

Principales tendances des flux financiers mondiaux¹

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 données pour élaborer des indicateurs de l'état de la liquidité mondiale ainsi que des indicateurs avancés des risques de crise financière. Ce chapitre analyse les tendances récentes de ces indicateurs et les dernières données disponibles pour le marché bancaire international, à savoir celles de fin septembre 2015, et, pour le marché international des titres de créance, celles de fin décembre 2015.

En bref

- Les financements internationaux, tels que mesurés par les indicateurs BRI de la liquidité mondiale, se sont ralentis au second semestre 2015. Le crédit bancaire international au niveau mondial a diminué au troisième trimestre par rapport à l'année précédente. L'encours des titres de créance internationaux a augmenté au cours des douze mois se terminant en décembre 2015, mais moins rapidement que ces dernières années.
- Les prêts en dollar aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis se sont établis à \$9 800 milliards en septembre 2015, niveau pratiquement inchangé par rapport à celui de juin. Les emprunts en dollar du secteur non bancaire des économies de marché émergentes (EME) sont également demeurés stables par rapport à juin, à \$3 300 milliards. C'était la première fois depuis 2009 qu'ils n'augmentaient pas.
- L'encours des créances transfrontières a diminué pour le deuxième trimestre consécutif, principalement du fait d'une baisse des créances sur les grandes EME. La contraction d'ensemble de \$157 milliards enregistrée entre fin juin et fin septembre 2015 était inférieure à celle du trimestre précédent, et l'encours des créances s'est établi à \$27 000 milliards. Les créances transfrontières des banques sur les EME ont reculé de \$141 milliards au troisième trimestre, soit de 6 % en rythme annuel. Ce recul s'explique essentiellement par les créances sur l'Asie émergente – Chine en particulier –, tandis que celles sur les autres EME sont restées relativement stables.
- L'encours total des titres de créance internationaux a fléchi de 0,2 % au quatrième trimestre 2015, les remboursements ayant dépassé de \$47 milliards les nouvelles émissions.
- Cette contraction a été principalement due à la faiblesse des émissions des sociétés financières dans les économies avancées. Les émissions nettes des EME, pour leur part, sont demeurées relativement inchangées.

¹ Cet article a été rédigé par Ben Cohen (ben.cohen@bis.org), Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org) et Gianpaolo Parise (gianpaolo.parise@bis.org). Bat-el Berger, Kristina Bektyakova et Anamaria Illes ont apporté leur soutien pour le travail statistique.

- L'euro en tant que monnaie de libellé a gagné en popularité parmi les émetteurs non financiers ayant leur siège aux États-Unis : les émissions nettes en euro ont représenté 48 % du total des emprunts américains au quatrième trimestre 2015.

Ralentissement du crédit mondial

Les agrégats de crédit international se sont ralentis au troisième trimestre 2015. Le total des prêts bancaires internationaux² s'est contracté de 0,8 % par rapport à l'année précédente (graphique 1, cadre supérieur). La diminution des créances interbancaires a plus qu'absorbé la croissance positive, mais en baisse, des prêts bancaires aux emprunteurs non bancaires. Il s'agissait de la première véritable contraction des créances bancaires internationales depuis le premier trimestre 2014. Les émissions de titres de créance internationaux³ ont été plus stables. L'encours a légèrement reculé au quatrième trimestre par rapport au précédent, mais il était encore supérieur de 2,3 % à son niveau d'un an auparavant (graphique 1, cadre inférieur)⁴.

Toutefois, comme indiqué plus loin, les émissions de titres de créance des EME, quoique légèrement positives sur une base nette, ont été en forte baisse tout au long du second semestre 2015. Les émissions internationales sont restées dominées par les emprunteurs non bancaires⁵.

Ces tendances des prêts bancaires et des titres de créance internationaux sont significatives, car elles peuvent signaler un renversement de la liquidité mondiale – globalement assimilable à la facilité d'accès au financement sur les marchés internationaux⁶. Les périodes d'abondance de financement international coïncident généralement avec un fort appétit pour le risque, comme le montre, par exemple, le niveau relativement faible de l'indice VIX, qui mesure les anticipations de volatilité implicites dans le prix des options (graphique 1). Ainsi, les emprunts en devises sont susceptibles de créer des asymétries de monnaies et de financer des opérations de portage (*carry trade*) intenables. Simultanément, avec le ralentissement de la croissance dans certaines des grandes EME, la baisse de la demande de crédit a aussi joué un rôle dans la diminution des financements internationaux.

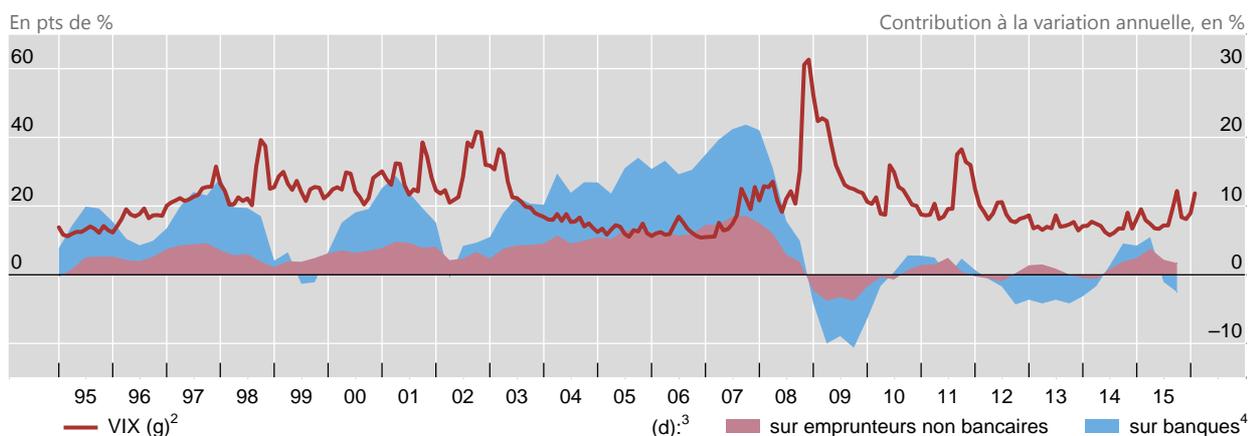
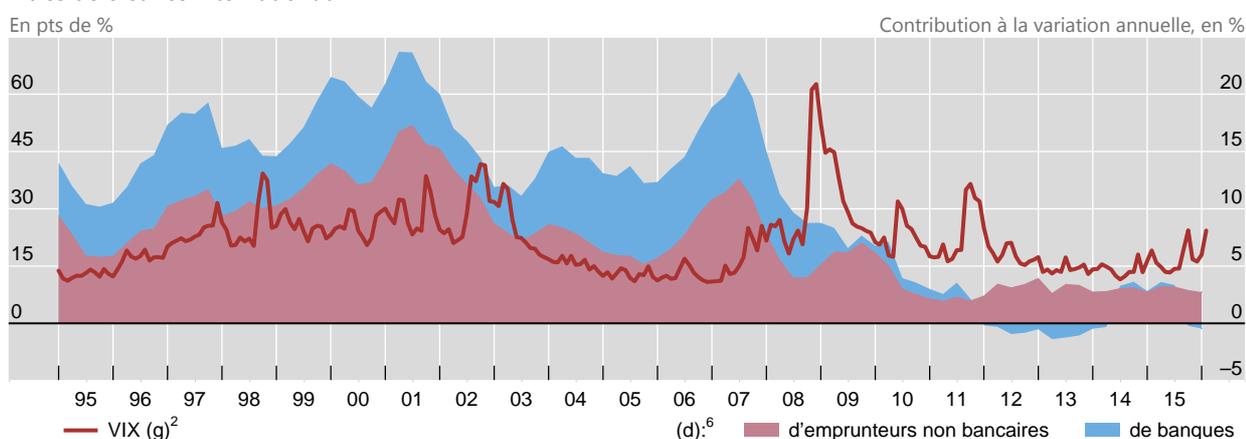
² Les prêts bancaires internationaux englobent les créances transfrontières des banques et leurs créances locales en devises.

³ Les titres de créance internationaux sont les obligations et les instruments du marché monétaire émis hors du pays d'origine de l'emprunteur.

⁴ Les cadres supérieur et inférieur du graphique 1 ne sont pas strictement comparables. Dans le cadre supérieur, le crédit bancaire est mesuré sur la base du pays de résidence, comme le sont les données de la balance des paiements, alors que le cadre inférieur représente les titres de créance émis sur les marchés internationaux, dont certains peuvent toutefois avoir été achetés par des résidents. Il existe donc un certain chevauchement entre les données, puisque les banques détiennent des montants élevés de titres internationaux dans leurs portefeuilles.

