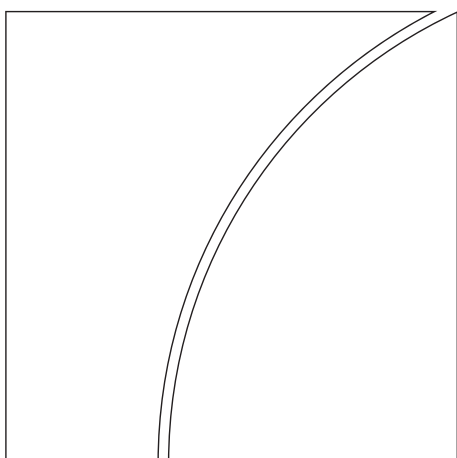




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



# 73<sup>e</sup> Rapport annuel

1<sup>er</sup> avril 2002–31 mars 2003

Bâle, 30 juin 2003

Pour obtenir des exemplaires des publications, s'adresser à :

Banque des Règlements Internationaux  
Presse et communication  
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél : [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

Télécopie : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

© *Banque des Règlements Internationaux, 2003. Tous droits réservés.*

*De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1021-2493 (version imprimée)

ISSN 1682-7716 (en ligne)

ISBN 92-9131-245-2 (version imprimée)

ISBN 92-9197-245-2 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

Disponible sur le site Internet BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Table des matières

	Page
Lettre introductive .....	1
I. Introduction : une passe difficile .....	3
Modération de la croissance mondiale et influence des facteurs financiers ...	4
Préservation de la stabilité financière et rôle des autorités .....	8
II. Évolution dans les économies industrielles avancées ...	12
Faits marquants .....	12
Reprise mondiale en 2002 .....	13
<i>Croissance décevante malgré les politiques incitatives</i> .....	13
<i>L'investissement des entreprises ne s'est pas redressé</i> .....	14
<i>Bonne tenue des dépenses des ménages</i> .....	15
Perspectives mondiales .....	15
<i>Expansion irrégulière mais graduelle</i> .....	15
<i>Situation financière du secteur privé</i> .....	17
<i>Perspectives à plus long terme</i> .....	19
<i>Morosité des perspectives à long terme en Allemagne</i> .....	20
Inflation .....	23
<i>Évolutions récentes</i> .....	23
<i>Perspectives</i> .....	23
<i>Risques de déflation ?</i> .....	24
<i>Marges bénéficiaires et pouvoir de marché des entreprises</i> .....	28
Le débat budgétaire .....	29
Échanges commerciaux et paiements courants .....	32
<i>Tendances récentes de l'épargne mondiale</i> .....	34
<i>Perspectives à court terme</i> .....	35
III. Évolution dans les économies émergentes .....	38
Faits marquants .....	38
Évolution des balances des paiements .....	40
Asie .....	42
<i>Origines de la désinflation/déflation</i> .....	43
<i>Croissance de la demande intérieure en Asie</i> .....	44
<i>Quelles limites aux dépenses des ménages financées par le crédit ?</i> ...	47
<i>Évolution du rôle de la Chine</i> .....	48
Amérique latine .....	51
<i>Développements économiques récents</i> .....	51
<i>Caractère soutenable de la dette et ajustement budgétaire</i> .....	52
<i>Réduction de l'inflation : un enjeu de taille</i> .....	54
Europe centrale et orientale .....	57
<i>Caractère durable des récents résultats</i> .....	59
<i>Enjeux de l'adhésion à l'UE</i> .....	61
Afrique et Moyen-Orient .....	63

