

## Principales tendances des flux financiers mondiaux<sup>1</sup>

*En collaboration avec des banques centrales et d'autres autorités monétaires du monde entier, la BRI compile et diffuse des statistiques sur l'activité financière internationale. Elle utilise ces statistiques pour construire des indicateurs de liquidité mondiale et des indicateurs précoces de crise financière, dont le présent chapitre analyse les tendances récentes. Ce chapitre s'appuie sur les dernières données disponibles pour le marché bancaire international, à savoir celles de mars 2015, et, pour le marché international des titres de dette, celles de juin 2015. En outre, un encadré présente de façon détaillée les positions en monnaie locale et en devises vis-à-vis de la Chine au premier trimestre 2015.*

### En bref

- Début 2015, les conditions de liquidité mondiale étaient favorables aux emprunteurs des économies avancées, mais présentaient des signes de dégradations dans les économies de marché émergentes (EME). Dans les économies avancées, le financement international s'est caractérisé par une croissance particulièrement forte du financement bancaire et de marché en euro. Dans le même temps, la progression des prêts bancaires internationaux et des emprunts obligataires a ralenti, voire s'est inversée, dans un certain nombre d'EME, en particulier en Chine et en Russie.
- Fin mars 2015, le financement en dollar accordé aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis s'est établi à \$9 600 milliards contre \$2 800 milliards pour le financement en euro des emprunteurs non bancaires hors de la zone euro.
- Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont poursuivi leur essor début 2015, progressant de \$748 milliards, en termes corrigés des effets de change, entre fin décembre 2014 et fin mars 2015.
- Les émissions de titres de dette internationaux sont restées élevées : les émissions nettes ont atteint \$225 milliards au premier trimestre 2015, et \$219 milliards au deuxième.

<sup>1</sup> Cet article a été rédigé par Benjamin Cohen ([ben.cohen@bis.org](mailto:ben.cohen@bis.org)) et Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)). Stephan Binder, Sebastian Goerlich, Branimir Gruić et Jeff Slee ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

- Les créances transfrontières libellées en euro et les créances sur la zone euro se sont envolées au premier trimestre 2015. Il s'agissait, pour la moitié d'entre elles environ, de créances sur le secteur non bancaire et 50 % environ émanaient d'agents de la zone euro. La Grèce faisait figure d'exception : les prêts transfrontières aux résidents grecs, pour la plupart en euro, ont reculé de \$22 milliards entre fin décembre 2014 et fin mars 2015.
- Les prêts bancaires transfrontières aux EME se sont contractés de \$52 milliards, sur une base corrigée des effets de change, au premier trimestre 2015.
- Les prêts à la Chine ont baissé pour le deuxième trimestre consécutif, ramenant leur taux de croissance annuel à près de zéro.
- Les créances transfrontières sur la Russie et l'Ukraine ont enregistré un nouveau recul durant ce trimestre, et leur rythme annuel de contraction s'est accéléré pour atteindre respectivement 29 % et 48 %.
- Les émissions nettes de titres de dette par des emprunteurs des économies avancées ont enregistré leur plus rapide progression depuis la période précédant la Grande Crise financière de 2007–2009, totalisant \$247 milliards au premier semestre 2015. Dans les EME, sur la même période, les emprunteurs ont émis pour \$137 milliards de titres de dette, montant net des remboursements, une performance en baisse sensible par rapport aux trois années précédentes.
- Les indicateurs précoces signalent la persistance de vulnérabilités liées au surendettement de grandes EME.

## Évolution récente sur les marchés bancaires et les marchés de dette internationaux

Malgré quelques épisodes de volatilité sur les marchés des titres et des produits de base (voir « Nouvelle vague d'assouplissement », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015), l'activité financière internationale s'est intensifiée durant les premiers mois de 2015. D'après les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS)<sup>2</sup>, les créances bancaires internationales ont progressé de près de

<sup>2</sup> Les LBS sont organisées en fonction du lieu d'implantation des établissements bancaires et rendent compte de l'activité de l'ensemble des établissements 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, c'est-à-dire qu'elles prennent en compte les positions vis-à-vis de leurs propres établissements à l'étranger. Les créances internationales désignent ici toutes les créances transfrontières, ainsi que les créances locales en devises, de l'ensemble des banques déclarantes BRI. Pour une présentation des dernières améliorations apportées aux statistiques bancaires internationales BRI, voir S. Avdjiev, P. McGuire et P. Wooldridge, « Statistiques bancaires internationales BRI – incorporation de nouvelles données », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015.

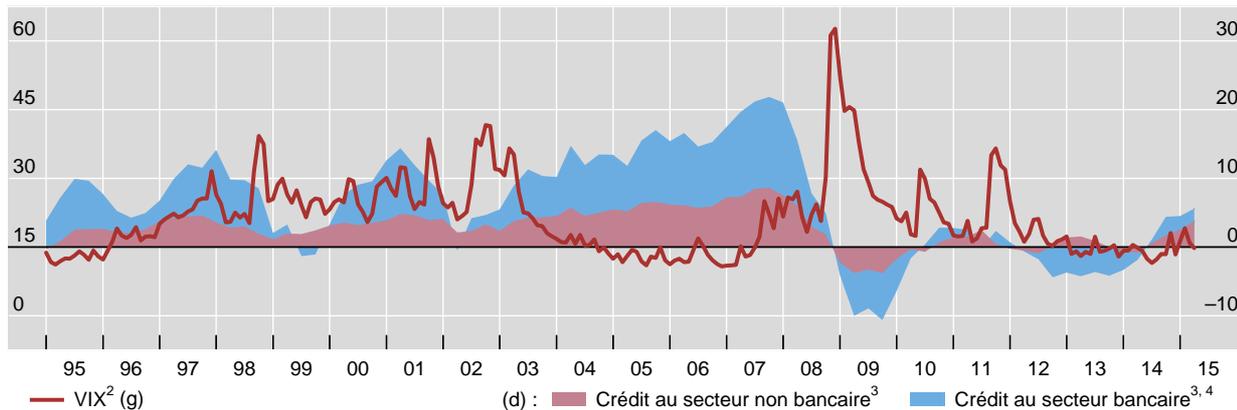
6 %<sup>3</sup> entre fin mars 2014 et fin mars 2015 (graphique 1, cadre supérieur), et de près de 3 % au seul premier trimestre 2015. Sur cette dernière période, les créances sur le secteur non bancaire ont augmenté de \$626 milliards, après correction des effets de change et des ruptures de série, contre \$218 milliards pour les créances sur le secteur bancaire. Dans le même temps, comme l'indiquent les statistiques sur les

## Évolution des créances bancaires internationales et des titres de dette internationaux, et volatilité des marchés financiers

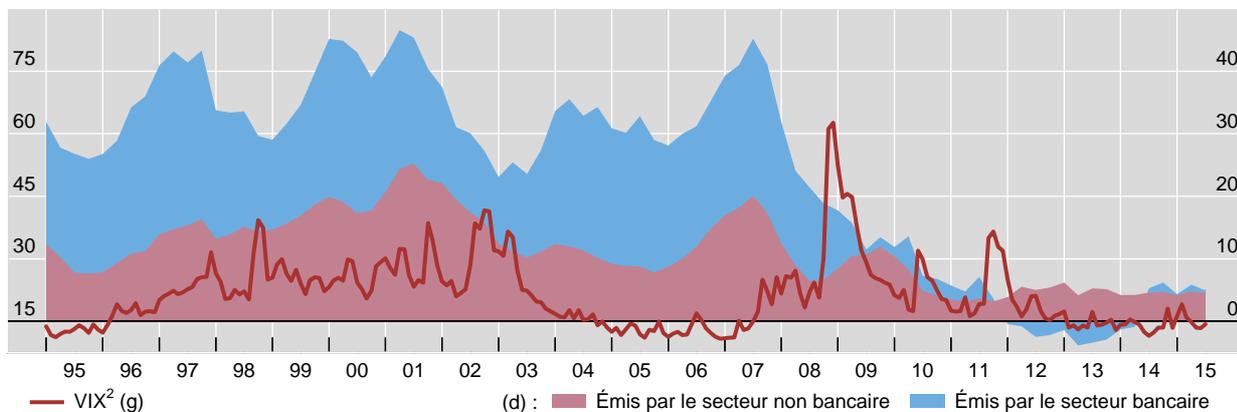
Volatilité (g) et variations annuelles (d), en %

Graphique 1

### Créances bancaires internationales<sup>1</sup>



### Titres de dette internationaux<sup>5</sup>



Pour de plus amples informations sur les indicateurs de liquidité mondiale BRI, consulter [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Créances transfrontières et créances locales en devises des banques déclarantes aux fins des LBS. <sup>2</sup> VIX : indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange, qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500. <sup>3</sup> Contribution à la variation annuelle du crédit total tous secteurs confondus, en %. <sup>4</sup> Dont transactions intragroupes. <sup>5</sup> Émissions nettes. Tous instruments, toutes échéances et tous émetteurs confondus.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; statistiques bancaires territoriales BRI ; et calculs BRI.

<sup>3</sup> La variation annuelle en pourcentage est la somme, sur les quatre trimestres antérieurs, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente.

titres de dette internationaux (TDI)<sup>4</sup>, les émissions nettes ont continué de progresser à un rythme constant depuis la fin de la Grande Crise financière (graphique 1, cadre inférieur). Les émissions nettes ont totalisé \$188 milliards au premier trimestre 2015 et \$198 milliards au deuxième, contre \$509 milliards pour l'ensemble de l'année 2014.

La croissance globale régulière de l'activité de financement international a masqué d'importants changements dans sa composition, en particulier en ce qui concerne la part relative des économies avancées et des EME. D'après les LBS, les créances bancaires transfrontières sur les économies avancées ont progressé de \$738 milliards (après correction de change) au premier trimestre 2015 et de 6 % en glissement annuel. L'augmentation de l'activité de prêt au premier trimestre 2015 a été tirée par la forte progression des créances sur les pays européens et sur le Japon. En revanche, les prêts transfrontières aux EME se sont contractés de \$52 milliards au premier trimestre, soit un accroissement de seulement 0,5 % sur un an. Après plusieurs trimestres de forte hausse, les prêts à la Chine ont commencé à reculer fin 2014, affichant une croissance quasi nulle au premier trimestre 2015.