⁵ Ces agrégats, tout comme ceux présentés dans les graphiques 2, 3 et 5, font partie des indicateurs BRI de la liquidité mondiale (*Global liquidity indicators – GLI*). Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

⁶ Les GLI sont élaborés à partir de : Comité sur le système financier mondial « Global liquidity – concept, measurement and policy implications », *CGFS Publications*, n° 45, novembre 2011 (<http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>). Des données, une analyse et des travaux sur la liquidité mondiale sont disponibles sur le site web de la BRI : <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

Créances bancaires nettes¹Titres de créance internationaux⁵

Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

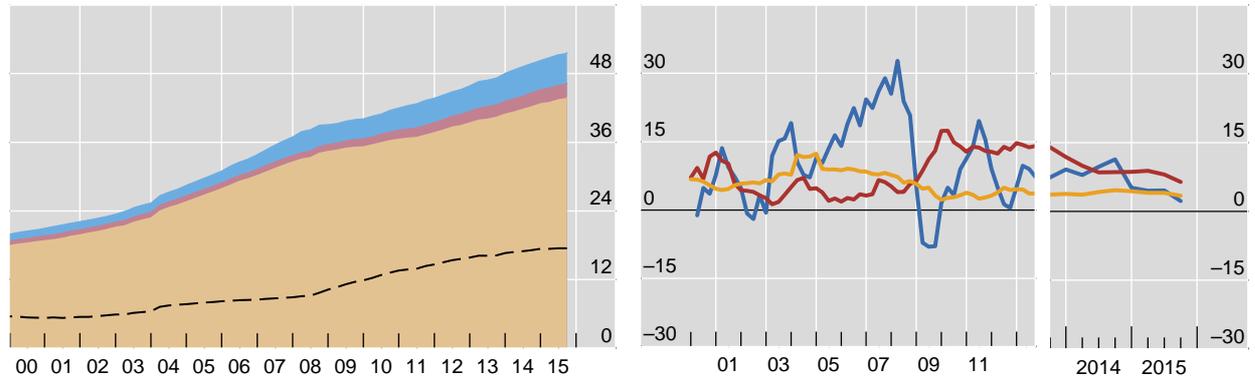
¹ Créances transfrontières et créances locales en devises des banques déclarant des statistiques LBS. ² Indice de volatilité implicite du S&P500 calculé par le Chicago Board Options Exchange ; écart-type en points de pourcentage par an. ³ Contribution à la variation annuelle du crédit total tous secteurs confondus, en pourcentage. ⁴ Dont transactions intragroupes. ⁵ Tous instruments, toutes échéances et tous pays confondus. Sur la base de l'emprunteur direct. ⁶ Contribution à la variation annuelle en pourcentage de l'encours de tous les secteurs. Sources : Bloomberg ; Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; BRI, statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* - LBS) ; et calculs BRI.

De fait, l'encours du crédit en dollar et en euro aux emprunteurs non financiers non résidents a stagné au troisième trimestre. Le volume du crédit en dollar aux emprunteurs non financiers hors des États-Unis est demeuré à peu près stable aux deuxième et troisième trimestres, à \$7 900 milliards (graphique 2, cadres supérieurs). Si l'on prend en compte les emprunteurs financiers non bancaires, ce montant passe à \$9 800 milliards, et, une fois encore, il n'a guère évolué entre le deuxième et le troisième trimestres (graphique 3, cadre de gauche). Le crédit en dollar aux emprunteurs non bancaires des EME a stagné autour de \$3 300 milliards (graphique 3, cadre de droite). Comme on a pu l'observer pendant toute l'année 2015, le crédit en dollar aux non-résidents a connu une évolution dissociée : les prêts bancaires se sont nettement ralentis hors des États-Unis, alors que les émissions de titres se sont poursuivies à un rythme soutenu (graphique 2, cadre supérieur droit).

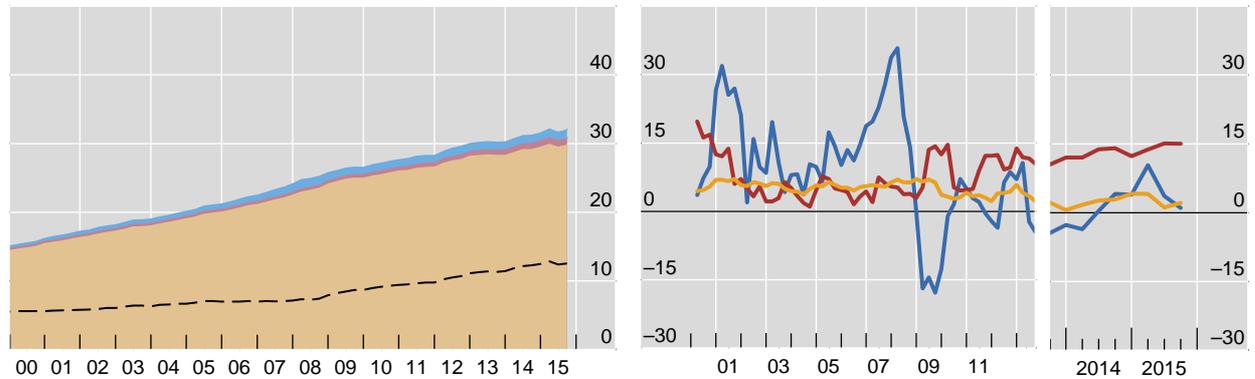
Encours¹ (milliers de mrds d'USD)

Variation annuelle (en %)

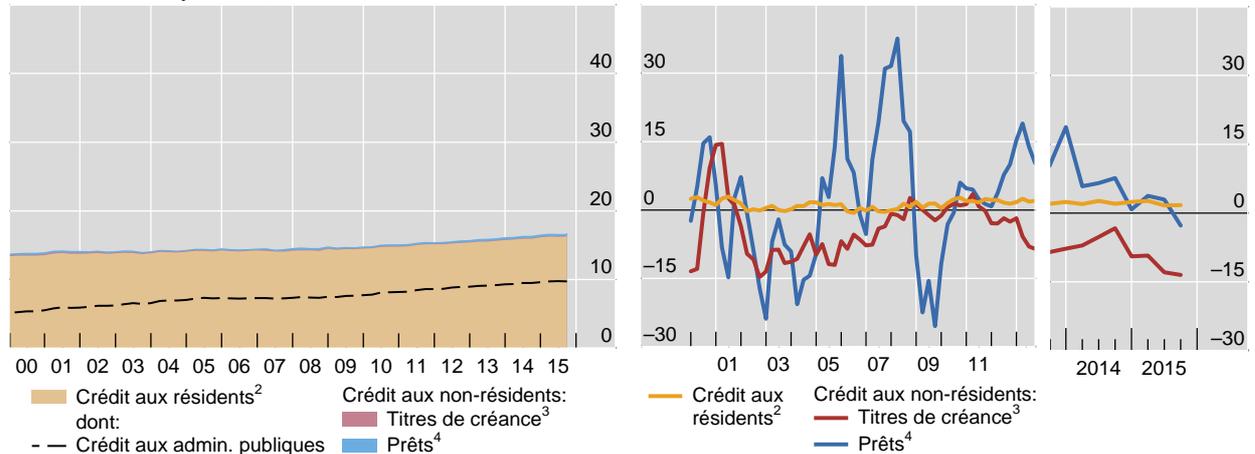
Crédit libellé en dollar (USD)



Crédit libellé en euro (EUR)



Crédit libellé en yen (JPY)



Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

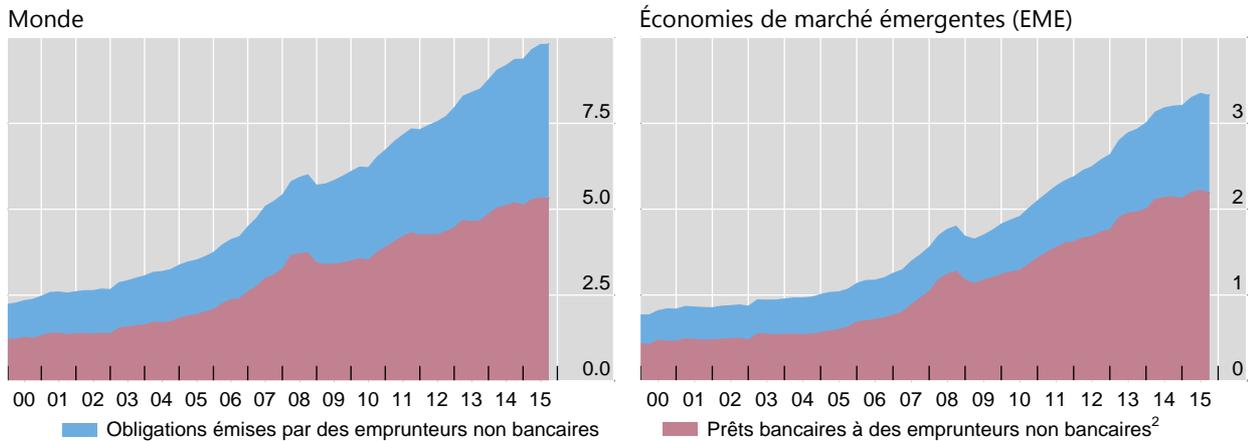
¹ En fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur fin septembre 2015. ² Crédit aux emprunteurs non financiers résidant respectivement aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, obtenu en excluant le crédit libellé en devises des comptes financiers nationaux, à l'aide des statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres de créance. ³ Hors titres de créance émis par toute structure *ad hoc* ou toute autre entité financière contrôlée par une société mère non financière. Titres de créance libellés en euro : hors émissions des institutions de l'Union européenne. ⁴ 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 ; BRI, statistiques sur les titres de créance ; et BRI, statistiques bancaires territoriales.