<b>IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées</b> .....	66
Faits marquants .....	66
Synthèse des évolutions .....	66
<i>États-Unis</i> .....	66
<i>Zone euro</i> .....	69
<i>Japon</i> .....	71
<i>Pays à objectif d'inflation</i> .....	73
Risques de déflation et leurs conséquences .....	76
<i>Problèmes posés par la déflation</i> .....	77
<i>Rappel historique</i> .....	78
<i>Les leçons de l'histoire</i> .....	80
<i>Politique monétaire et déflation</i> .....	82
<i>Moyens à mettre en œuvre pour éviter la déflation</i> .....	82
<i>Moyens à mettre en œuvre pour combattre la déflation</i> .....	83
<i>Perfectionnements possibles du cadre monétaire</i> .....	85
<b>V. Marchés des changes</b> .....	87
Faits marquants .....	87
Dollar, euro et yen .....	87
<i>Principaux développements</i> .....	88
<i>Facteurs déterminants</i> .....	90
Autres marchés des changes .....	94
<i>Monnaies des pays industriels</i> .....	94
<i>Monnaies des économies émergentes</i> .....	96
Dynamique des paiements courants et comportement du change .....	98
<i>Ajustements du déficit courant dans les pays industriels depuis 1973</i> . . .	99
<i>Inversion du déficit courant américain en 1987</i> .....	101
<i>Situation actuelle des États-Unis</i> .....	103
<b>VI. Marchés financiers</b> .....	106
Faits marquants .....	106
Courbes des rendements et situation macroéconomique .....	107
<i>Modifications du sentiment des investisseurs</i> .....	107
<i>Préoccupations concernant la faiblesse des rendements</i> .....	109
Marchés des actions .....	110
<i>Information et aversion pour le risque</i> .....	111
<i>Assureurs et banques</i> .....	112
<i>Évaluations et lent dégonflement de la bulle</i> .....	113
Marchés de la dette des entreprises .....	114
<i>Extrêmes tensions pendant l'été</i> .....	114
<i>Les entreprises commencent à assainir leur situation financière</i> .....	117
<i>Dérivés de crédit et intégration des marchés</i> .....	120
Marché de la dette externe des économies émergentes .....	122
<i>Sources de contagion</i> .....	122
<i>Les banques ont privilégié les emprunteurs mieux notés</i> .....	124
L'énigme des prix immobiliers .....	125
<b>VII. Secteur financier</b> .....	129
Faits marquants .....	129
Conjoncture et résultats des établissements financiers .....	130
<i>Banques commerciales</i> .....	131
<i>Compagnies d'assurances</i> .....	135
Origines de la capacité de résistance .....	137
<i>Facteurs conjoncturels</i> .....	137
<i>Facteurs structurels</i> .....	140



	Page
Sources de vulnérabilité .....	144
<i>Risques conjoncturels</i> .....	144
<i>Autres risques</i> .....	147
Diversification de l'intermédiation et son incidence sur le secteur financier ...	148
<b>VIII. Conclusion : vers une croissance mondiale plus équilibrée</b> .....	<b>152</b>
Opportunités et vulnérabilités : perspectives .....	154
Politiques de stabilité monétaire et financière .....	160
<hr/>	
<b>Activités de la Banque</b> .....	<b>165</b>
Contributions directes de la BRI en faveur de la coopération internationale ..	165
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i> ...	165
<i>Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales</i> .....	167
<i>Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique</i> .....	171
<i>Bureau de représentation pour les Amériques</i> .....	172
<i>Institut pour la stabilité financière</i> .....	172
Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière ...	173
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i> .....	174
<i>Comité sur le système financier mondial</i> .....	176
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i> .....	177
<i>Comité des marchés</i> .....	178
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i> .....	178
Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale ..	178
<i>Groupe des Dix</i> .....	178
<i>Forum sur la stabilité financière</i> .....	179
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i> .....	181
<i>Association internationale de protection des dépôts</i> .....	182
Services financiers de la Banque .....	182
<i>Opérations du Département bancaire</i> .....	183
<i>Fonctions d'agent et mandataire (trustee)</i> .....	184
Bénéfice net et répartition .....	185
<i>Bénéfice net pour l'exercice</i> .....	185
<i>Répartition du bénéfice net pour l'exercice</i> .....	186
<i>Répartition de l'ajustement des réserves de l'exercice précédent</i> .....	187
<i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i> .....	187
Aspects institutionnels .....	187
<i>Modifications des Statuts de la Banque</i> .....	187
<i>Modifications des conventions comptables</i> .....	189
<i>Politique budgétaire</i> .....	190
<i>Politiques de rémunération de la BRI</i> .....	191
<i>Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque</i> .....	192
<b>Bilan et compte de profits et pertes</b> .....	<b>193</b>
<b>Conseil d'administration</b> .....	<b>222</b>
<b>Haute Direction de la Banque</b> .....	<b>223</b>
<b>Banques centrales membres de la BRI</b> .....	<b>225</b>

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 2 et le 11 juin 2003.