S'agissant des émissions de titres de dette internationaux, les économies avancées et émergentes ont suivi des évolutions différentes. Les statistiques sur les TDI indiquent que les émissions nettes dans les économies avancées ont renoué avec une expansion rapide durant les deux premiers trimestres de 2015, après avoir affiché une progression faible ou négative pendant plusieurs années. À l'inverse, les émissions nettes se sont repliées dans les EME.

La suite du présent chapitre revient plus en détail sur ces évolutions et s'intéresse en particulier aux statistiques BRI sur l'activité bancaire internationale, les titres de dette internationaux et les indicateurs de liquidité mondiale, et se conclut par une rapide présentation des dernières tendances observées pour l'expansion du crédit et le ratio du service de la dette (RSD) dans les principales économies avancées et émergentes.

## Crédit mondial en devises au secteur non financier

Le crédit mondial au secteur non financier non résident en dollar et en euro a continué de s'accroître plus rapidement que le crédit au secteur non financier résident, aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 2).

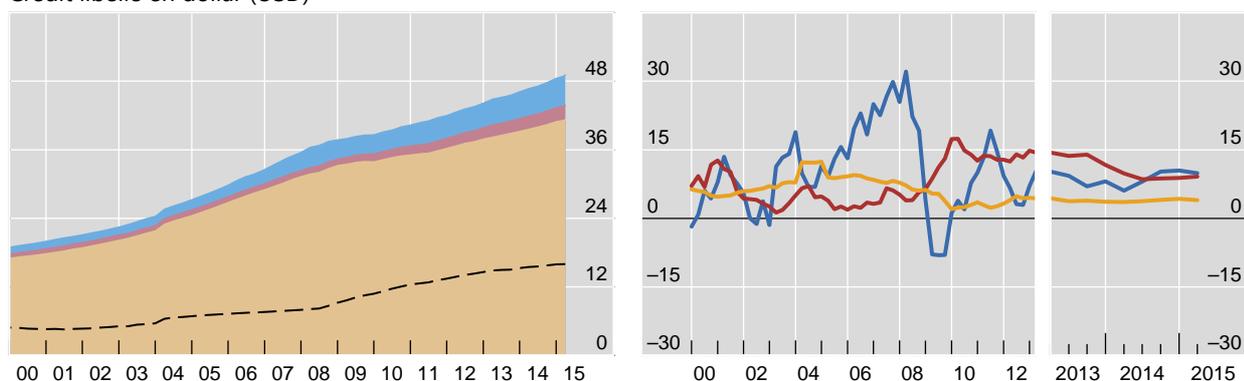
D'après les indicateurs de liquidité mondiale, le crédit en dollar accordé au secteur non bancaire hors des États-Unis s'élevait à \$9 600 milliards à la fin du premier trimestre 2015. Si l'on exclut les emprunteurs financiers non bancaires de cet agrégat, on obtient le crédit total en dollar au secteur non financier, qui s'établissait à \$7 800 milliards (graphique 2, cadre supérieur gauche). Les prêts

<sup>4</sup> Pour la BRI, les TDI désignent les titres émis par des non-résidents sur n'importe quel marché. Un titre de dette est qualifié d'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 à l'émission ; marché de cotation du titre. Voir B. Gruić et P. Wooldridge, « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012. Les statistiques sur les TDI sont ventilées par nationalité et par pays de résidence de l'émetteur, ainsi que selon d'autres variables comme le type d'instrument, le secteur, la monnaie et l'échéance, sur une base trimestrielle.

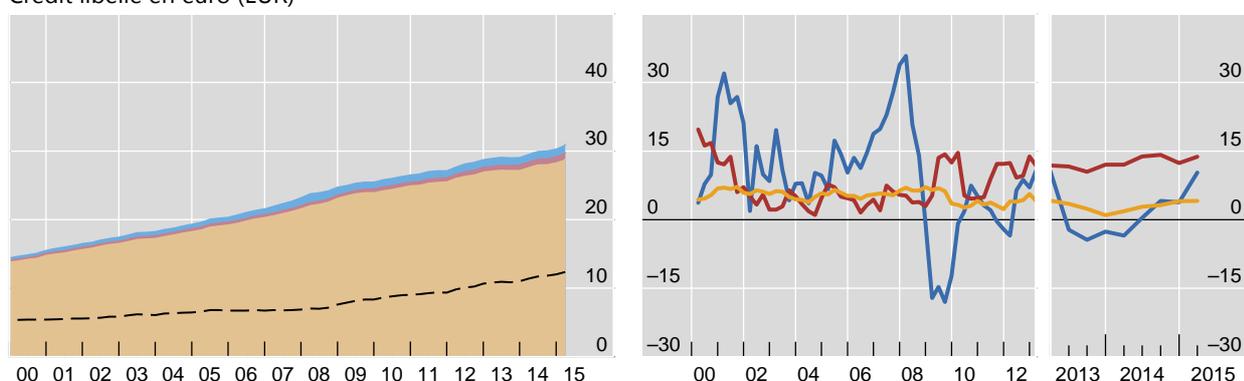
Encours<sup>1</sup> (milliers de mrd d'USD)

Variation annuelle (en %)

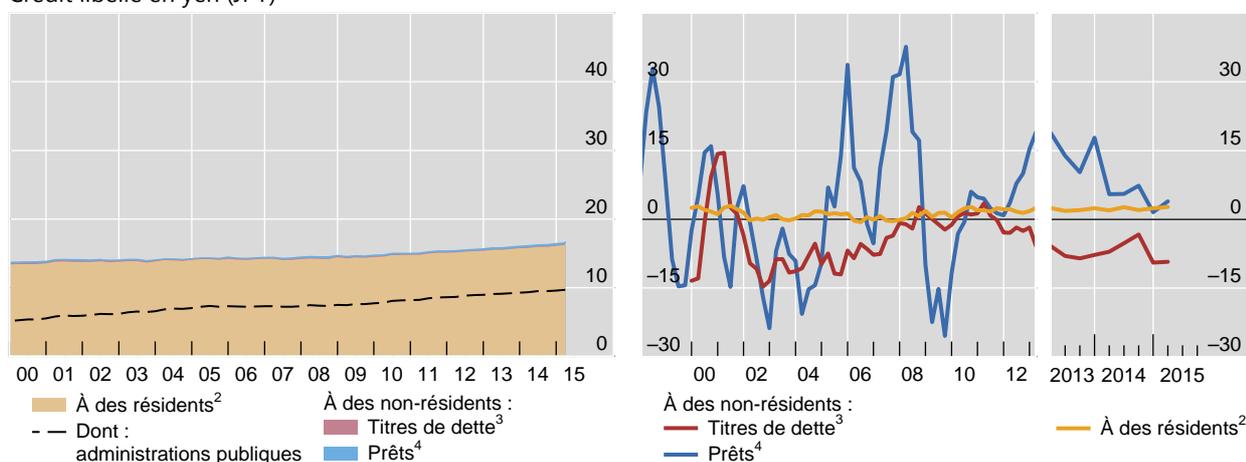
Crédit libellé en dollar (USD)



Crédit libellé en euro (EUR)



Crédit libellé en yen (JPY)



Pour de plus amples informations sur les indicateurs de liquidité mondiale BRI, consulter [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Encours en fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur fin mars 2015. <sup>2</sup> Crédit aux emprunteurs non financiers résidant respectivement aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, obtenu en excluant le crédit libellé en devises des comptes financiers nationaux, à l'aide des statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres de dette. <sup>3</sup> Hors titres de dette émis par toute structure *ad hoc* ou toute autre entité financière contrôlée par une société mère non financière. Titres de dette libellés en euro : hors émissions des institutions de l'Union européenne. <sup>4</sup> Prêts transfrontières et locaux consentis par les banques déclarantes LBS à des emprunteurs non bancaires (dont entités financières non bancaires). Pays non déclarants LBS : prêts locaux en USD/EUR/JPY. Chine : prêts locaux répartis comme suit : USD = 80 %, EUR = 10 % et JPY = 10 % ; source : données nationales. Autres pays : les prêts locaux au secteur non bancaire sont représentés par les prêts transfrontières libellés en USD/EUR/JPY des pays déclarants LBS aux banques d'un pays donné, en supposant que ces fonds sont rétrocédés au secteur non bancaire.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; statistiques BRI sur les titres de dette ; et statistiques bancaires territoriales BRI.

bancaires en dollar à ces emprunteurs non financiers totalisaient \$5 300 milliards, soit une progression de près de 10 % sur un an, alors que les titres émis par ces emprunteurs s'établissaient à \$2 500 milliards, soit une croissance annuelle de l'encours de titres de 9 % (graphique 2, cadre supérieur droit). Ces deux agrégats ont augmenté plus rapidement que le crédit en dollar aux résidents non financiers américains (+4 %). Ces taux de croissance sont d'ailleurs particulièrement stables depuis plusieurs années.

Fin mars 2015, le crédit en euro au secteur non bancaire hors de la zone euro s'élevait à \$2 800 milliards et le crédit total en euro au secteur non bancaire non financier à \$2 100 milliards, dont \$1 200 milliards sous forme de prêts bancaires et \$915 milliards en titres de dette (graphique 2, cadre central gauche). L'encours des émissions obligataires en euro placées par le secteur non financier non résident a bondi de près de 14 % en glissement annuel, tiré en partie par une forte hausse, en termes nets, des émissions des sociétés non financières américaines. Les prêts bancaires en euro au secteur non financier hors de la zone euro, en repli pendant une grande partie de 2013, ont amorcé leur reprise au premier trimestre 2014 et progressé de 10 % sur un an (graphique 2, cadre central droit). Le crédit en euro au secteur non financier non résident, tant sous forme de prêts bancaires que de titres, a enregistré une hausse bien plus forte que le crédit au secteur non financier résident de la zone euro (+4 %).

Fin mars 2015, le crédit en yen au secteur non financier hors du Japon était composé de \$347 milliards de prêts bancaires et de \$66 milliards de titres de dette. Entre mars 2014 et mars 2015, les prêts bancaires ont affiché une progression de 4 % et l'encours des titres de dette une baisse de 9,3 % (graphique 2, cadres inférieurs).