Crédit en dollar aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis¹

Encours, en milliers de milliards de dollars

Graphique 3



Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Emprunteurs non bancaires : entités financières non bancaires, entreprises non financières, administrations publiques, ménages et organisations internationales. ² 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. Chine : prêts locaux composés à 80 % d'USD ; source : données nationales. Autres pays : les prêts locaux au secteur non bancaire sont représentés par les prêts transfrontières libellés en USD 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 ; BRI, statistiques sur les titres de créance ; et BRI, statistiques bancaires territoriales.

Le crédit en euro aux emprunteurs hors de la zone euro est également demeuré stable, avec un total de \$2 200 milliards accordé au secteur non financier, et de \$2 700 milliards si l'on inclut le secteur financier non bancaire. Le crédit en yen aux non-résidents est resté assez faible, à \$392 milliards, concours bancaires et émissions de titres s'étant contractés au troisième trimestre (graphique 2, cadres inférieurs).

Le ralentissement des agrégats de crédit international qui semble avoir caractérisé le marché durant les derniers mois de 2015 – et qui a coïncidé avec une vive augmentation de l'indice VIX – pourrait signaler un durcissement des conditions de financement à l'étranger pour les EME. Ses conséquences se sont fait sentir il y a peu avec l'apparition de turbulences sur les marchés (« Un calme précaire fait place à des turbulences sur les marchés financiers », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016). La vigueur du dollar, depuis la mi-2014, pourrait avoir, avec un certain délai, exercé sur les emprunteurs des pressions les poussant à réduire ou inverser leurs positions. Plus récemment, ce durcissement s'est traduit dans certains pays, comme la Chine, par un ralentissement, voire un renversement, de plusieurs catégories de flux de capitaux et par une réduction des expositions en devises (Encadré 1). Si ce resserrement de la liquidité mondiale persiste, des risques pour la stabilité financière pourraient voir le jour dans certains pays, notamment ceux où d'autres indicateurs suggèrent déjà un danger accru de tensions financières (Encadré 2).

Le reste du chapitre s'intéresse de plus près à l'évolution des flux financiers internationaux au second semestre 2015. La deuxième partie examine les flux bancaires internationaux au troisième trimestre, et notamment leur ventilation par pays et région emprunteurs. La troisième partie analyse l'émission de titres de créance internationaux sur la base de données allant jusqu'à la fin du quatrième trimestre 2015. Le premier encadré est consacré à l'évolution récente des flux de capitaux à destination et en provenance de la Chine, tandis que le second se penche sur les indicateurs avancés de difficultés bancaires mis au point par la BRI.

Contraction des flux bancaires internationaux, surtout dans les EME

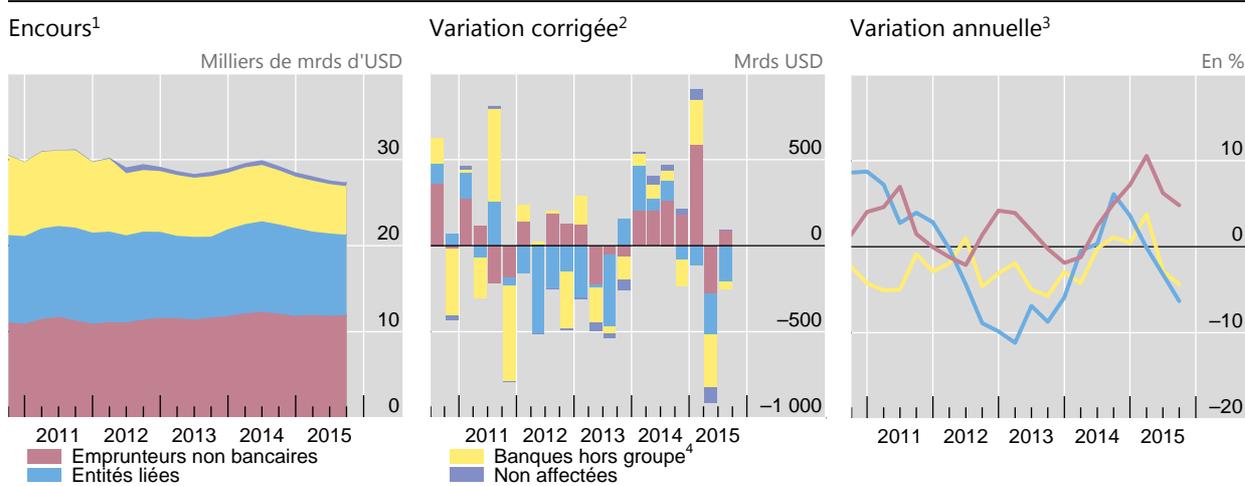
L'encours des créances transfrontières des banques déclarantes BRI s'est contracté au troisième trimestre 2015 (graphique 4, cadres de gauche et du centre). Les prêts aux EME ont fortement diminué, tandis que les créances sur les économies avancées sont demeurées globalement inchangées.

Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI ont chuté de \$157 milliards après correction pour ruptures de séries et effets de change⁷. Cette chute, qui fait suite à une baisse plus vive encore au trimestre précédent, a ramené l'encours des créances à \$27 000 milliards et fait passer leur taux de variation annuelle en territoire négatif (-1%).

Les créances transfrontières sur les banques et les établissements non bancaires ont connu des évolutions divergentes au troisième trimestre 2015 (graphique 4, cadre de droite). Leur baisse d'ensemble s'explique par un recul de \$251 milliards de l'interbancaire, dû lui-même à une diminution des positions intragroupes, aboutissant à une contraction annuelle de 5 %. En revanche, les créances transfrontières sur les emprunteurs non bancaires ont légèrement augmenté.

Créances transfrontières, par secteur de la contrepartie

Graphique 4



Pour de plus amples informations sur les statistiques bancaires territoriales BRI : www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

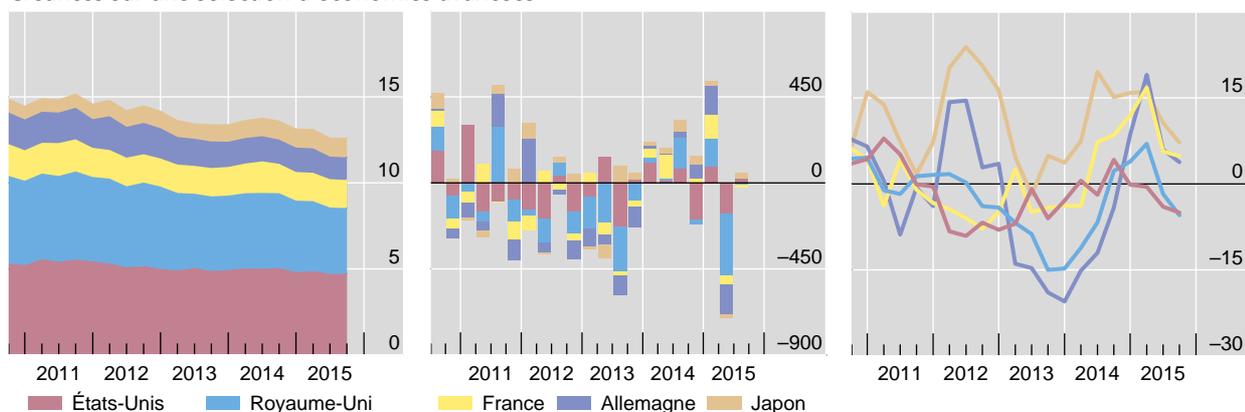
¹ En fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur à la date de référence. ² Variation trimestrielle d'encours, corrigée des effets de change entre fins de trimestres et des ruptures de séries pour des raisons méthodologiques. ³ Moyenne géométrique des variations trimestrielles en pourcentage corrigées. ⁴ Notamment banques centrales et banques non affectées aux catégories « Établissements intragroupes » ou « Banques hors groupe ».