# Liste des graphiques (\*) et tableaux

	Page
<b>Évolution dans les économies industrielles avancées</b>	
Croissance et inflation . . . . .	12
Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de PIB* . . . . .	13
Comparaison entre le dernier cycle et les deux précédents* . . . . .	14
Endettement par secteur institutionnel* . . . . .	17
Ménages : épargne et patrimoine net, 1980–2002* . . . . .	18
Allemagne : indicateurs économiques* . . . . .	22
Marché pétrolier* . . . . .	24
Inflation et incertitude* . . . . .	25
Variation des prix à la consommation : prévisions* . . . . .	26
Inflation dans la zone euro : volatilités historique et géographique* . . . . .	27
Part des profits* . . . . .	28
Coûts unitaires de main-d'œuvre, productivité et bénéfices . . . . .	29
Indicateurs budgétaires et cycle conjoncturel . . . . .	30
Production, commerce et prix dans le monde* . . . . .	33
Trois principales zones économiques : balance des paiements . . . . .	33
Solde des paiements courants, épargne et PIB . . . . .	34
États-Unis : solde financier par secteur institutionnel* . . . . .	36
<b>Évolution dans les économies émergentes</b>	
Exportations* . . . . .	38
Croissance, inflation et solde des paiements courants . . . . .	39
Économies émergentes : balance des paiements . . . . .	40
Prime de risque sur obligations et dette extérieure* . . . . .	41
Asie : demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN) . . . . .	43
Asie : solde budgétaire de l'administration centrale* . . . . .	45
Indicateurs d'endettement . . . . .	46
Asie : taux d'intérêt et cours de change effectif réel . . . . .	47
Asie : exportations et entrées d'IDE* . . . . .	49
États-Unis et Chine : importations d'Asie* . . . . .	51
Amérique latine : solde budgétaire de l'administration centrale* . . . . .	53
Amérique latine : prix à la consommation et cours de change* . . . . .	55
Amérique latine : taux d'intérêt et cours de change effectif réel . . . . .	56
Amérique latine : crédit intérieur au secteur privé* . . . . .	57
PECO : croissance du PIB et composantes* . . . . .	58
UEM : critères de convergence . . . . .	62
Afrique et Moyen-Orient : croissance de la production et inflation . . . . .	64
<b>Politique monétaire dans les économies industrielles avancées</b>	
États-Unis : indicateurs économiques* . . . . .	67
États-Unis : taux de la nouvelle facilité d'escompte et des fonds fédéraux* . . . . .	68
Zone euro : indicateurs économiques* . . . . .	70
Zone euro : taux directeur et règles de politique monétaire* . . . . .	71
Japon : indicateurs économiques* . . . . .	72
Japon : agrégats de monnaie et de crédit* . . . . .	73
Pays à objectif d'inflation explicite : inflation et taux directeur* . . . . .	74

Déflation effective : fréquence, 1960 T1–2002 T4 . . . . .	76
Déflation et taux d'intérêt : rétrospective (1860–1913)* . . . . .	78
Dynamique déflation–production–cours des actions* . . . . .	79
Déflation : épisodes en 2002 . . . . .	81
Japon : demande de monnaie (1985–2002)* . . . . .	83