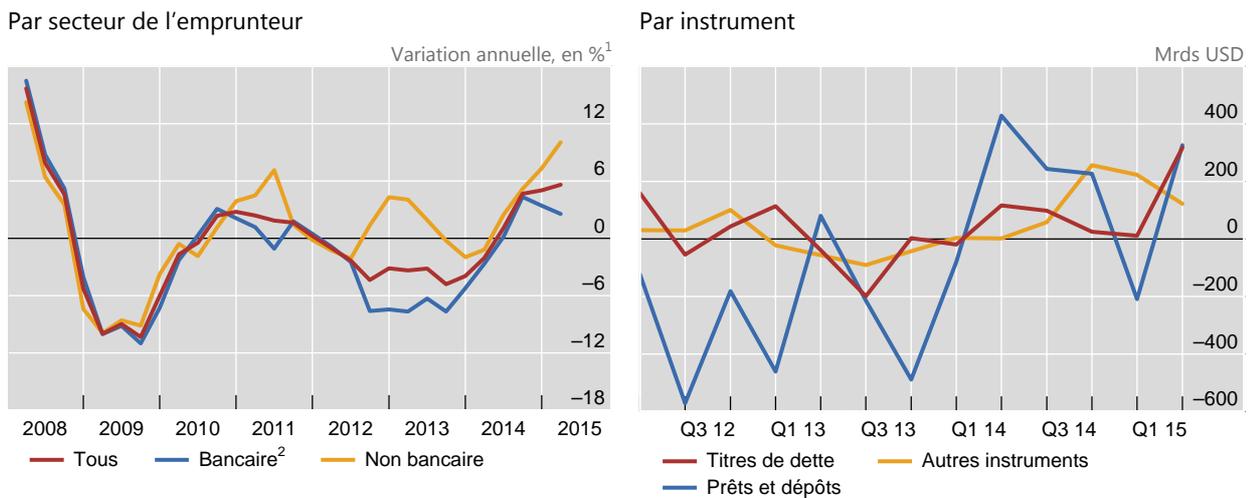
## Crédit transfrontière mondial

Amorcée au deuxième trimestre 2014, l'expansion des prêts transfrontières au niveau mondial s'est renforcée au premier trimestre 2015. D'après les LBS, les créances transfrontières des banques déclarantes BRI se sont accrues de \$748 milliards entre fin décembre 2014 et fin mars 2015, ce qui porte leur taux de croissance annuel à près de 6 % (graphique 3, cadre de gauche)<sup>5</sup>.

En hausse de \$563 milliards, les créances transfrontières sur le secteur non bancaire expliquent plus des trois quarts de la progression mondiale des créances transfrontières enregistrée au premier trimestre 2015, ce qui porte leur taux de croissance annuel à 10 % (graphique 3, cadre de gauche). Dans le même temps, les prêts accordés aux banques se sont accrues de \$132 milliards fin mars 2015, compensant le repli d'un montant similaire enregistré au trimestre précédent. Le taux de croissance annuel des prêts interbancaires transfrontières a ralenti à moins de 2 % fin mars 2015.

L'activité bancaire internationale s'est intensifiée dans tous les compartiments importants. L'augmentation des prêts bancaires et celle des titres de dette détenus par les banques ont contribué pour parties pratiquement égales à l'expansion générale des créances transfrontières (graphique 3, cadre de droite). Entre fin

<sup>5</sup> Toutes les données sur les évolutions annuelles et trimestrielles des créances bancaires sont corrigées des effets de changes et des ruptures de série.



<sup>1</sup> Calculé comme la somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente. <sup>2</sup> Y compris les positions vis-à-vis de leurs propres établissements. Les créances sur les banques sont calculées comme le total des créances moins les créances sur les établissements non bancaires ; elles comprennent donc des créances non ventilées par secteur de la contrepartie.

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

décembre 2014 et fin mars 2015, l'encours des prêts a progressé de \$319 milliards et la détention de titres de dette par les banques, de \$318 milliards. Les hausses enregistrées au dernier trimestre ont porté l'augmentation annuelle cumulée depuis début 2014 à respectivement \$1 000 milliards et \$570 milliards.

### Composition par monnaie des prêts bancaires transfrontières

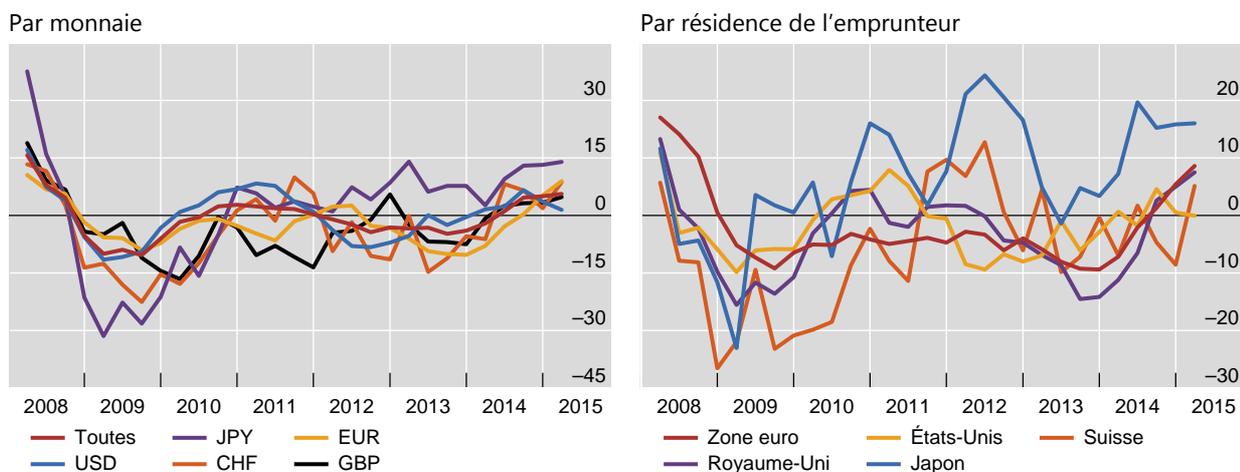
Les prêts transfrontières agrégés ont nettement progressé entre fin décembre 2014 et fin mars 2015, principalement en raison d'un essor de \$536 milliards des créances libellées en euro. Les LBS montrent que cette poussée a porté la croissance annuelle des créances en euro à 9 % (graphique 4, cadre de gauche). La hausse des prêts explique plus des deux tiers (70 %) de cet essor, et la progression du stock de titres de dette détenus par les banques, 18 %. Par ailleurs, les emprunteurs non bancaires ont contribué à hauteur de 49 % à l'augmentation des créances libellées en euro. Cette hausse a été, pour la moitié environ (53 %), le fait de banques sises dans la zone euro et, pour 28 %, de banques sises au Royaume-Uni.

Au premier trimestre 2015, les créances libellées en dollar ont progressé de \$54 milliards. Le portefeuille de titres des banques s'est étoffé de \$156 milliards, ce qui a plus que compensé le repli des prêts de \$99 milliards. Quant aux créances en livre sterling (\$60 milliards) et en franc suisse (\$32 milliards), elles se sont également accrues, ce qui a porté leur taux de croissance annuel respectivement à 5 % et 9 %. Les prêts transfrontières en yen ont reculé durant ce trimestre (\$-10 milliards), mais leur taux de croissance annuel est resté élevé (14 %).

## Créances transfrontières des banques déclarantes BRI

Variations annuelles, en %<sup>1</sup>

Graphique 4



<sup>1</sup> Calculé comme la somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de séries, divisée par l'encours en fin d'année précédente.

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

### Créances sur les économies avancées

Les indicateurs de liquidité mondiale révèlent que le crédit transfrontière au secteur non bancaire s'est accru légèrement plus vite que le crédit local à ce même secteur au premier trimestre 2015, pour la première fois depuis la Grande Crise financière (graphique 5, cadre supérieur gauche). Ce dépassement mérite d'être signalé. En effet, l'expérience montre que le crédit transfrontière tend à avoir un effet multiplicateur sur le crédit local : la composante transfrontière progresse plus rapidement durant les phases d'expansion et plus lentement, voire recule, durant les phases de contraction. Néanmoins, la situation diffère fortement selon les pays et les régions.

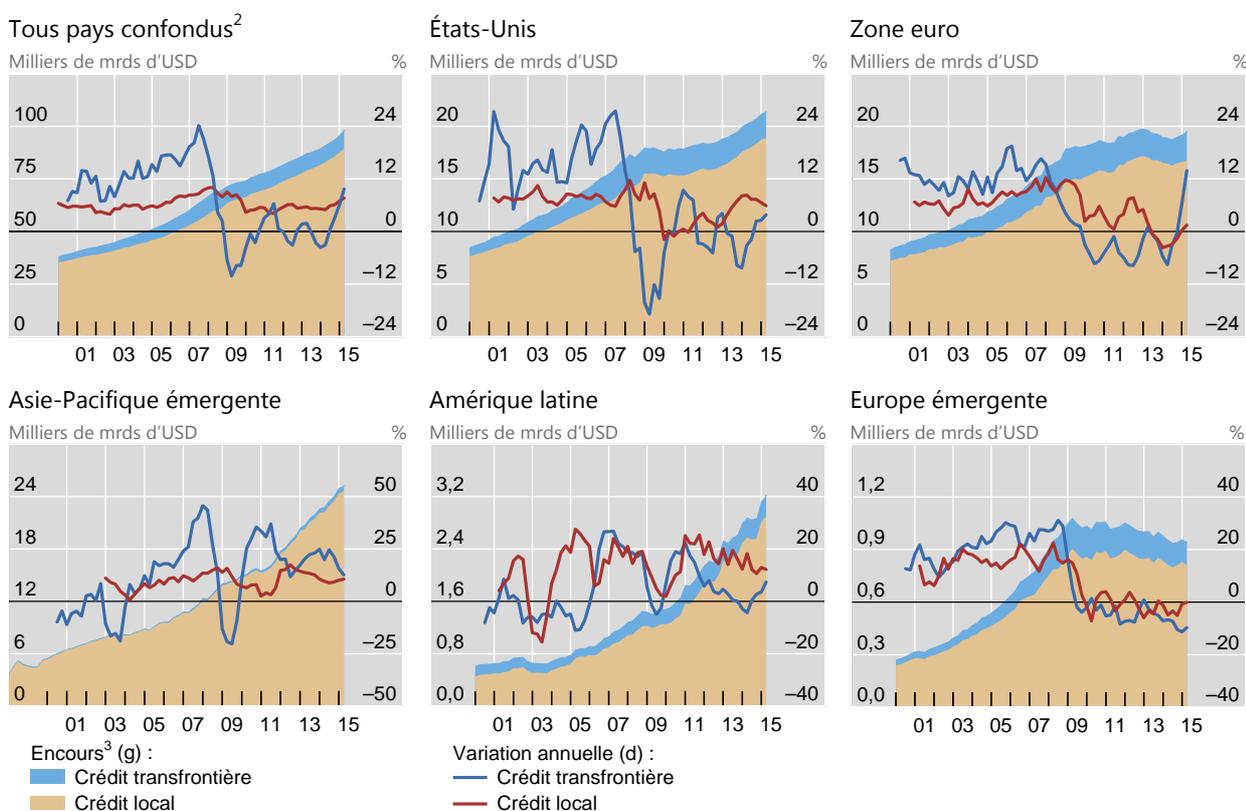
La hausse enregistrée au premier trimestre est essentiellement attribuable à un rapide essor du crédit transfrontière aux économies avancées. Il existe toutefois de fortes disparités, même à l'intérieur de ce groupe. Ainsi, aux États-Unis, le crédit intérieur au secteur non bancaire a progressé de 5 %, s'inscrivant en baisse par rapport au dernier trimestre 2014, tandis que le crédit transfrontière au secteur non bancaire a augmenté de 4 % en glissement annuel (graphique 5, cadre supérieur du milieu). Par comparaison, le crédit intérieur au secteur non bancaire dans la zone euro est demeuré quasi inchangé et le crédit transfrontière a affiché une nette progression, de +13 % sur un an (graphique 5, cadre supérieur droit).