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales.

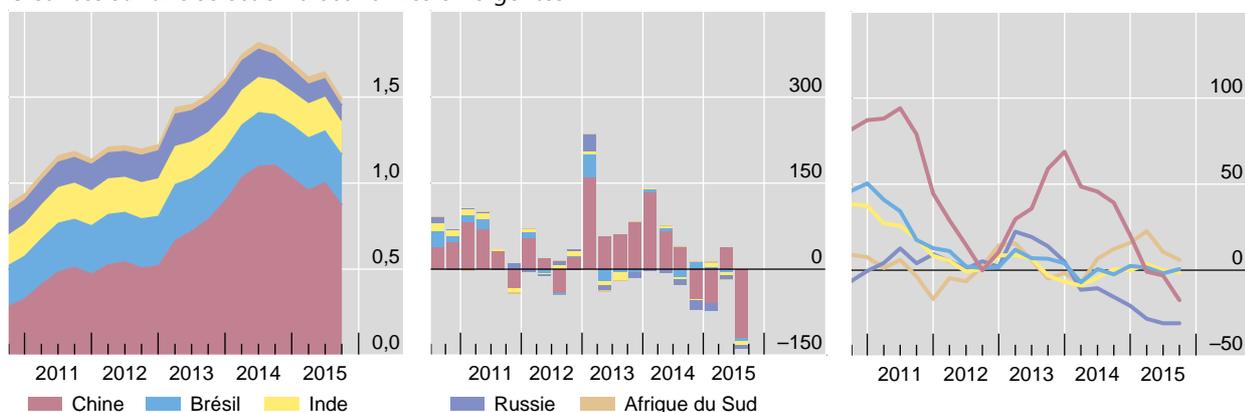
⁷ Ces chiffres sont tirés des statistiques bancaires territoriales de la BRI (*locational banking statistics - LBS*), qui sont organisées en fonction du lieu d'implantation des établissements bancaires et rendent compte de l'activité de l'ensemble des établissements bancaires d'envergure internationale implantés 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 notamment en compte les positions vis-à-vis de leurs propres établissements à l'étranger. Les variations trimestrielles des encours sont corrigées de l'effet des fluctuations de change entre les fins des trimestres considérés et des ruptures de séries pour des raisons méthodologiques.

Encours¹ (milliers de mrds d'USD)Variation corrigée² (mrds d'USD)Variation annuelle³ (en %)

Créances sur une sélection d'économies avancées



Créances sur une sélection d'économies émergentes



Pour de plus amples informations sur les statistiques bancaires territoriales BRI : www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

¹ En fin de trimestre. Les montants libellés en monnaies autres que le dollar sont convertis en dollar au taux de change en vigueur à la date de référence. ² Variation trimestrielle d'encours, corrigée des effets de change entre fins de trimestres et des ruptures de séries pour des raisons méthodologiques. ³ Moyenne géométrique des variations trimestrielles en pourcentage corrigées.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales.

Économies avancées et EME ont également connu des évolutions différenciées. Les créances transfrontières agrégées sur les économies avancées sont demeurées pratiquement inchangées au troisième trimestre 2015, avec un encours de \$20 000 milliards (graphique 5, cadres supérieurs), tandis que celles sur les EME ont diminué de \$141 milliards (graphique 5, cadres inférieurs). La contraction en Asie émergente (-\$145 milliards) représente plus que la baisse totale, les créances transfrontières ayant légèrement augmenté dans les autres régions émergentes.

Ainsi, les créances transfrontières sur la Chine ont diminué de \$119 milliards, de sorte que leur encours est revenu à \$877 milliards, alors qu'il avait atteint un sommet de \$1 100 milliards fin septembre 2014. Leur contraction annuelle s'est accélérée : elle atteignait -17 % fin septembre 2015. Cette diminution s'explique essentiellement par une baisse de \$100 milliards de l'activité interbancaire internationale (y compris positions intragroupes) avec la Chine, mais les créances sur le secteur privé non bancaire ont également reculé, de \$19 milliards. Fin septembre 2015, les prêts transfrontières aux banques en Chine représentaient encore 61 % du total des emprunts transfrontières du pays auprès des juridictions déclarantes BRI, contre 68 %

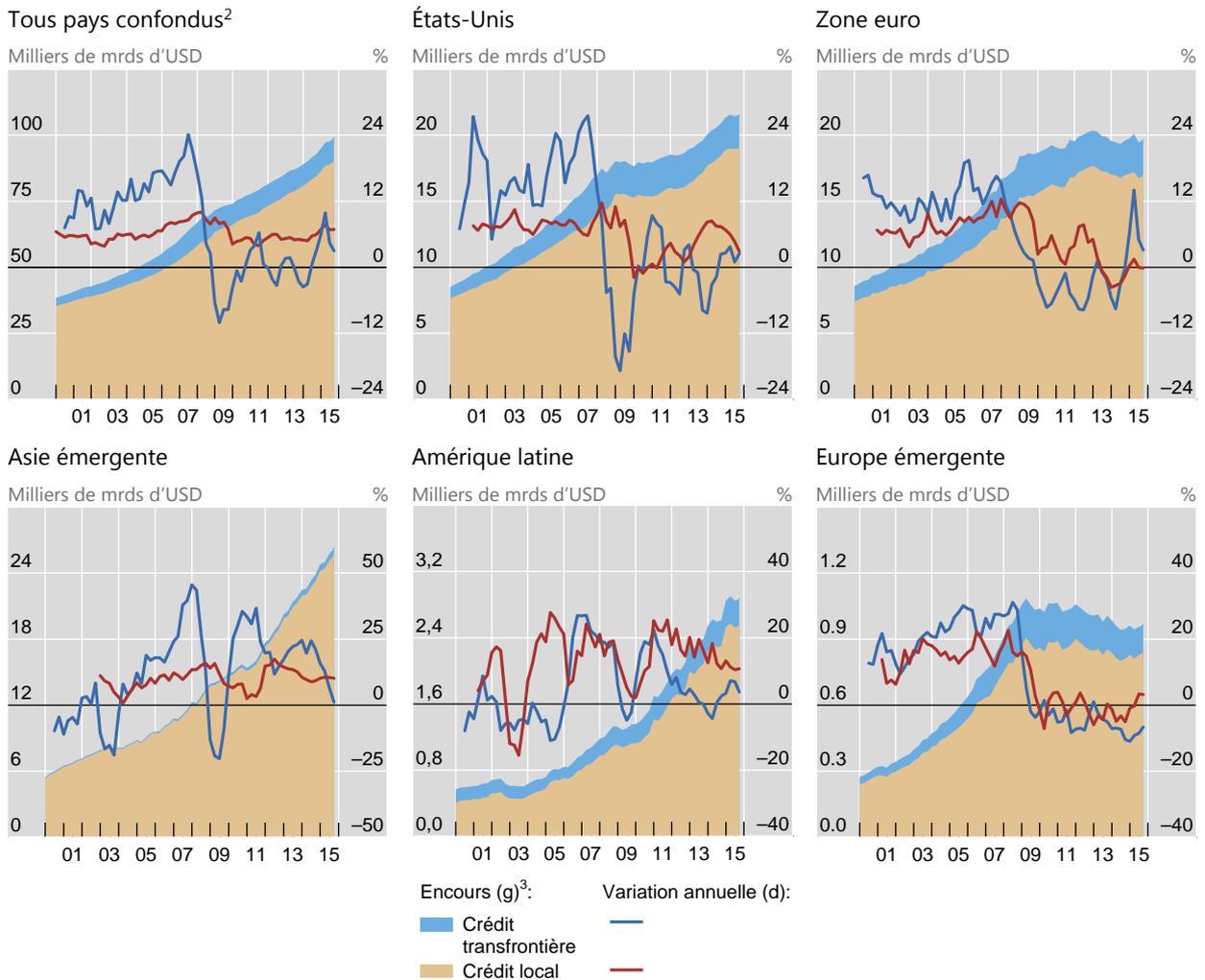
au cours des douze mois précédents. Sur une base consolidée, les créances internationales à court terme⁸ (échéance résiduelle allant jusqu'à 1 an) sont revenues d'un sommet de \$858 milliards mi-2014 à \$625 milliards fin septembre 2015.