## Marchés des changes

Dollar, euro et yen : cours de change effectif nominal* . . . . .	88
Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement* . . . . .	89
Distribution des probabilités du cours du dollar par rapport à l'euro et au yen* . . . . .	89
Flux d'investissement de portefeuille entre les trois grandes économies* . . . . .	90
Cours de change et écarts de taux d'intérêt* . . . . .	91
États-Unis : déficit des paiements courants et son financement* . . . . .	92
Position extérieure globale et revenu, en termes nets, dans les trois principales économies* . . . . .	92
Réserves officielles en devises : variation annuelle . . . . .	93
Autres pays industriels : cours de change* . . . . .	95
Économies émergentes : cours de change* . . . . .	97
Cours de change : volatilité . . . . .	98
Ajustements des paiements courants et dynamique de change* . . . . .	99
Ajustements des paiements courants et comptes nationaux* . . . . .	100
Croissance, dépréciation de change et solde commercial des États-Unis . . . . .	102
Déficit courant EU et corrélation de la monnaie avec le dollar EU . . . . .	104

## Marchés financiers

Courbes des taux à terme sur contrats d'échange* . . . . .	107
Données macroéconomiques et prévisions de croissance* . . . . .	108
Taux d'intérêt à long terme* . . . . .	109
Marché des actions* . . . . .	111
Avertissements sur résultats et aversion pour le risque* . . . . .	112
Bulle du marché des actions* . . . . .	113
Obligations d'entreprises : primes et rendements* . . . . .	115
Entreprises : qualité de crédit* . . . . .	116
Entreprises américaines : tarification du risque de défaut* . . . . .	116
Sociétés non financières : désendettement* . . . . .	118
Entreprises : prime de risque avant et après les pics d'endettement* . . . . .	119
Contrats d'échange sur défaut de crédit, selon la clause de restructuration* . . . . .	122
Prime de risque pour certaines économies émergentes* . . . . .	123
Économies émergentes : qualité de crédit des portefeuilles bancaires* . . . . .	124
Économies émergentes : activité locale des banques étrangères* . . . . .	125
Prix de l'immobilier et taux d'intérêt avant et après les pics du marché des actions* . . . . .	126
Variation des taux d'intérêt et décalage entre les pics des cours des actions et des prix de l'immobilier* . . . . .	127

## Secteur financier

Taux de défaut mondial* . . . . .	130
Risque de défaut : mesure de marché* . . . . .	131
Grandes banques : rentabilité . . . . .	132
Banques d'affaires : indicateurs d'activité* . . . . .	132
Expansion du crédit* . . . . .	133
Banques : cours relatif des actions* . . . . .	133
Prêts improductifs : ratio* . . . . .	134

	Page
Banques : ratio de fonds propres* . . . . .	135
Compagnies d'assurances : portefeuilles d'actions et résultats* . . . . .	136
Compagnies d'assurances : notation des actifs* . . . . .	136
Banques commerciales aux États-Unis : passations en charges* . . . . .	138
Prix de l'immobilier . . . . .	138
Sociétés d'investissement en immobilier commercial* . . . . .	139
Financement des entreprises : crédit bancaire et émission de titres de dette* .	140
Crédits consortiaux aux États-Unis . . . . .	141
Transfert du risque de crédit* . . . . .	142
Dérivés de crédit . . . . .	143
Crédits consortiaux aux agents non financiers . . . . .	144
Banques : exposition sur immobilier* . . . . .	146
Concentration par type d'activité . . . . .	150

## Conventions utilisées dans le Rapport

e	estimation
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$	dollar EU, sauf indication contraire

Les chiffres étant arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total.



# 73<sup>e</sup> Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire  
de la Banque des Règlements Internationaux  
tenue à Bâle le 30 juin 2003*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-treizième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2003.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 362,0 millions de francs or, contre 268,5 millions de francs or au titre du précédent exercice. Ce dernier chiffre a fait l'objet d'un retraitement pour refléter les modifications des conventions comptables effectuées dans les comptes de cette année. Les résultats détaillés de l'exercice 2002/03 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 185–186. Les conventions comptables modifiées et leurs implications financières sont exposées dans les notes 2 et 3 afférentes aux comptes, pages 198–202.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 68,7 millions de francs or au paiement d'un dividende de 400 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 29,3 millions de francs or au Fonds de réserve générale, 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 261,0 millions de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2002/03 sera payable aux actionnaires le 7 juillet 2003.