S'agissant du crédit bancaire transfrontière vis-à-vis de tous les secteurs, les tendances qui se dessinent depuis 2014 semblent se confirmer au premier trimestre 2015, comme il ressort des LBS. Devenu positif en 2014 après plusieurs années en territoire négatif depuis la crise, le taux annuel de croissance des créances transfrontières s'est maintenu au-dessus de zéro. Il a été particulièrement élevé au Japon (+16 %), dans la zone euro (+9 %), au Royaume-Uni (+8 %) et en

## Crédit mondial accordé par les banques au secteur non bancaire, par région emprunteuse

Crédit bancaire transfrontière et crédit bancaire local, toutes monnaies confondues<sup>1</sup>

Graphique 5



Pour de plus amples informations sur les indicateurs de liquidité mondiale BRI, consulter [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Crédit transfrontière : banques déclarantes LBS ; crédit local : toutes les banques ; ce dernier est issu des comptes financiers nationaux et inclut le crédit consenti par la banque centrale aux administrations publiques. <sup>2</sup> Échantillon : 52 pays. <sup>3</sup> Encours en fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur fin mars 2015.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; statistiques bancaires territoriales BRI ; et calculs BRI.

Suisse (+5 %), mais il est resté globalement inchangé entre mars 2014 et mars 2015 aux États-Unis (graphique 4, cadre de droite).

Les créances transfrontières sur l'ensemble des emprunteurs de la zone euro (tous secteurs confondus et dont créances intra-zone euro) ont augmenté de \$418 milliards durant le premier trimestre 2015, portant leur taux de croissance annuel à près de 9 %. Comme il ressort des LBS, il s'agit de la plus forte hausse trimestrielle en termes absolus depuis le premier trimestre 2008 (graphique 4, cadre de droite). L'activité interbancaire a légèrement moins contribué à cette hausse que le crédit au secteur non bancaire. Les banques de la zone euro expliquent un peu moins de la moitié de cette hausse et les banques situées au Royaume-Uni, 35 %. L'essor de \$153 milliards des prêts à l'Allemagne a constitué le moteur de l'augmentation globale des créances transfrontières sur la zone euro. La France a également enregistré une augmentation significative (\$124 milliards) des créances transfrontières sur ses résidents. En Espagne, en Italie et en Irlande, en revanche, les prêts sont demeurés quasi inchangés.

Les prêts bancaires transfrontières aux emprunteurs des pays européens hors zone euro ont également augmenté (graphique 4, cadre de droite). Les créances

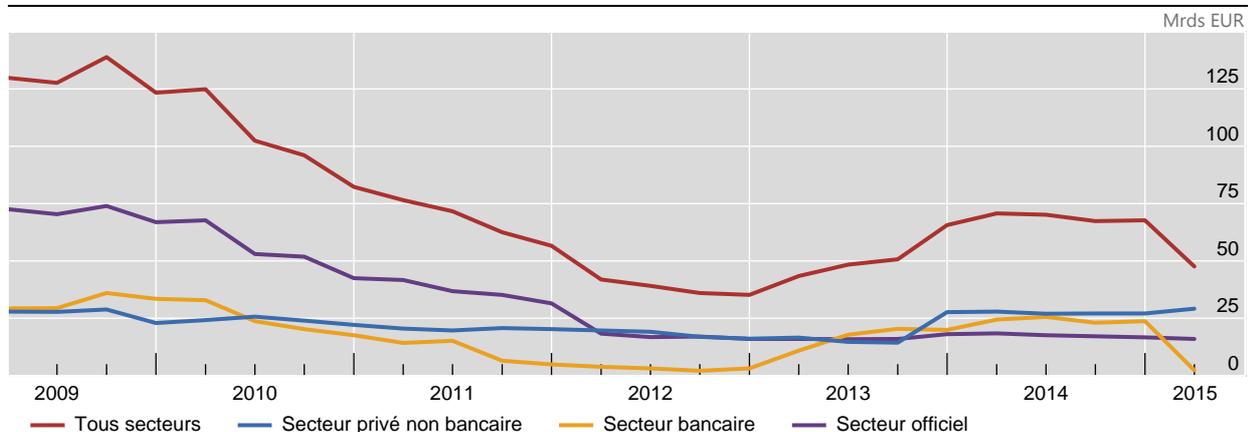
transfrontières sur la Suisse ont ainsi enregistré une hausse de \$60 milliards entre fin décembre 2014 et fin mars 2015 sur une base corrigée des effets de change, l'activité interbancaire en expliquant environ 83 %. Sur la même période, les engagements transfrontières des banques déclarantes envers la Suisse ont reculé de \$24 milliards, d'où une progression de plus de \$86 milliards de leurs créances nettes sur la Suisse. Les créances sur le Danemark et la Suède ont affiché des hausses similaires : les premières ont augmenté de \$27 milliards et les secondes de \$13 milliards. Dans les deux cas, deux tiers environ de la hausse s'expliquent par les créances transfrontières sur le secteur bancaire.

La Grèce faisait figure d'exception dans une Europe caractérisée par une augmentation globale des prêts. Les LBS montrent que les créances transfrontières des banques d'envergure internationale sur la Grèce ont reculé de \$22 milliards au premier trimestre 2015. En conséquence, le taux annuel de contraction a atteint 28 % fin mars 2015. Les statistiques bancaires consolidées (*consolidated banking statistics – CBS*)<sup>6</sup> sur la base de la contrepartie directe corroborent ce résultat : elles révèlent un repli de \$31 milliards (€26 milliards) des prêts internationaux aux résidents grecs<sup>7</sup> au premier trimestre 2015 (graphique 6).

L'essentiel de ce repli est attribuable à une baisse de \$26 milliards (soit €21 milliards) des prêts aux banques grecques. L'encours des créances internationales consolidées sur les banques grecques (sur la base de la contrepartie directe) s'élevait à \$2,5 milliards (€2,3 milliards) fin mars 2015. Les créances internationales sur le secteur officiel grec s'élevaient à \$17 milliards (€16 milliards) fin mars 2015, contre \$25 milliards un an auparavant.

Créances bancaires internationales sur la Grèce, par secteur

Graphique 6



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

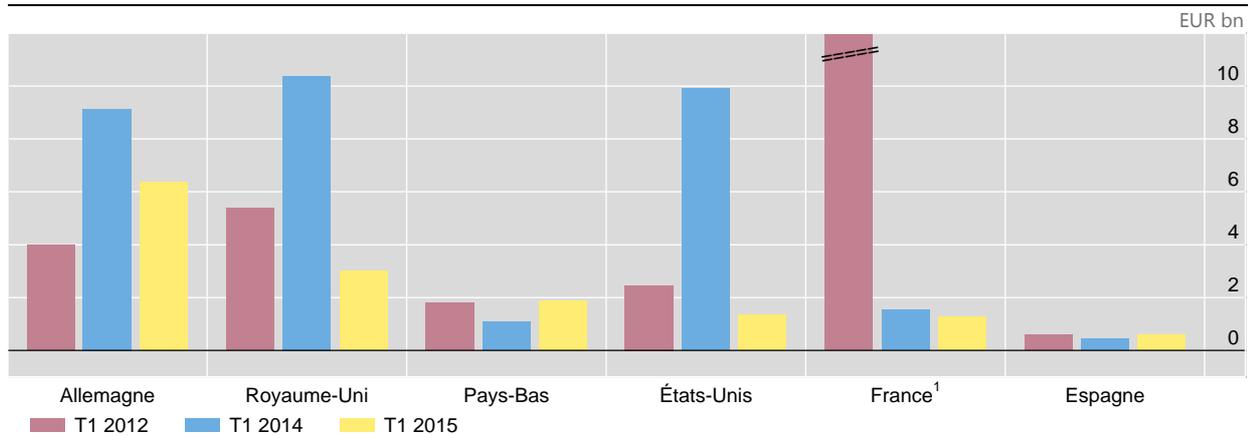
<sup>6</sup> Les CBS classent les expositions en fonction de la nationalité de la banque (le pays du siège de la société mère), et non en fonction du pays de résidence (lieu d'implantation) de l'établissement où elles sont comptabilisées. Les banques consolident leurs positions intragroupes et déclarent uniquement leurs créances sur les emprunteurs extérieurs au groupe sans fournir de ventilation par monnaie. Les variations ne sont donc pas corrigées des effets de change. Les créances sont déclarées sur la base de la contrepartie directe (selon le pays de résidence de l'entité emprunteuse) et sur la base du risque ultime (pays du siège du débiteur ultime, compte tenu des garanties et autres transferts de risque).