Les banques de plusieurs économies avancées ont des expositions envers la Chine, au premier rang desquelles les banques du Royaume-Uni, suivies par celles de

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

Crédit bancaire transfrontière et crédit bancaire local, toutes monnaies confondues¹

Graphique 6



Pour de plus amples informations sur les indicateurs BRI de la liquidité mondiale : www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Créances transfrontières : banques déclarantes LBS ; créances locales : toutes les banques. Le montant des créances locales est issu des comptes financiers nationaux et inclut le crédit consenti par la banque centrale aux administrations publiques. ² Échantillon : 52 pays. ³ 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 septembre 2015.

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

⁸ Dans les statistiques bancaires consolidées (*consolidated banking statistics - CBS*), les créances internationales comprennent à la fois les créances transfrontières et les créances locales en devises ; elles ne sont pas corrigées des effets de change.

la zone euro, du Japon et des États-Unis⁹. La tendance à une réduction des opérations de portage (position courte en dollar et longue en RMB), analysée dans le *Rapport trimestriel BRI* de septembre 2015, s'est poursuivie pendant l'été et l'automne 2015 (Encadré 1).

Les créances transfrontières sur l'Asie émergente hors Chine ont diminué de \$26 milliards au troisième trimestre 2015, ce qui a porté leur taux de variation annuelle à -5 % et leur encours à \$874 milliards. Les prêts au Taipei chinois ont baissé de \$8,8 milliards, ceux à la Corée de \$7,9 milliards et ceux à l'Inde de \$5,6 milliards. Sur l'année se terminant fin septembre 2015, le repli enregistré pour ces trois juridictions a été de respectivement 20 %, 7 % et 1 %.

Les flux de prêts transfrontières vers les autres régions émergentes sont restés relativement inchangés au troisième trimestre 2015, mais avec des disparités entre pays et entre régions (graphique 5, cadres du bas). Ainsi, si les créances transfrontières sur la région Amérique latine–Caraïbes n'ont pratiquement pas évolué au cours du trimestre, les créances sur le Brésil ont diminué de \$6 milliards, ramenant leur taux de croissance annuelle à 1 %, tandis que celles sur la Colombie augmentaient de \$1,5 milliard (+17 %) et que celles sur le Mexique demeuraient à peu près stables. Les prêts transfrontières à l'Europe émergente ont reculé de \$5,9 milliards, avec un taux de contraction annuelle de 7,5 %, alors que les prêts à la Russie se sont repliés de \$7,0 milliards, portant leur baisse annuelle à 30 %. Les créances transfrontières sur la Turquie, le plus gros emprunteur de la région, ont augmenté de \$2,6 milliards, de sorte que leur rythme annuel de croissance est monté à 1,3 % fin septembre 2015. En ce qui concerne la région Afrique–Moyen-Orient, les créances transfrontières ont poursuivi leur expansion rapide entre fin juin et fin septembre 2015 : leur augmentation de \$11 milliards a porté leur taux annuel de progression à 8,7 %.

Ces tendances divergentes des créances bancaires globales selon les régions se sont reflétées dans l'évolution des prêts bancaires transfrontières aux emprunteurs non bancaires (graphique 6). En Asie émergente, les prêts transfrontières au secteur non bancaire n'ont progressé que de 1 % au troisième trimestre par rapport à l'année précédente, poursuivant leur net ralentissement (graphique 6, cadre inférieur gauche). Ces prêts, qui avaient augmenté de 6 % en rythme annuel au deuxième trimestre et connaissaient un taux de croissance à deux chiffres depuis 2009, sont assez faibles en termes absolus, à \$162 milliards. En conséquence, le crédit bancaire intérieur a dépassé les prêts transfrontières au troisième trimestre dans cette région, comme c'est déjà le cas depuis quelques années en Amérique latine, en Europe émergente et aux États-Unis. Dans la zone euro, l'expansion des prêts transfrontières est toujours supérieure à celle du crédit local, même si son rythme a notablement décéléré (graphique 6, cadre supérieur droit).

Fléchissement des émissions de titres de créance internationaux

L'activité d'émission de titres de créance internationaux s'est tassée au dernier trimestre 2015. Ainsi, après être revenues à \$64 milliards au troisième trimestre, les

⁹ Pour plus de précisions, voir C. Koch, « Prêts bancaires étrangers à la Chine », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2015.

émissions nettes sont devenues négatives au quatrième, à près de -\$47 milliards, ce qui représente une baisse d'encours de 0,2 % après correction des effets de change. Ce chiffre négatif constitue la plus forte contraction enregistrée depuis le troisième trimestre 2012. Celle-ci s'explique à la fois par une importante baisse des émissions des économies avancées et par une activité modérée des EME. Les émissions nettes des économies avancées se sont établies à -\$78 milliards, soit un repli de 0,5 % de l'encours par rapport au trimestre précédent. Les emprunteurs des EME, pour leur part, ont émis un montant net de \$16 milliards, soit 0,5% de plus qu'au trimestre précédent, mais nettement moins que pendant tout autre trimestre de l'après-crise financière. Les places franches et les organisations internationales ont émis le reste du montant total.

La chute de l'encours des titres de créance internationaux émis par les économies avancées s'explique essentiellement par le secteur financier. Les remboursements nets des établissements financiers ont augmenté, passant à \$110 milliards, de sorte que l'encours de ce secteur a diminué de 1 % (graphique 7, cadre supérieur gauche).

Titres de créance internationaux¹

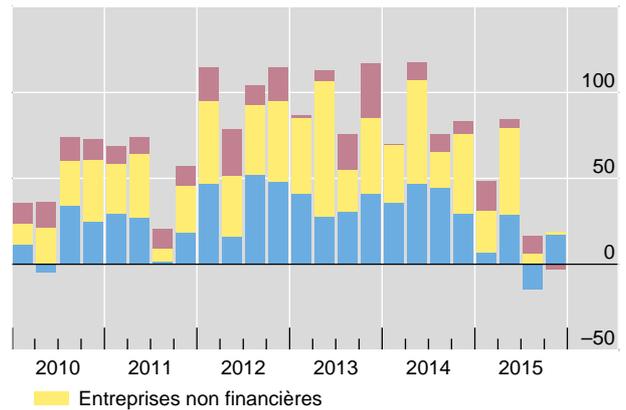
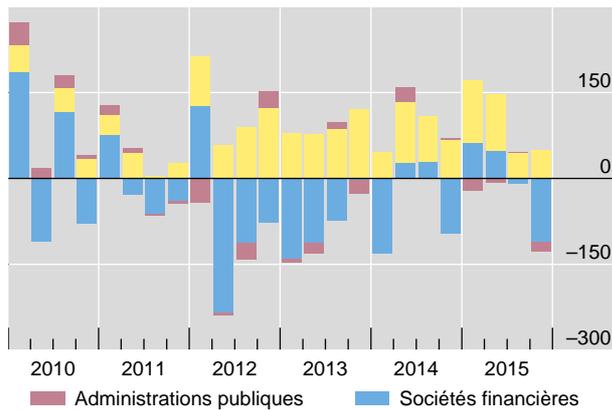
En milliards de dollars

Graphique 7

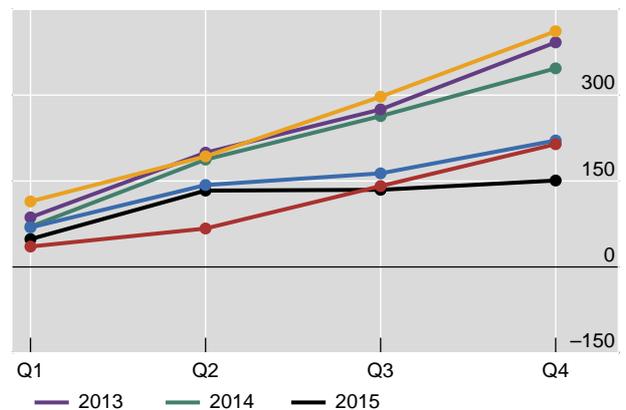
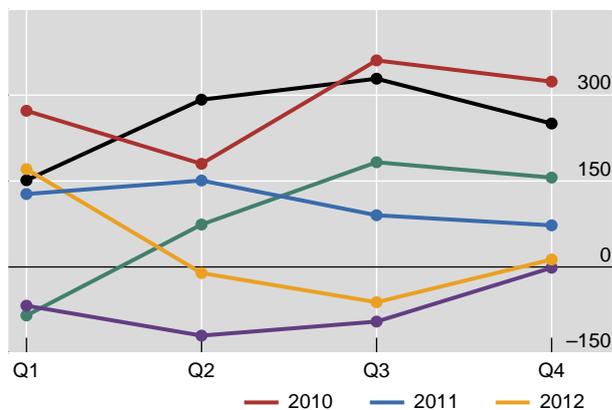
Économies avancées²