Bâle, 11 juin 2003

MALCOLM D. KNIGHT  
Directeur Général





## I. Introduction : une passe difficile

Pendant la période examinée, qui s'étend de début 2002 à avril 2003, l'activité s'est avérée décevante. L'interaction de facteurs géopolitiques, économiques et financiers a freiné la croissance et suscité de grandes incertitudes ; la reprise mondiale a semblé marquer le pas. De fait, les mauvaises nouvelles l'ont emporté, le plus souvent, sur les bonnes, ce qui a largement surpris, étant donné l'orientation fortement incitative des politiques économiques dans de nombreux pays. Cette répétition d'espairs déçus a caractérisé les deux dernières années au moins. Ce phénomène peut être aisément mis sur le compte d'événements inattendus tels que les scandales d'entreprises comme Enron, le choc du 11 septembre 2001 et, plus prévisible, la crise argentine. La période analysée n'a pas fait exception : ce qui apparaît comme une pause des investissements productifs a été principalement attribué aux incertitudes liées au conflit en Irak et même à la dissémination du virus SRAS.

La guerre en Irak est venue alourdir le climat. La question était, dans un premier temps, de savoir si le conflit aurait bien lieu et quelles pourraient en être les répercussions sur les prix du pétrole ; puis, quand il aurait lieu ; enfin, comment il se déroulerait et quelle pourrait en être l'issue. Ces interrogations ont reçu une réponse plus rapide que beaucoup ne le pensaient, mais des incertitudes politiques demeurent, qui pourraient s'avérer difficiles à dissiper. Avant même ces événements, plusieurs sources de tensions dans le monde hypothéquaient des avancées dans des domaines aussi cruciaux que les négociations commerciales de Doha et la réforme du système financier international. La dépréciation récente du dollar EU, pour sa part, n'a fait que souligner les incertitudes entourant le déséquilibre global de l'épargne et a conduit à s'interroger sur la meilleure contribution des différents pays à leur correction.

Cependant, comme les espoirs dans l'économie mondiale ont été régulièrement déçus, les causes ont été recherchées dans des forces plus fondamentales. Les États-Unis ont donné l'impulsion à la croissance mondiale à partir du début des années 90, en grande partie parce que ni le Japon ni l'Allemagne ne parvenaient à réaliser les ajustements structurels nécessaires pour remédier aux séquelles de la bulle des actifs, pour l'un, et de la réunification, pour l'autre. Rétrospectivement, toutefois, il apparaît que l'expansion américaine de la fin des années 90 a nourri ses propres excès, avec des prévisions de bénéfices trop optimistes, une augmentation rapide du crédit et des prix des actifs ainsi que des situations financières fragilisées. Les répercussions de ces déséquilibres, surtout dans le secteur des entreprises, ont largement pesé sur la reprise aux États-Unis l'an passé. De plus, en raison de l'interaction croissante des économies à travers les échanges et les marchés

financiers, sans parler des effets réciproques sur la confiance, d'autres pays semblent aussi avoir été durement touchés. Voyant leurs perspectives de bénéfiques s'éloigner encore, les multinationales européennes qui avaient massivement investi aux États-Unis se sont désengagées partout. Plus généralement, la croissance a également souffert des ajustements rendus nécessaires par la chute sans précédent des marchés boursiers, correspondant à quelque deux cinquièmes du PIB mondial actuel depuis leurs sommets de mars 2000. Les économies émergentes ont été frappées, elles aussi : en Asie, essentiellement par la réduction du commerce de biens de haute technologie ; en Amérique latine, par un assèchement temporaire des entrées de capitaux.