<sup>7</sup> Ces calculs tiennent compte de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar en supposant que toutes les créances sont libellées en euro.

## Créances étrangères sur la Grèce, par nationalité des banques déclarantes

À fin mars 2015

Graphique 7



<sup>1</sup> Créances étrangères au premier trimestre 2012 : €26 milliards.

Source : statistiques bancaires consolidées BRI (sur la base du risque ultime).

La baisse des prêts internationaux à la Grèce en 2014 et 2015 s'est produite après deux années marquées par le retour prudent des banques étrangères sur le marché grec (graphique 6). L'augmentation des prêts à la Grèce entre 2012 et 2014 était principalement le fait des banques allemandes, britanniques et américaines. Les banques françaises ont, elles, nettement réduit leurs expositions sur la même période. En mars 2015, tous les grands systèmes bancaires, hormis celui de l'Allemagne, enregistraient des créances sur la Grèce inférieures à leurs niveaux de mars 2012.

Par conséquent, à fin mars 2015, les banques allemandes constituaient le principal créancier étranger de la Grèce (graphique 7), avec un encours de créances étrangères sur la base du risque ultime de €7 milliards, dont deux tiers sur le secteur privé non bancaire. Quant aux banques britanniques, elles ont déclaré environ €3 milliards de créances étrangères, contre €2 milliards, voire moins, pour les banques néerlandaises, américaines, françaises, italiennes et espagnoles. La majorité de ces créances étrangères sur la Grèce étaient des prêts transfrontières dans le cas des banques allemandes, néerlandaises, américaines et françaises, et des prêts locaux dans celui des banques italiennes et espagnoles.

### Crédit bancaire aux EME

Les indicateurs de liquidité mondiale révèlent que les taux de croissance du crédit local et du crédit transfrontière au secteur non bancaire dans l'Asie-Pacifique émergente et en Amérique latine ont continué de converger au premier trimestre 2015 (graphique 5, cadres inférieurs).

Dans l'Asie-Pacifique émergente, le taux de croissance du crédit transfrontière au secteur non bancaire, en baisse depuis son pic à 25 % au dernier trimestre 2013, est tombé à 13 % fin mars 2015. Il restait cependant légèrement supérieur au taux de croissance du crédit local, qui s'établissait à 11 %. Comparé à l'encours du crédit local, l'encours du crédit transfrontière est toutefois demeuré relativement faible en Asie-Pacifique par rapport aux autres régions, comme l'Amérique latine et, surtout, l'Europe émergente.

En Amérique latine, le crédit transfrontière au secteur non bancaire s'est inscrit une nouvelle fois en hausse au premier trimestre 2015, portant sa croissance annuelle à 7 %. Cette progression reste toutefois inférieure à celle du crédit local qui se maintient autour des 12 %.

Quant au crédit local au secteur non bancaire dans l'Europe émergente<sup>8</sup>, il a stagné au premier trimestre 2015, tandis que le crédit transfrontière reculait de 10 %.

Les LBS montrent qu'entre fin décembre 2014 et fin mars 2015, les prêts bancaires transfrontières à tous les secteurs (bancaire et non bancaire) dans les EME ont diminué pour le deuxième trimestre consécutif, après deux années de croissance soutenue. Les créances transfrontières sur les EME se sont contractées de \$52 milliards, après correction des effets de change, au premier trimestre 2015, ramenant le taux de croissance annuel en dessous de 1 %.

Poursuivant la tendance observée ces dernières années, les créances sur la Chine ont été déterminantes dans l'évolution globale des prêts transfrontières accordés aux EME en général, et à l'Asie émergente en particulier. Au premier trimestre 2015, les prêts transfrontières à l'Asie émergente ont chuté de \$53 milliards, d'où une croissance annuelle proche de zéro après plusieurs années de forte progression. Ce repli s'explique pour l'essentiel par une baisse de \$56 milliards des créances transfrontières sur la Chine, qui s'est traduite par une progression nulle, en glissement annuel, des créances sur ce pays (graphique 8, cadre de gauche). La récente baisse des prêts à la Chine, entraînée par un recul de \$64 milliards des créances transfrontières sur les banques, a fait passer l'encours des créances sur le pays à \$963 milliards à fin mars 2015. L'encadré, en fin de chapitre, analyse de façon plus détaillée l'évolution des flux bancaires en dollar et en renminbi depuis et vers la Chine dans les premiers mois de 2015.

Les prêts transfrontières accordés à d'autres économies de l'Asie émergente ont, eux, progressé au premier trimestre 2015. Ainsi, les prêts transfrontières à l'Inde et à la Corée ont respectivement augmenté de \$8 milliards et de \$3 milliards, pour un taux de croissance annuel de respectivement 4 % et 1 %. Dans le cas de l'Indonésie, ils ont diminué au premier trimestre, mais ont conservé un fort taux de croissance annuel, à 15 %.

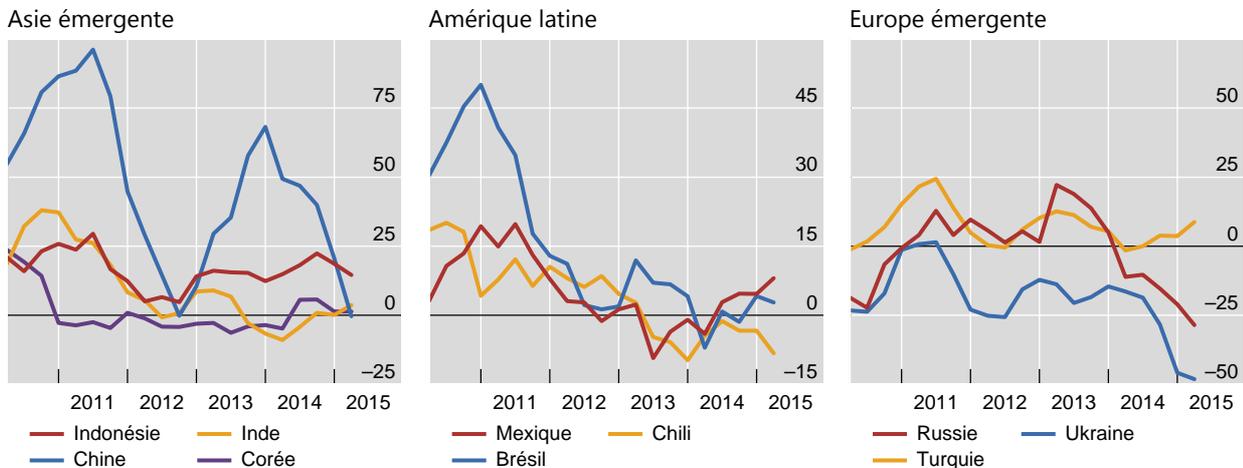
Les créances transfrontières sur l'Amérique latine et les Caraïbes ont progressé de \$2,1 milliards au premier trimestre 2015, ce qui s'explique principalement par une progression de \$1,3 milliard des prêts au Brésil (graphique 8, cadre du milieu). S'agissant du Mexique, elles sont restées quasi inchangées durant le premier trimestre 2015, tout en progressant néanmoins de 8 % en glissement annuel. Les prêts au Chili ont, eux, continué de baisser.

<sup>8</sup> Dans les indicateurs de liquidité mondiale, l'« Europe émergente » comprend l'Ukraine mais pas la Russie, alors que, dans les LBS, la Russie est incluse. La suite du présent chapitre apporte des précisions sur les positions transfrontières vis-à-vis de l'Europe émergente, y compris la Russie, en s'appuyant sur les LBS.

## Créances transfrontières sur certaines EME

Variation annuelle, en %<sup>1</sup>

Graphique 8



<sup>1</sup> Somme, sur quatre trimestres, des variations corrigées des effets de change et des ruptures de série, divisée par l'encours en fin d'année précédente.

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

Les prêts à l'Europe émergente ont poursuivi leur recul au premier trimestre 2015, bien que plus lentement qu'au trimestre précédent. Les créances transfrontières sur la Russie ont baissé de \$14 milliards au premier trimestre 2015 après un repli de \$19 milliards au dernier trimestre 2014. Le rythme annuel de contraction de ces créances s'est donc accéléré, atteignant 29 % (graphique 8, cadre de droite). Dans le cas de l'Ukraine, les prêts transfrontières ont reculé de \$1 milliard au premier trimestre 2015, soit un rythme de contraction de 48 % par an, fin mars 2015. À l'inverse, les prêts transfrontières à la Turquie ont progressé de \$4 milliards, portant le taux annuel de croissance à 9 %. Durant la même période, les créances transfrontières sur la Hongrie et la République tchèque ont légèrement progressé.

## Titres de dette internationaux

Les statistiques sur les TDI montrent que les émissions sur les marchés des TDI ont atteint \$225 milliards au premier trimestre 2015 et \$219 milliards au deuxième (graphique 9), soit une progression, pour le premier semestre 2015, de respectivement 26 % et 49 % par rapport aux premier et second semestre 2014. Totalisant \$247 milliards, les émissions nettes cumulées dans les économies avancées au deuxième trimestre étaient bien plus élevées que les années précédentes (graphique 9, cadre inférieur gauche), tandis qu'elles s'inscrivaient en baisse dans les EME, avec \$137 milliards (graphique 9, cadre inférieur droit). Les places franches et les organisations internationales ont émis le reste des titres.

Le secteur non financier a été particulièrement dynamique, plaçant 64 % (\$285 milliards) du total des émissions au premier semestre 2015<sup>9</sup>. Les émetteurs des économies avancées ont été les plus actifs : ainsi, aux États-Unis, le secteur non financier a émis \$93 milliards de titres de dette internationaux au premier semestre 2015, contre \$124 milliards sur l'ensemble de l'année 2014 et \$71 milliards en 2013. Par comparaison, dans les EME, les émissions du secteur non financier n'atteignaient que \$75 milliards au premier semestre 2015, contre \$161 milliards pour l'année 2014 et \$189 milliards pour 2013. Au premier semestre 2015, les émissions nettes du secteur non financier ont progressé au Chili, stagné en Chine et régressé au Brésil et en Corée.