Économies de marché émergentes^{2, 3}

Émissions nettes



Émissions nettes cumulées⁴



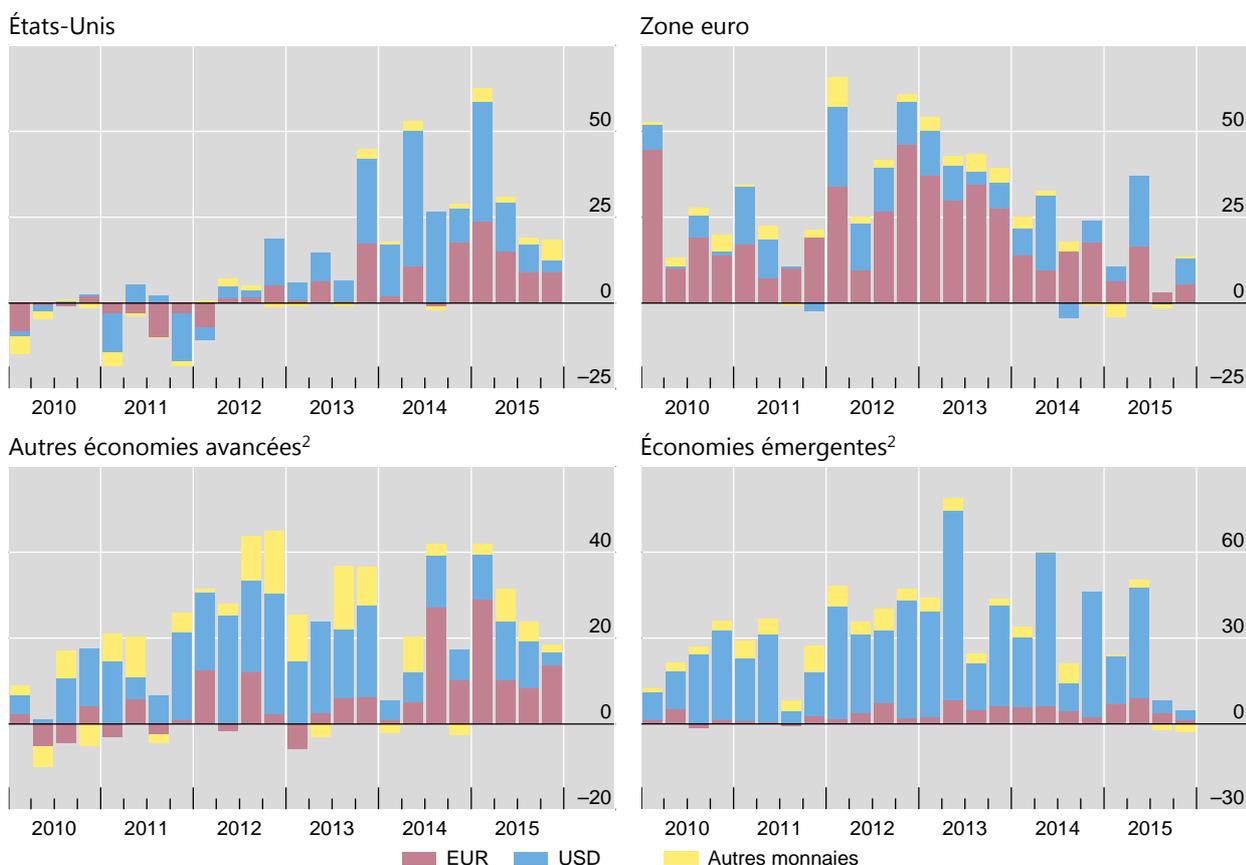
¹ Tous émetteurs, toutes échéances, par nationalité de l'émetteur. ² La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*. Le secteur est celui de la société mère de l'émetteur. Pour plus de détails sur la classification, voir « Guide abrégé des statistiques BRI », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015. ³ Y compris Hong-Kong RAS et Singapour. ⁴ Émissions trimestrielles nettes cumulées.

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

Titres de créance internationaux¹

Émissions nettes trimestrielles, en milliards de dollars

Graphique 8



¹ Siège non financier, par nationalité de l'émetteur. ² La liste des pays figure dans le *Bulletin statistique BRI*.

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

Le montant net des emprunts lancés par les émetteurs financiers européens et américains a été particulièrement faible. Les émissions nettes de ce secteur ont aussi été basses, voire négatives, dans la plupart des autres économies avancées, à l'exception de l'Australie et du Japon. Les entreprises non financières, en revanche, ont émis un montant net de \$50 milliards de nouveaux titres, accroissant leur encours de 1 %. Malgré la baisse enregistrée au dernier trimestre, le total des émissions nettes des économies avancées sur l'année 2015 était le plus élevé depuis 2011, à \$250 milliards (graphique 7, cadre inférieur gauche).

Les émissions nettes des EME ont été modestes au quatrième trimestre 2015, à \$16 milliards, soit une augmentation d'encours de 0,5 % par rapport à la fin du trimestre précédent (graphique 7, cadre inférieur droit). Les émissions nettes des sociétés financières se sont partiellement redressées après les remboursements nets du troisième trimestre. Les banques chinoises ont, pour leur part, considérablement intensifié leur activité d'émission de titres de créance au dernier trimestre, par contraste avec le ralentissement de leurs emprunts interbancaires au troisième trimestre, comme indiqué ci-dessus. Selon des données fournies par la Banque populaire de Chine, les émissions de titres locaux sont demeurées élevées dans ce pays. En revanche, les émissions nettes des entreprises non financières ont été faibles au quatrième trimestre 2015, à \$2 milliards, et proches du niveau enregistré au

trimestre précédent (graphique 7, cadre supérieur droit). Le total des émissions nettes des EME s'est établi à \$151 milliards sur l'année 2015, son plus bas niveau en six ans.

L'année 2015 a marqué une forte augmentation de l'utilisation de l'euro comme monnaie de libellé des titres de créances internationaux émis par les emprunteurs non financiers. Au dernier trimestre, les émissions nettes en euro se sont élevées à \$29 milliards, soit une progression de 1,5 % de l'encours. Les emprunteurs non financiers ayant leur siège aux États-Unis ont émis pour \$9 milliards de titres libellés en euro, soit une hausse de 4 % de l'encours par rapport au troisième trimestre. Ce volume représente 48 % du total des émissions nettes des emprunteurs non financiers américains (graphique 8, cadre supérieur gauche). Dans la zone euro, les émissions nettes en euro sont demeurées soutenues au quatrième trimestre 2015, à \$5 milliards (graphique 8, cadre supérieur droit). Dans les autres économies avancées, la part de l'euro dans le total des émissions nettes est passée de 35 % à 73 % (graphique 8, cadre inférieur gauche) et, dans les EME, de 61 % à 69 % (graphique 8, cadre inférieur droit). Simultanément, les émissions dans les autres monnaies se sont ralenties. Les émissions nettes en dollar se sont établies à \$18 milliards au quatrième trimestre 2015, en hausse de moins de 1 % par rapport à la fin du trimestre précédent, tandis que celles en livre sterling s'élevaient à \$4 milliards, également en progression de moins de 1 % par rapport au troisième trimestre.

