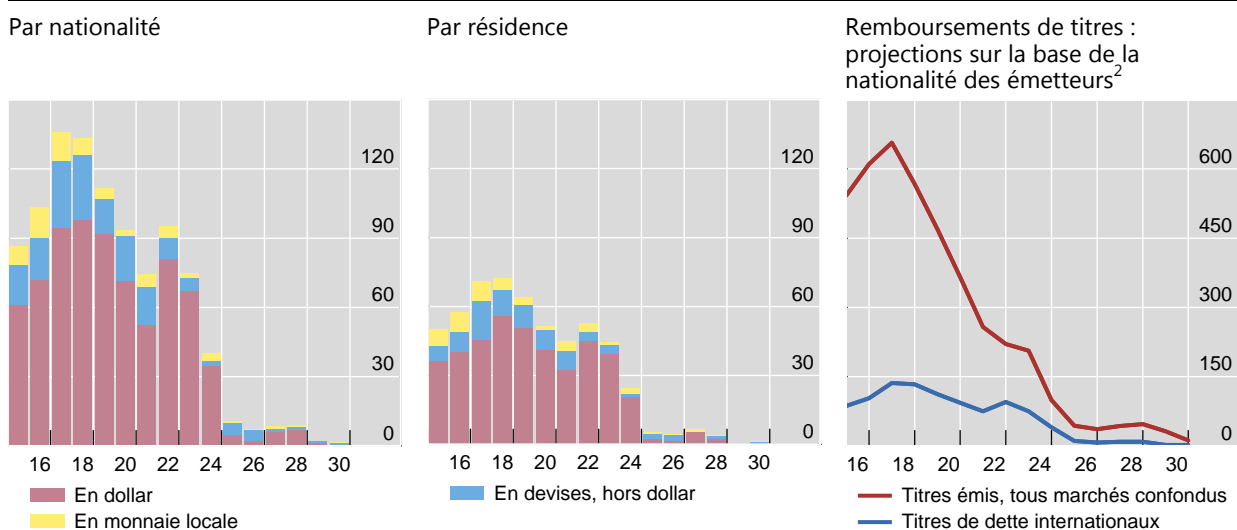
couverture dynamique pour compenser les pertes sur ventes d'options ou d'autres méthodes de stimulation des rendements. Dans la mesure où les réactions des investisseurs amplifient les perturbations sur le marché, l'allongement des durées pourrait induire de nouvelles vulnérabilités, lesquelles pourraient influencer sur la disponibilité et le coût du financement. Ces questions sont examinées plus en détail dans Miyajima et Shim (2014)³.

Les projections d'échéances de remboursements pour les entreprises non bancaires des économies émergentes, établies sur la base des titres de dette internationaux émis à ce jour, laissent entrevoir un pic de remboursements en 2017-2018, dont une très grande proportion en dollar (graphique B, cadres du centre et de gauche).

Projections de remboursements¹

Entreprises non bancaires, marchés émergents, en milliards de dollars

Graphique B



¹ Projections de remboursements de titres de dette internationaux émis à ce jour par des entreprises non bancaires dans les pays énumérés au graphique A. Par nationalité : entreprises ayant leur siège dans les pays concernés ; par résidence : entreprises implantées dans les pays concernés. Monnaie locale : monnaie du pays de nationalité. ² Projections de remboursements de titres à long terme émis sur tous marchés confondus (source : Dealogic) et de titres satisfaisant aux critères de la BRI (titres de dette internationaux).

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

Cette situation constitue une vulnérabilité potentielle. Nombre d'emprunteurs des économies émergentes, comme les exportateurs de produits de base, disposeront de flux en dollar pour le paiement des coupons, comme l'expliquent en détail Chui *et al.* (2014)⁴. Cependant, le risque de change lié aux remboursements du principal pourrait n'être couvert qu'en partie, y compris pour ces emprunteurs. Dans la mesure où le risque de durée intensifie les perturbations du marché, l'allongement des échéances pourrait avoir pour effet pervers d'accentuer les problèmes de refinancement, si le marché des titres de dette libellés en dollar venait à se fermer en période de difficultés. En effet, on se souviendra que le marché en dollar s'était pratiquement fermé aux émetteurs des économies émergentes entre septembre et octobre 2008, ainsi qu'en janvier 2009, et à nouveau pendant plusieurs semaines à la mi-2013.

Les titres de dette internationaux représentent environ 20 % du total des titres de dette en termes d'encours^{4,5}. Le graphique B (cadre de droite) illustre en parallèle les projections de remboursement des titres de dette internationaux et de l'ensemble des titres de dette, y compris les émissions sur le marché intérieur. Ces dernières sont libellées principalement en monnaie locale, ce qui élimine le risque immédiat d'asymétrie de monnaies. Cependant, alors que les investisseurs internationaux poursuivent leur percée sur le marché intérieur, ce dernier pourrait lui-même ne pas être à l'abri des perturbations qu'engendrerait la sortie de ces investisseurs.

Si la solvabilité s'avère moins problématique pour les investisseurs qui ne font pas appel à l'effet de levier financier, les répercussions macroéconomiques de perturbations sur les marchés de capitaux pourraient pénaliser lourdement l'économie en freinant la croissance et en durcissant les conditions financières. Par conséquent, les tendances récentes du marché des titres de dette et l'évolution de l'intermédiation du crédit méritent l'attention des pouvoirs publics.

① M. Chui, I. Fender et V. Sushko, « Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014. ② La BRI considère un titre de dette comme international (TDI) 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 à l'émission ; marché de cotation du titre. Tous les autres titres sont classés comme des titres de dette nationaux (TDN). Voir B. Gruić et P. Wooldridge, « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012. ③ K. Miyajima et I. Shim, « Asset managers in emerging market economies », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014. ④ Les investissements en titres de dette de non-résidents représentent environ 25 % du stock mondial de titres de dette, les investisseurs nationaux détenant les 75 % restants. « Évolution des investissements transfrontières sur le marché obligataire mondial depuis la crise », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2014. ⑤ Pour les pays retenus, la part des encours des TDI par pays de résidence à fin-2013 s'élevait à environ 1 % dans les séries à long terme sur le crédit au secteur privé non financier. Voir C. Dembiermont, M. Drehmann et S. Muksakunratana, « Quels sont les montants réellement empruntés par le secteur privé ? Présentation d'une nouvelle base de données permettant d'estimer l'endettement total du secteur privé non financier », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2013. Il est raisonnable de supposer que les grandes entreprises non financières font appel au marché des TDI.