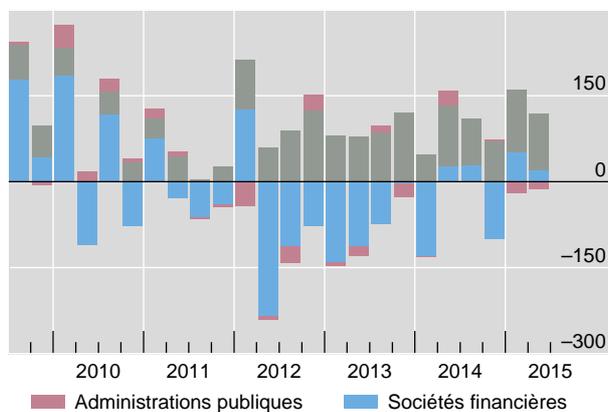
## Titres de dette internationaux<sup>1</sup>

En milliards de dollars

Graphique 9

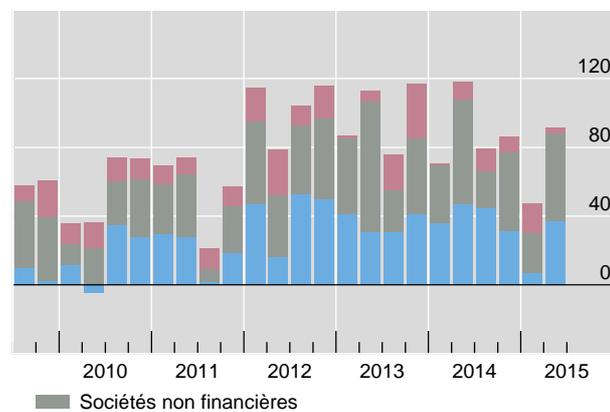
### Économies avancées<sup>2</sup>

#### Émissions nettes

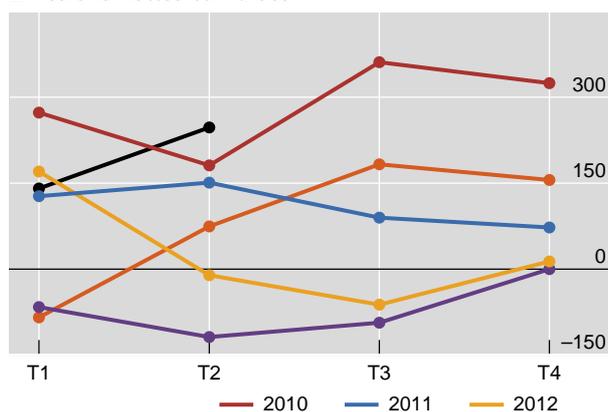


### Économies émergentes<sup>2,3</sup>

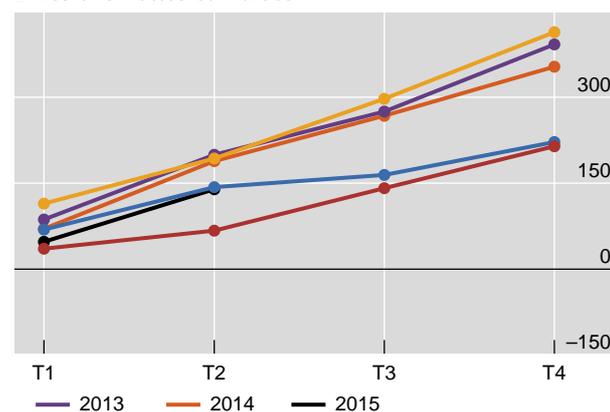
#### Émissions nettes



### Émissions nettes cumulées<sup>4</sup>



### Émissions nettes cumulées<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Ensemble des émetteurs, toutes échéances confondues, par nationalité de l'émetteur. <sup>2</sup> La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*. Secteur de la société mère de l'émetteur. Pour des précisions sur la classification, voir « Guide abrégé des statistiques BRI », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015. <sup>3</sup> Y compris Hong Kong RAS et Singapour. <sup>4</sup> Émissions nettes cumulées sur un trimestre.

Source : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; et calculs BRI.

<sup>9</sup> Les données sectorielles citées ici et présentées dans le graphique 9 diffèrent légèrement de celles figurant dans le tableau 12 du *Bulletin statistique BRI*. Cela tient à l'utilisation de définitions différentes : dans le graphique 9, le secteur est celui de l'émetteur ultime (la société mère), alors qu'au tableau 12, il s'agit de celui de l'émetteur direct (filiale financière d'une société non financière, par exemple).

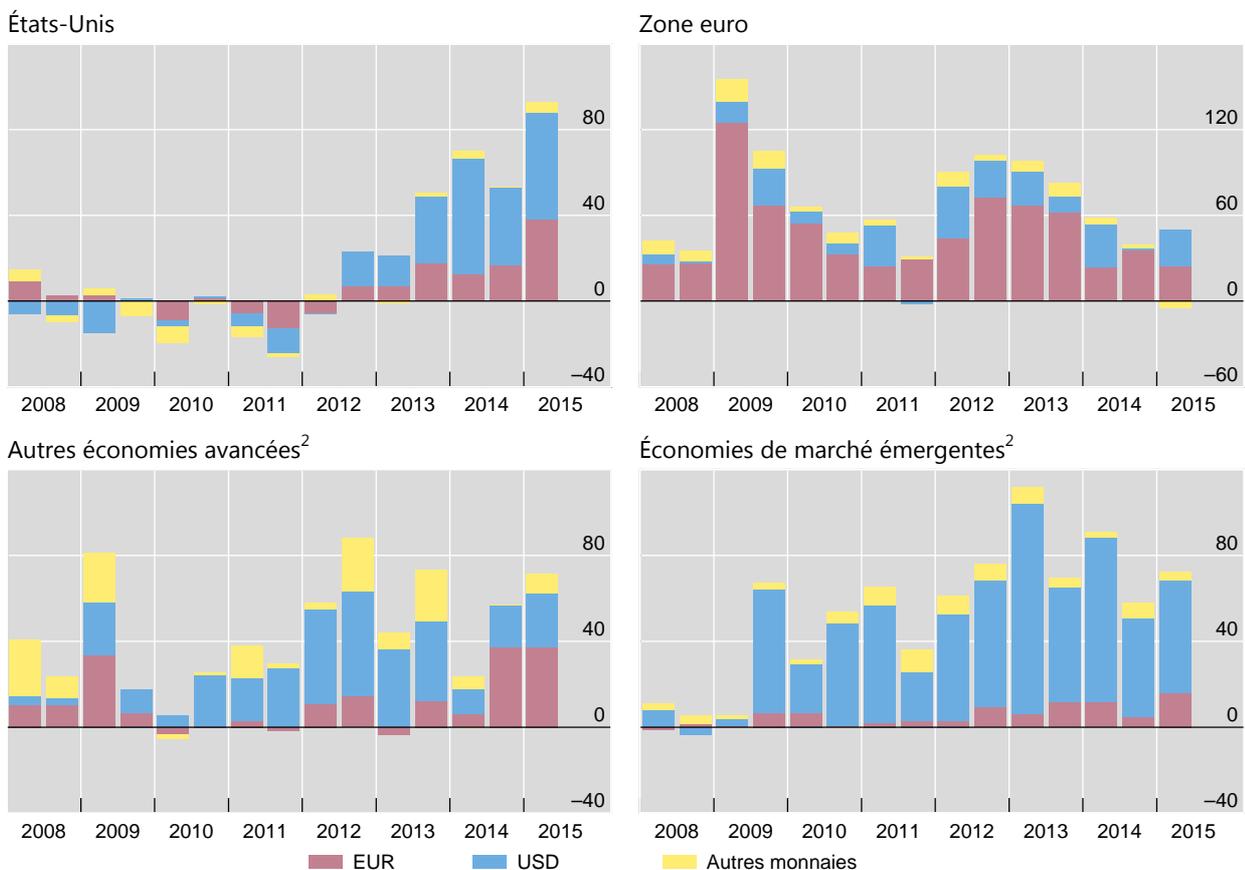
L'euro a gagné du terrain comme monnaie de libellé des émissions obligataires. Au premier semestre 2015, les émissions nettes ont atteint \$78 milliards pour les obligations à moyen et long terme libellées en euro, et \$41 milliards pour les instruments du marché monétaire. À titre de comparaison, en 2014, un montant net de \$27,5 milliards d'obligations avait été racheté, et les émissions nettes de titres du marché monétaire avaient totalisé \$9 milliards. Les emprunteurs des économies avancées hors de la zone euro ont été particulièrement actifs sur les marchés en euro (graphique 10, cadres de gauche). Les sociétés non financières sises aux États-Unis ont émis, en termes nets, \$24 milliards de titres de dette en euro au premier trimestre 2015 et \$14 milliards au second, contre seulement \$29 milliards pour l'ensemble de l'année 2014. Il s'agissait en partie d'émissions opportunistes, destinées à profiter des conditions régnant sur le marché européen. Les émetteurs des EME ont, eux, continué de privilégier le dollar. Cela étant, leurs émissions en euro ont également augmenté, passant à \$16 milliards au premier semestre 2015, contre le même montant pour l'ensemble de l'année 2014 (graphique 10, cadre inférieur droit)

Alors que les taux à long terme demeuraient faibles et que se profilait un durcissement de la politique monétaire, les émetteurs internationaux se sont tournés, en 2015, vers des échéances plus longues (graphique 11). Dans les

## Titres de dette internationaux<sup>1</sup>

Émissions nettes, par semestre, en milliards de dollars

Graphique 10



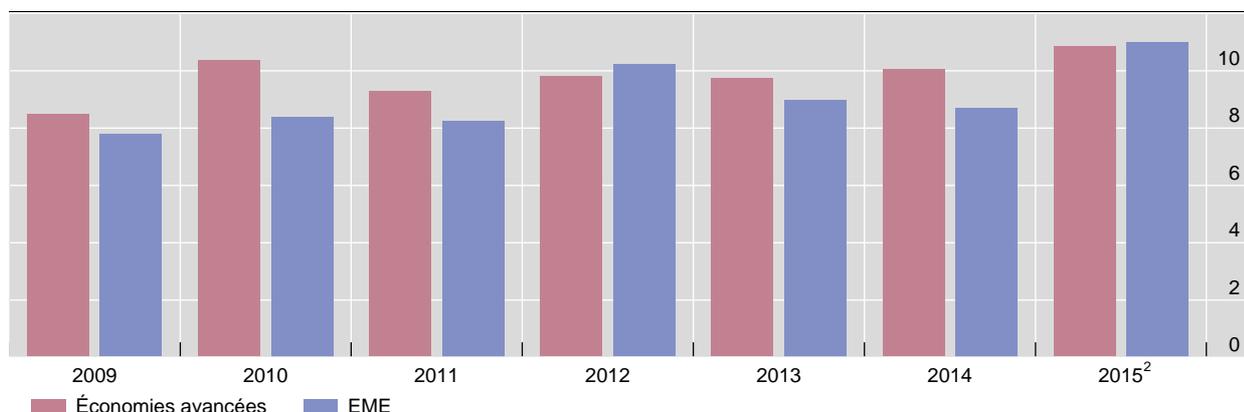
<sup>1</sup> Par nationalité de l'émetteur (siège des sociétés non financières). <sup>2</sup> La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*.