Si l'on peut déplorer que les anticipations de croissance les plus optimistes ne se soient pas concrétisées, on doit se réjouir que ce soit aussi le cas des perspectives les plus pessimistes. Contrairement à ce que certains avaient craint, la faiblesse de l'activité ne s'est pas conjuguée aux tensions découlant de la dernière bulle pour menacer sérieusement la solidité du système financier mondial. Malgré la série de chocs qui ont entamé le capital et la confiance, aucune faillite de gros établissement financier n'a été enregistrée. Il faut saluer également l'absence de dysfonctionnement majeur dans les principaux marchés financiers. Cela étant, les conditions de crédit se sont durcies çà et là, surtout dans le compartiment des obligations américaines à haut rendement. En outre, on redoutait de plus en plus que quelques compagnies d'assurances et fonds de pension déjà affaiblis soient moins attirés par les placements à risque. Ce sont probablement là deux exemples d'un retour à une plus grande prudence qui s'imposait depuis longtemps, mais dont les conséquences préjudiciables pour le crédit sont plutôt inopportunes dans le contexte actuel. Dans ce domaine comme dans bien d'autres – discipline budgétaire, provisions pour créances douteuses, modification des cours de change, réformes structurelles et orientation des politiques –, il est toujours coûteux à terme de ne pas effectuer au bon moment les réformes nécessaires.

L'assouplissement budgétaire et l'abaissement parfois énergique des taux directeurs dans de nombreux pays industriels ont, sans doute, permis au système financier de mieux résister jusqu'à présent. Ils ont également aidé à modérer la baisse des flux de capitaux vers des économies émergentes qui en sont encore tributaires pour financer leur déficit des paiements courants. Mais cette résistance peut aussi avoir été favorisée par les efforts notables entrepris depuis des années, tant pour améliorer l'infrastructure du système financier international que pour diversifier les sources de financement.

## Modération de la croissance mondiale et influence des facteurs financiers

Début 2002, l'activité aux États-Unis avait bien redémarré après la phase de récession, ce qui n'était guère surprenant, étant donné l'orientation fortement incitative des politiques budgétaire et monétaire. Ce qui est plus inhabituel, c'est qu'elle ait, depuis lors, plutôt tendance à ralentir qu'à s'accélérer. En outre, par sa nature même, la reprise a été à tous égards aussi atypique

que la chute des bénéfices et de l'investissement qui l'a précédée. La consommation, dont la vigueur exceptionnelle avait contribué à faire de cette phase de contraction la récession la plus modérée de l'après-guerre, est demeurée dynamique en 2002, avant de montrer des signes d'essoufflement en fin d'année. Les investissements des entreprises, en revanche, sont restés faibles, bien que celles-ci soient parvenues, au moyen de compressions drastiques, à préserver des gains de productivité substantiels, à ramener la part des profits dans le PIB à des niveaux plus normaux et à réduire fortement leurs besoins de financement externe.

L'influence croissante des facteurs financiers dans les décisions de dépenses aux États-Unis est apparue plus nettement durant la période examinée, avec toutefois des différences notables entre entreprises et ménages. Pour les premières, il était primordial, face à des niveaux d'endettement historiquement élevés, de restructurer les bilans en diminuant autant que possible les investissements et l'endettement ; ce repli était également logique compte tenu des conditions encore très difficiles sur les marchés financiers. Avec la chute continue des cours des actions et le niveau très haut, quoique récemment en baisse, des primes sur obligations, seules les signatures de bonne qualité pouvaient bénéficier pleinement de la réduction antérieure du taux directeur. Le fait que le dollar EU ait fini par se déprécier en termes effectifs, par suite de la détente des taux d'intérêt et de la montée des préoccupations sur le déficit commercial américain, a revalorisé d'autant les revenus d'investissements à l'étranger. Mais c'était loin d'être suffisant pour dissiper le pessimisme fondamental des entrepreneurs, nourri par les problèmes de bilan et par les incertitudes suscitées par le contexte politique mondial.