La Chine a enregistré des sorties de capitaux en dollar et en renminbi

Robert N. McCauley et Chang Shu

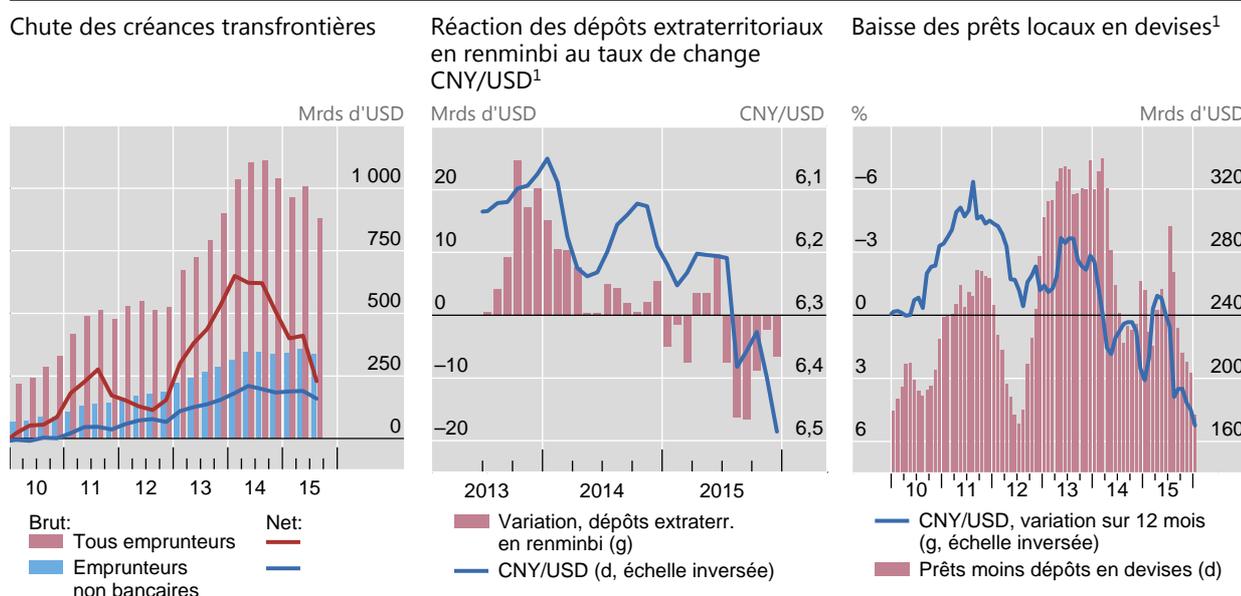
Les sorties persistantes de capitaux privés observées en Chine depuis juin 2014 ont donné lieu à deux explications différentes. Selon l'une, les investisseurs vendent massivement leurs actifs de Chine continentale et selon l'autre, les entreprises chinoises remboursent leur dette en dollar. Notre analyse privilégie la seconde, mais souligne néanmoins que, dans ces deux points de vue, la contraction des dépôts extraterritoriaux en renminbi est la grande absente.

Exposée dans le *Rapport trimestriel BRI* de septembre 2015, notre approche s'appuie sur les statistiques bancaires internationales de la BRI publiées par les banques situées hors de Chine^①. Elle se distingue ainsi d'autres analyses qui considèrent souvent les variations des réserves de change officielles (plus l'excédent de la balance des opérations courantes) comme des sorties de capitaux, ce qui requiert une évaluation complexe de leur valorisation et d'autres ajustements. Pour appréhender les flux de capitaux transfrontières dans les données de la BRI, nous nous intéressons aux fonds résultant de la contraction des dépôts extraterritoriaux en renminbi en Asie de l'Est et de la diminution des prêts en devises accordés par les banques de Chine continentale, tels que déclarés par la Banque populaire de Chine (BPC). En outre, nous excluons des données de la BRI les dépôts de la BPC auprès des banques étrangères, et utilisons de nouvelles données, conformes à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD) du FMI.

On observe tout d'abord que les prêts transfrontières des banques déclarantes BRI à la Chine ont enregistré une contraction nette record, de \$175 milliards, au T3 2015 (graphique A, cadre de gauche, ligne rouge), soit presque le double des sorties du T1. Cette contraction reflète à la fois une chute brutale des prêts à la Chine et une croissance continue des engagements envers la Chine (c'est-à-dire des dépôts transfrontières de la Chine). Les nouvelles données NSDD révèlent que, sur ces sorties du T3, \$12 milliards sont liés à une augmentation des réserves de change officielles de la Chine déposées dans des banques situées hors de Chine (sorties de capitaux). Il reste donc à expliquer \$163 milliards de sorties non liées aux réserves. Les données nationales et de la BRI incitent à penser que ces sorties de capitaux par l'intermédiaire des banques déclarantes BRI traduisent une réduction i) des dépôts extraterritoriaux en renminbi, ii) de la dette nette en dollar d'entreprises chinoises envers l'étranger, et iii) de leur dette nette en Chine.

Chine : sorties de capitaux déclarées par les banques au T3 2015

Graphique A



¹ Une baisse indique une dépréciation du renminbi.

Sources : Banque centrale de Chine (Taïpei chinois) ; Autorité monétaire de Hong-Kong ; Banque de Corée ; Autorité monétaire de Macao ; Autorité monétaire de Singapour ; Datastream ; CEIC ; et statistiques bancaires territoriales de la BRI par pays de résidence.

i) À l'étranger, les entreprises et les ménages ayant réduit leurs dépôts en renminbi, les banques ont à leur tour restreint leurs dépôts transfrontières en renminbi auprès des banques de Chine continentale. En particulier, les banques de Hong-Kong RAS, de Corée, de Macao RAS, du Taïpei chinois et de Singapour ont déclaré une contraction équivalente à \$40 milliards des dépôts en renminbi au T3 2015, allant de pair avec une baisse du taux de change renminbi/dollar (graphique A, cadre du milieu). En réponse à une moindre demande de dépôts en renminbi, les banques de ces juridictions et d'autres pays ont réduit leurs dépôts extraterritoriaux en renminbi auprès des banques de Chine continentale, ce qui s'est traduit par des sorties de capitaux de \$80 milliards (données BPC), soit la moitié des \$163 milliards.

ii) Les données de la BRI indiquent qu'en Chine, les entreprises ont réduit leur dette nette à l'étranger (graphique A, cadre de gauche, ligne bleue). Dans des monnaies autres que le renminbi, en dollar principalement, cela représente \$34 milliards (directement inclus dans les \$163 milliards).

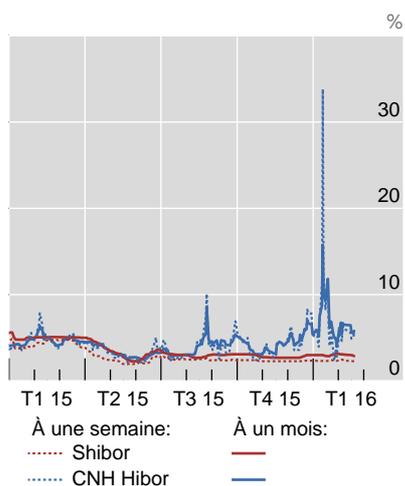
iii) En Chine, les entreprises ont réduit leurs emprunts nets en devises auprès des banques de Chine continentale, ce qui a conduit ces banques à réduire leurs engagements transfrontières nets au T3 2015 (sorties de capitaux). Les données de la BPC indiquent qu'au T3, les entreprises ont abaissé de \$7 milliards leur dette nette en devises auprès des banques de Chine (graphique A, cadre de droite). Si les banques de Chine continentale soldaient leurs positions avec les banques déclarantes BRI hors de Chine, ce montant serait inclus dans la sortie de capitaux de \$163 milliards.

Au total, la réduction des positions extraterritoriales en renminbi (\$80 milliards) ajoutée au remboursement net de la dette en devises des entreprises chinoises à l'étranger (\$34 milliards) et en Chine (\$7 milliards) totalisent ainsi \$121 milliards. Ce montant représente près des trois quarts des sorties de capitaux, hors réserves, de \$163 milliards mis en évidence dans les données bancaires de la BRI.

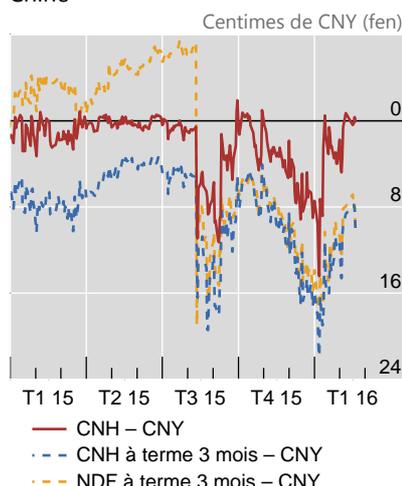
Des données partielles indiquent que les capitaux ont continué à sortir de Chine au T4 2015. La contraction des dépôts extraterritoriaux en renminbi s'est ralentie, d'après les données des partenaires (graphique A, cadre du milieu) et le montant des dépôts en renminbi déclarés par la BPC (moins \$24 milliards, contre \$80 milliards au T3). Cependant, les données de l'Autorité monétaire de Hong-Kong sur les créances transfrontières des établissements non bancaires chinois (près de 40 % du total BRI) pour octobre et novembre révèlent une intensification des sorties nettes de capitaux. En outre, la contraction des prêts intérieurs nets en devises s'est accélérée, à \$29 milliards (contre \$7 milliards au T3).

Tensions sur les marchés, mais stabilité du taux de change effectif du renminbi ? Graphique B

Envolée du taux du renminbi sur les marchés monétaires extérieurs



Divergence des taux de change renminbi/dollar en Chine et hors Chine¹



Cours nominal effectif du renminbi



Hibor = taux interbancaire offert à Hong-Kong ; NDF = contrat à terme non livrable, réglé sur la base du *fixing* en dollar en Chine ; Shibor = taux interbancaire offert à Shanghai.