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

## Durée moyenne pondérée des nouveaux titres placés sur les marchés internationaux<sup>1</sup>

En années

Graphique 11



<sup>1</sup> Par nationalité de l'émetteur (siège des sociétés non financières). <sup>2</sup> Titres placés entre janvier et juin 2015.

Source : Dealogic.

économies avancées, la durée moyenne pondérée des nouvelles émissions, qui était de 10 ans fin 2014, s'est allongée pour approcher les 11 ans à la mi-2015. Les durées se sont également allongées pour les émetteurs des EME, passant de 8,7 ans en 2014 à 11,0 ans à la fin du premier semestre 2015, tandis que le rythme des émissions ralentissait.

## Indicateurs d'alerte précoce

Les indicateurs avancés de tensions au sein du système bancaire ont mis en évidence des risques découlant de la forte croissance du crédit (tableau 1). L'écart du ratio crédit/PIB – déviation du crédit au secteur privé par rapport à sa tendance à long terme – était nettement supérieur à 10 % au Brésil et en Chine. Il l'était aussi pour de nombreux pays qui ne figurent pas explicitement dans le tableau 1, comme l'Indonésie, Singapour et la Thaïlande (ces pays sont inclus dans la catégorie « Asie » à la première ligne du tableau). Par le passé, le franchissement de ce seuil s'est accompagné, dans deux tiers des cas, de graves tensions bancaires dans les trois années suivantes<sup>10</sup>.

Les estimations du ratio du service de la dette ont, elles aussi, mis en évidence la persistance de certains risques<sup>11</sup>. En effet, malgré une rapide expansion du crédit, la faiblesse des taux d'intérêt a maintenu le RSD autour de son niveau à long terme dans la plupart des pays, quoiqu'avec des exceptions notables : au Brésil, en Chine et en Turquie, par exemple, les ménages et les entreprises consacrent une part nettement plus importante de leurs revenus au service de leur dette que par le

<sup>10</sup> M. Drehmann, C. Borio et K. Tsatsaronis, « Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 4, décembre 2011.

<sup>11</sup> M. Drehmann, A. Illes, M. Juselius et M. Santos, « How much income is used for debt payments? A new database for debt service ratios ». *Rapport Trimestriel BRI*, septembre 2015.

Les indicateurs avancés de crise bancaire intérieure passent à l'orange<sup>1</sup>

Tableau 1

	Écart du ratio crédit/PIB <sup>2</sup>	Écart des prix de l'immobilier <sup>3</sup>	RSD <sup>4</sup>	RSD en cas de hausse des taux d'intérêt de 250 pb <sup>4,5</sup>
Afrique du Sud	-2,1	-6,2	-0,9	0,4
Allemagne	-5,9	9,7	-1,8	0,1
Asie <sup>6</sup>	18,3	10,4	2,0	4,3
Australie	1,6	1,5	0,7	4,5
Brésil	15,7	-5,2	4,6	6,3
Canada	6,5	6,3	1,7	5,5
Chine	25,4	-6,3	5,8	9,1
Corée	3,4	4,2	0,1	3,8
Espagne	-39,1	-26,6	-2,2	0,8
États-Unis	-12,5	0,9	-1,8	0,7
Europe centrale et orientale <sup>7</sup>	-11,2	7,1	1,2	2,7
France	5,7	-11,7	1,4	4,5
Grèce	-7,4	4,6		
Inde	-3,4		2,1	3,2
Italie	-9,8	-17,2	0,8	3,0
Japon	5,2	13,3	-2,2	0,6
Mexique	6,0	-4,0	0,3	0,9
Pays nordiques <sup>8</sup>	1,5	2,6	1,7	5,9
Pays-Bas	-14,7	-19,2	1,6	6,5
Portugal	-29,7	7,6	-0,5	2,9
Royaume-Uni	-29,0	-3,1	-1,7	1,2
Suisse	9,3	11,6	0,4	3,6
Turquie	16,6		4,1	5,7
<b>Légende</b>	<b>Écart crédit/PIB &gt; 10</b>	<b>Écart immob. &gt; 10</b>	<b>RSD &gt; 6</b>	<b>RSD &gt; 6</b>
	<b>2 ≤ écart crédit/PIB ≤ 10</b>		<b>4 ≤ RSD ≤ 6</b>	<b>4 ≤ RSD ≤ 6</b>

<sup>1</sup> Les seuils des cellules rouges sont fixés de façon à minimiser les fausses alertes, à condition de prendre en compte au moins 2/3 des crises sur un horizon cumulé de 3 ans. Un signal est correct si une crise éclate dans un délai de 3 ans. Le bruit est mesuré par les prévisions erronées hors de cet horizon. Pour l'écart du ratio crédit/PIB, les cellules beiges se fondent sur les lignes directrices de Bâle III concernant le volant de fonds propres contracyclique. Pour le RSD, elles représentent le seuil critique pour un horizon de prévision de 2 ans. Pour le calcul des seuils critiques de l'écart du ratio crédit/PIB et de l'écart des prix de l'immobilier, voir M. Drehmann, C. Borio et K. Tsatsaronis, « Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 4, 2011, pp. 189–240. Pour le RSD, voir M. Drehmann et M. Juselius, « Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 21–34. Régions : moyenne arithmétique des pays. <sup>2</sup> Différence entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme en temps réel, calculée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott unilatéral utilisant un paramètre de lissage de 400 000, en pts de %. <sup>3</sup> Différence entre les prix réels de l'immobilier résidentiel et leur tendance à long terme, calculée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott unilatéral utilisant un paramètre de lissage de 400 000, en %. <sup>4</sup> Pour consulter les statistiques sur le RSD et connaître la méthodologie employée, voir [www.bis.org/statistics/dsr.htm](http://www.bis.org/statistics/dsr.htm). Différence entre le RSD et la moyenne à long terme du pays/groupe considéré, à partir de 1999 ou plus tard, en fonction des données disponibles et du moment où l'inflation moyenne sur 5 ans est revenue au-dessous de 10 %, en points de pourcentage. <sup>5</sup> Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt augmentent de 2,5 pts de % et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. <sup>6</sup> Hong Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande ; RSD et prévision de RSD : hors Philippines et Singapour. <sup>7</sup> Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie et République tchèque ; écart des prix de l'immobilier : hors République tchèque et Roumanie ; RSD et prévision de RSD : hors Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie. <sup>8</sup> Finlande, Norvège et Suède.

Sources : données nationales ; BRI ; et calculs BRI.

passé. Toutefois, de façon plus générale, une hausse des taux d'intérêt conduirait à une augmentation du RSD dans un certain nombre d'EME, en particulier en Asie (tableau 1, dernière colonne). Il convient par ailleurs de signaler que les conséquences d'un choc de taux d'intérêt sur le RSD, indiquées dans la quatrième colonne du tableau, constituent des estimations statiques. Celles-ci supposent que les variations des taux d'intérêt se répercutent immédiatement sur le RSD, et elles ne prennent pas en compte les réactions possibles des emprunteurs et des prêteurs aux variations des taux d'intérêt (modification des échéances, remboursement par anticipation, ou autres mesures).

## Les capitaux sortis de Chine au premier trimestre 2015 sont passés par les banques déclarantes BRI

*Robert N. McCauley*

Les sorties de capitaux qu'a connues la Chine ont fait couler beaucoup d'encre, la plupart des analyses s'étant concentrées sur la baisse apparente des réserves de change officielles. Toutefois, la mesure des sorties de capitaux par la variation des réserves de change ne tient pas compte de l'influence de l'évolution du cours dollar/euro sur les valorisations. Par ailleurs, les réserves officielles peuvent servir à financer des investissements en dollars, par exemple, dans de nouvelles banques multilatérales de développement<sup>①</sup>.

Les statistiques bancaires territoriales de la BRI font apparaître des sorties nettes de \$109 milliards au premier trimestre 2015, de banques situées en Chine vers des banques hors Chine. Ces sorties ont exercé une pression baissière sur le renminbi et, compte tenu de la gestion stricte du taux de change, sur les réserves officielles également. Le présent encadré montre comment le moindre attrait des positions longues en renminbis a engendré les sorties nettes de capitaux du premier trimestre, en devises comme en renminbis. Ces résultats donnent un aperçu de l'évolution possible au troisième trimestre, compte tenu de la nouvelle politique de change de la Chine.

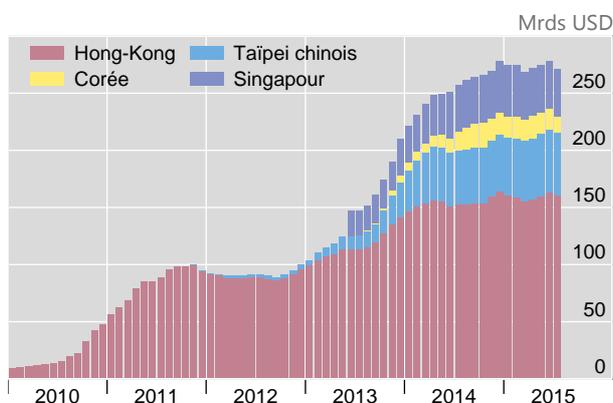
Au premier trimestre, les incitations à détenir des positions longues en renminbis et courtes en dollars ont diminué. Tout d'abord, les autorités chinoises ont poursuivi le cycle d'assouplissement engagé en novembre en abaissant les taux administrés sur les dépôts. Ensuite, elles ont laissé le renminbi se déprécier face au dollar, dont le taux est ainsi passé, mi-mars, de moins de 6,2 renminbis pour un dollar, à plus de 6,25. En conséquence, la volatilité implicite dans les options de change s'est accrue. En bref, l'écart de taux d'intérêt s'est resserré et le coût de l'assurance contre de nouvelles dépréciations a augmenté, ce qui a réduit l'attrait des positions longues en renminbis.

Pour illustrer ce propos, prenons une multinationale chinoise type, dont le bilan se répartirait entre la Chine et d'autres pays<sup>②</sup>. Dans le cadre de son activité en Chine, l'entreprise emprunte et effectue des dépôts, en renminbis et en devises. Sur le territoire chinois, sa dette libellée en devises excède ses dépôts en devises. À l'étranger, sa dette en devises est également supérieure à ses dépôts en devises, mais ses dépôts en renminbis sont supérieurs à ses emprunts dans cette monnaie.

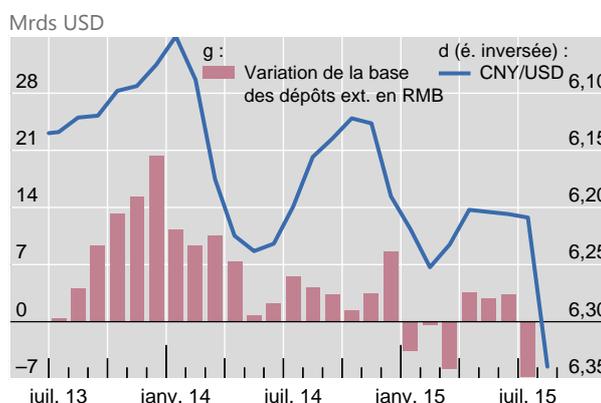
Du fait du moindre attrait des positions longues, si cette multinationale souhaitait réduire sa position longue en renminbis et courte en devises, comment s'y prendrait-elle ? L'entreprise devrait alors réduire ses engagements nets en devises tout en réduisant ses dépôts en renminbis. Elle pourrait, d'une part, ajuster sa position en Chine. Selon la Banque populaire de Chine (BPC), les dépôts en devises dans les banques en Chine ont progressé de \$83 milliards au premier trimestre, tandis que l'augmentation de leurs prêts en devises a ralenti, pour s'établir à \$34 milliards seulement<sup>③</sup>. Notre multinationale a ainsi pu réduire son endettement net en devises en augmentant ses dépôts en devises en Chine. En conséquence, les banques en Chine ont enregistré des entrées nettes de devises de \$49 milliards. Si ces banques plaçaient, à leur tour, leurs excès de fonds en devises dans des banques du reste du monde, les banques déclarantes BRI connaîtraient une hausse correspondante des engagements envers les banques en Chine. De fait, les banques déclarantes BRI ont accru leurs engagements vis-à-vis des banques de Chine de \$46 milliards au premier trimestre.

L'entreprise pourrait, d'autre part, ajuster sa position à l'étranger. Par exemple, notre trésorier pourrait réduire ses dépôts bancaires en renminbis à l'étranger. De fait, le total des dépôts en renminbis dans les banques de Hong Kong RAS, du Taïpei chinois, de Singapour et de Corée a chuté de \$10 milliards au premier trimestre 2015 (graphique A). Ou encore, le trésorier pourrait liquider des obligations structurées liées au taux renminbi/dollar, qui requièrent que sa contrepartie bancaire détienne des renminbis pour se couvrir contre les fluctuations de la valeur de la monnaie de libellé des obligations. Une telle opération n'apparaîtrait pas dans les données relatives aux dépôts d'agents non bancaires. Toutefois, la Banque populaire de Chine déclare désormais le montant total des dépôts en renminbis effectués par le reste du monde dans des banques en Chine<sup>④</sup>. Selon la BPC, ces dépôts ont diminué de \$57 milliards, ce qui refléterait à la fois la baisse de \$10 milliards des dépôts en renminbis et la moindre demande des banques pour le renminbi, que celle-ci soit due aux opérations de leurs clients ou à leurs propres positions. Quelle que soit leur origine, ces sorties de fonds en renminbis d'une valeur de \$57 milliards représentent l'essentiel de la baisse de \$63 milliards des créances sur les banques en Chine, enregistrée par les banques déclarantes BRI.

Les dépôts extraterritoriaux en renminbis se sont accrus et étendus



Les dépôts extraterritoriaux en renminbis réagissent au cours CNY/USD



Pour Singapour, les données mensuelles sont déduites par maillage des données trimestrielles.

Sources : Banque populaire de Chine ; Autorité monétaire de Hong-Kong ; Banque de Corée ; Autorité monétaire de Singapour ; Bloomberg ; et CEIC.

Ainsi, en augmentant ses dépôts en devises en Chine (\$49 milliards) et en réduisant ses positions longues en renminbis hors de Chine (\$57 milliards), notre multinationale procéderait à des transactions qui se traduiraient par des sorties nettes de capitaux de près de \$109 milliards à partir de banques situées en Chine. Le fait qu'une grande partie des sorties soit libellée en renminbis montre que l'utilisation internationale du renminbi progresse, mais aussi qu'elle dépend d'écarts de rendement et d'anticipations de change favorables.

Naturellement, la réalité est plus complexe que dans cet exemple, où un acteur unique ajuste sa position renminbi/dollar des deux côtés de la frontière. En Chine, le secteur non bancaire a, en réalité, emprunté \$7 milliards supplémentaires auprès de banques déclarantes BRI au premier trimestre. Ce chiffre étant comptabilisé comme une entrée de capitaux, les sorties nettes de capitaux provenant d'agents bancaires et non bancaires en Chine s'établissent à \$102 milliards pour le premier trimestre 2015. Par ailleurs, d'autres entités, telles que des petites et moyennes entreprises de Hong Kong RAS et du Taïpei chinois, détenaient également des positions longues en renminbis et courtes en dollars, qu'elles pourraient avoir dénouées, elles aussi, au premier trimestre 2015©.

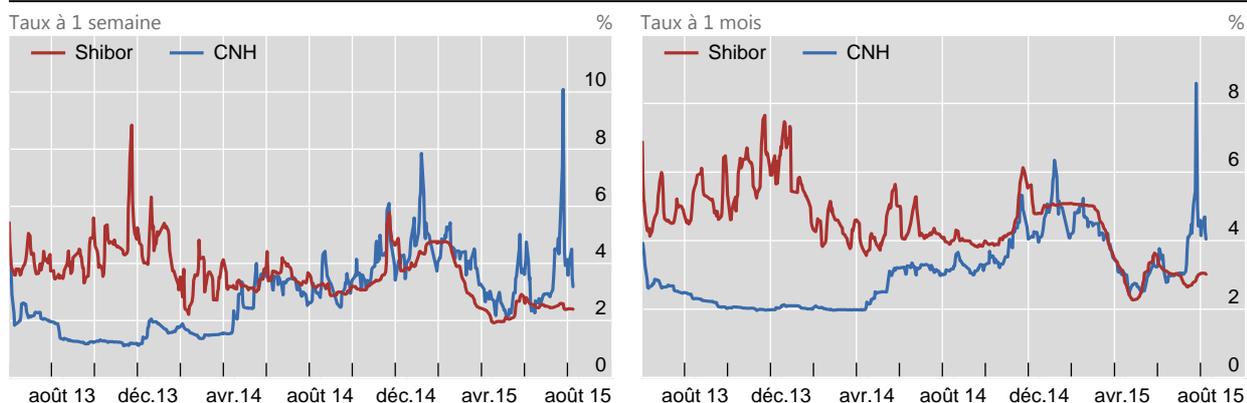
Les données du deuxième trimestre suggèrent une inversion partielle de ces variations dans un contexte de stabilité du cours renminbi/dollar. En Chine, les engagements nets en devises ont augmenté de \$19 milliards. Les données de la BPC font état d'une progression de \$15 milliards des dépôts en renminbis en Chine, en provenance du reste du monde. Ce chiffre s'expliquerait en partie par la progression de \$10 milliards des dépôts extraterritoriaux au deuxième trimestre (graphique A, cadre de droite).

Au troisième trimestre, l'attrait des positions longues en renminbis et courtes en dollars a diminué à nouveau. Une nouvelle baisse des taux a réduit un peu plus l'écart de rendement vis-à-vis du dollar et les réformes intervenues ont encore renforcé sa volatilité. Le rapport rendement/risque s'est donc dégradé, réduisant ainsi l'attrait des positions longues en renminbis et courtes en dollars.

De fait, les rendements sont un indicateur précoce des liquidations de dépôts extraterritoriaux en renminbis (graphique B). Le 25 août, au plus fort des récentes turbulences sur les marchés des actions et des changes (« Les vulnérabilités des économies de marché émergentes au cœur des préoccupations », Rapport trimestriel BRI, septembre 2015), les taux d'intérêt interbancaires du renminbi offshore (CNH) à Hong Kong ont atteint des niveaux sans précédent : 10,1 % à une semaine, et 6,6 % à un mois, confirmant le mouvement de vente de renminbis. Les données d'août sur les dépôts et prêts en devises des banques chinoises et sur les dépôts extraterritoriaux offriront un premier aperçu de la réaction à l'altération du profil risque/rendement des positions longues en renminbis.

## Rendements sur les marchés onshore et offshore du renminbi

Graphique B



Source : Bloomberg.

① H. Zhu, « China: the myth of capital outflows », JPMorgan Chase, *Asia-Pacific Economic Research*, 28 juillet 2015, estime à \$15 milliards la baisse corrigée des réserves chinoises sur la période juin 2014–juin 2015. ② V. Bruno et H. S. Shin, « Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis », *BIS Working Papers*, n° 510, août 2015. ③ BPC, « Financial statistics, Q1 2015 ». ④ Placements auprès de la BPC par des banques de compensation habilitées ou par des banques à l'étranger auprès de banques en Chine. Voir W. Nixon, E. Hatzi et M. Wright, « The offshore renminbi market and renminbi internationalization », in L. Song, R. Garnaut, C. Fang et L. Johnston (éds), *China's domestic transformation in a global context*, ANU Press, 2015, p. 276, pour une liste des banques de compensation. ⑤ W. Gu et A. Trivedi, « Yuan's devaluation brings losses for some », *The Wall Street Journal*, 18 août 2015.