¹ Échelle inversée de sorte qu'une orientation à la baisse indique une dépréciation par rapport au CNY au comptant. Les cours du CNH et du CNY sont les cours à la clôture de chaque séance boursière.

Sources : Bloomberg ; et BRI.

Les statistiques sur les prix au T1 2016 semblent indiquer des tensions plus marquées qu'au second semestre 2015, ce qui pourrait favoriser les sorties de capitaux. Bon nombre de participants du marché ont considéré que la gestion du taux de change par la BPC début janvier était révélatrice d'une dépréciation intentionnelle vis-à-vis du dollar, et les taux d'intérêt à l'étranger ont connu une brève envolée à des niveaux supérieurs à ceux d'août et de septembre (graphique B, cadre de gauche). La divergence entre les taux au comptant en Chine et hors Chine s'est accentuée par rapport au T3 et les taux à terme hors Chine annoncent une dépréciation plus marquée (graphique B, cadre du milieu)^②, ^③. Pourtant, cette volatilité des taux du marché monétaire et des taux de change bilatéraux était en contraste avec les fluctuations limitées du renminbi par rapport à un panier de monnaies de partenaires commerciaux (graphique B, cadre de droite). Pour résumer, cette analyse indique que les récentes sorties de capitaux de Chine sont imputables, dans une large mesure, à la contraction continue du marché extraterritorial du renminbi et au remboursement, par les entreprises chinoises, de leur dette nette en devises. L'intention déclarée de la BPC de maintenir la stabilité du taux de change effectif du renminbi impliquerait un affaiblissement de celui-ci face au dollar si le billet vert devait s'apprécier par rapport aux principales monnaies. Dans ce cas, les déposants étrangers pourraient ne pas conserver leurs dépôts en renminbi jusqu'à l'échéance et les entreprises chinoises auraient encore des raisons de rembourser leur dette libellée en dollar.

① R. McCauley, « Les capitaux sortis de Chine au premier trimestre 2015 sont passés par les banques déclarantes BRI », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015. ② La divergence des taux au comptant CNY-CNH a atteint 14 centimes de CNY (fen) le 6 janvier 2016, soit plus que l'écart le plus grand du T3 2015 (11 fen) et près du record de 2010, de 15 fen : voir M. Funke, C. Shu, X. Q. Cheng et S. Eraslan, « Assessing the CNH-CNY pricing differential », *Journal of International Money and Finance*, vol. 59, 2015, p. 250. Les marchés à terme du CNH et du NDF ont intégré une dépréciation de 2,5 % et 3 % à trois mois, contre 0,7 % pour le marché du CNY. ③ Comme prévu dans R. McCauley, C. Shu et G. Ma, « Non-deliverable forwards: 2013 and beyond », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2014, les contrats à terme non livrables ont baissé pour atteindre la moitié seulement des contrats à terme, d'après les données d'avril 2015 de la Banque d'Angleterre, contre les trois-quarts en 2013.

Indicateurs d'alerte avancés

La BRI analyse et suit les indicateurs avancés annonçant des difficultés dans le secteur bancaire intérieur. Il s'agit d'indicateurs témoignant d'une surchauffe du secteur financier et signalant des difficultés bancaires potentielles dans une perspective à moyen terme. Ils sont calibrés en fonction du ratio signal/bruit, lequel est globalement défini comme le ratio entre les épisodes historiques correctement anticipés et les fausses alertes.

Le tableau A présente trois indicateurs, mesurés pour la plupart au T3 2015. Le premier représente l'écart entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme (première colonne). Le deuxième illustre l'écart entre l'indice des prix de l'immobilier résidentiel et sa tendance à long terme (deuxième colonne). Le troisième montre la différence entre le ratio du service de la dette (RSD) et sa moyenne au fil du temps. Ce dernier indicateur est estimé par rapport à deux hypothèses (troisième et quatrième colonnes) : l'une en fonction des taux d'intérêt actuels et l'autre pour des taux affichant 250 points de base supplémentaires. Une différence importante est que cette seconde estimation suppose une transmission immédiate et totale (100 %) de la variation des taux d'intérêt au RSD. Il n'est pas tenu compte du fait que de nombreux contrats de prêt sont assortis de taux fixes et ne sont pas réajustés immédiatement. Cette estimation ne reflète pas non plus d'autres réactions possibles des emprunteurs et des prêteurs à une variation des taux d'intérêt : modification des échéances, remboursement anticipé ou autres mesures. L'impact d'une telle variation est donc surestimé.

Chacun de ces trois indicateurs laisse penser que le risque de tensions bancaires demeure élevé dans un certain nombre d'économies et de régions, en particulier au Canada, en Chine et en Turquie, où les écarts du ratio crédit/PIB sont supérieurs à 10 %. Il en va de même pour un groupe d'économies asiatiques (Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande). L'indicateur pour le Brésil, après avoir longtemps dépassé ce seuil, est maintenant revenu juste au-dessous (à 9,9 %)①. Par le passé, le franchissement de ce seuil s'est accompagné, dans deux tiers des cas, de graves tensions bancaires dans les trois années suivantes②. Les indicateurs basés sur le RSD attirent eux aussi l'attention sur plusieurs de ces économies. L'ampleur de l'écart des prix de l'immobilier est proche de ses tendances historiques dans la plupart des pays cités, même si l'Allemagne et le Japon se distinguent. Il est important, lorsqu'on évalue ces indicateurs, de savoir qu'ils ne tiennent pas explicitement compte d'un durcissement de la réglementation depuis les précédents épisodes de tensions.

① « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2015. ② 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, pp. 189-240.

Indicateurs avancés de difficultés dans les systèmes bancaires nationaux¹

Tableau A

	Écart du ratio crédit/PIB ²	Écart des prix de l'immobilier ³	Ratio du service de la dette (RSD) ⁴	RSD en cas de hausse de 250 pb des taux d'intérêt ^{4,5}
Afrique du Sud	-1,4	-7,3	-0,7	0,6
Allemagne	-5,8	10,6	-1,6	0,2
Asie ⁶	16,3	8,5	1,9	4,3
Australie	4,9	5,1	0,9	4,7
Brésil	9,9	-13,9	6,6	8,4
Canada	12,3	8,7	2,3	6,3
Chine	27,6	-5,8	5,4	8,7
Corée	3,9	6,4	0,0	3,6
Espagne	-44,2	-21,7	-2,5	0,4
États-Unis	-10,9	2,0	-1,9	0,7
Europe centrale et orientale ⁷	-10,9	6,8	0,5	2,0
France	1,5	-10,9	1,0	4,0
Grèce	-10,9	5,4		
Inde	-3,2		1,8	2,9
Italie	-10,8	-16,2	0,6	2,8
Japon	4,7	13,6	-1,9	0,9
Mexique	7,3	4,2	0,5	1,2
Pays-Bas	-18,5	-15,3	1,0	5,8
Pays nordiques ⁸	0,5	2,6	1,1	5,1
Portugal	-36,0	9,7	-0,9	2,5
Royaume-Uni	-30,1	0,5	-2,2	0,6
Suisse	7,2	9,9	0,0	3,2
Turquie	15,6		5,5	7,1
<i>Légende</i>	<i>Écart crédit/PIB > 10</i>	<i>Écart immob. > 10</i>	<i>RSD > 6</i>	<i>RSD > 6</i>
	<i>2 ≤ écart crédit/PIB ≤ 10</i>		<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>	<i>4 ≤ RSD ≤ 6</i>

Données jusqu'au troisième trimestre 2015, sauf pour l'écart crédit/PIB : T4 2015 pour la Bulgarie et la Lituanie ; et pour l'écart des prix de l'immobilier : T2 2015 pour la Chine, et T4 2015 pour l'Afrique du Sud, l'Allemagne, le Canada, la Chine, la Grèce, Hong-Kong RAS, la Norvège, les Pays-Bas, les Philippines, la Pologne, le Royaume-Uni, la Suisse et la Thaïlande.

¹ Les seuils des cellules rouges sont déterminés 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 reprennent les seuils critiques en cas d'utilisation d'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. Concernant 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. Moyenne arithmétique pour les agrégats de pays. ² 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 points de pourcentage. ³ 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 pourcentage. ⁴ En ce qui concerne les séries et la méthodologie du RSD, voir www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Différence entre le RSD et la moyenne à long terme du pays ou 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. ⁵ Dans l'hypothèse où les taux des prêts augmentent de 250 points de pourcentage et où toutes les autres composantes du RSD restent constantes. ⁶ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande ; RSD et prévision : hors Philippines et Singapour. ⁷ 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 : hors Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie. ⁸ Finlande, Norvège et Suède.

Sources : données nationales ; BRI ; et calculs BRI.