Ce contexte financier difficile aurait pu également freiner les dépenses des ménages. En fait, alors même que les enquêtes les montraient moins confiants, ils ont continué à dépenser à un rythme soutenu aux États-Unis ; ils ont été particulièrement attirés par les biens de consommation durables et le logement, secteurs favorisés par la réduction du taux directeur et des incitations spécifiques. L'offre de financements à taux zéro par les producteurs de biens durables, au détriment de leurs bénéfices, a contribué à stimuler tout spécialement les ventes d'automobiles. Plus encore, la conjonction d'une baisse des taux hypothécaires, d'une hausse des prix du logement et d'une réduction des coûts de transaction a permis aux particuliers de se refinancer massivement. Si les fonds dégagés ont été affectés en partie au remboursement d'emprunts à taux plus élevés, ils ont aussi largement alimenté un surcroît de consommation ou servi à l'acquisition de biens immobiliers plus coûteux. Comme cette dernière tendance a renforcé le renchérissement du logement, il est possible que le processus ait acquis une dynamique propre. D'ailleurs, un phénomène identique, dû à une plus grande disponibilité du crédit, s'est produit ces dernières années au Royaume-Uni et en Australie ainsi que dans plusieurs pays d'Asie et d'Europe continentale. Si, aux États-Unis, la dette des ménages a continué de s'alourdir, les consommateurs ne semblent pas vraiment avoir adopté pour autant un comportement plus prudent. Le

coût du service de la dette est resté relativement bas, bien que le ratio dette/actifs se soit notablement accru, principalement sous l'effet du repli des actions.

Au Japon et, davantage encore, en Europe continentale, la croissance est également restée en deçà des prévisions, mais la déception a été d'autant plus grande que l'Europe n'avait pas connu les mêmes excès que les États-Unis durant la phase d'expansion et que le Japon avait déjà subi des années de stagnation caractérisée. Par comparaison avec ce qui s'est passé aux États-Unis, les entreprises se sont montrées tout aussi prudentes, et pour des raisons quasiment identiques tenant à la faiblesse de leurs bénéfices et à leur endettement élevé. La principale différence a concerné la consommation : en Europe et au Japon, les ménages ont suivi à peu près le même comportement que lors des cycles précédents. Si, dans de nombreux pays d'Europe continentale, les prix du logement ont augmenté encore plus rapidement qu'aux États-Unis en 2002, il semble que les ménages n'aient eu ni la volonté ni les moyens de mobiliser cet accroissement de patrimoine pour renforcer leur consommation.

L'apathie persistante de la croissance au Japon et dans les grands pays d'Europe continentale, en particulier en Allemagne, peut être difficilement imputée aux politiques macroéconomiques, qui ont été dans l'ensemble accommodantes mais sans excès. La responsabilité en reviendrait plutôt à des faiblesses structurelles sur les marchés du travail, des produits et même des capitaux. En Allemagne, par exemple, le chômage a encore augmenté l'an passé, la réduction antérieure du « coin fiscal » sur l'emploi ayant été en partie inversée. Simultanément, l'investissement a chuté à ses minimums de l'après-guerre, dans un contexte marqué par une nouvelle érosion de la part des profits. En outre, la déréglementation n'a pas avancé suffisamment vite au Japon et dans une bonne partie de l'Europe pour permettre de mieux répartir l'emploi face à la concurrence internationale. Les pressions chroniques sur les prix et les bénéfices dans les branches productrices de biens ne se sont que légèrement atténuées et pourraient bien s'intensifier, à la suite de l'adhésion de la Chine à l'OMC. Enfin, au Japon et en Allemagne, il apparaît que les établissements financiers ont durci leurs conditions de crédit, ce qui a surtout pesé sur les décisions d'investissement des petites et moyennes entreprises. Si cette évolution peut être saluée comme la réponse au problème persistant de sous-tarification du risque, le moins que l'on puisse dire est qu'elle n'est peut-être pas intervenue au meilleur moment.

Étant donné les difficultés rencontrées par les principaux pays industriels, il peut paraître surprenant que les économies émergentes et en transition aient connu une croissance aussi rapide. L'Amérique latine a souffert durant une bonne partie de la période d'une crise de confiance sur les marchés financiers mondiaux, mais également de facteurs internes qui ont freiné les entrées de capitaux. Elle a dû faire face simultanément à une dépréciation du change, à la récession et à l'inflation. Heureusement, le climat s'est éclairci peu à peu, grâce à l'engagement du nouveau président du Brésil de suivre des politiques macroéconomiques prudentes, à la fin d'une grève de grande ampleur au Venezuela et aux signes de redressement en Argentine.

Un regain de confiance dans l'efficacité des efforts d'ajustement, avec le soutien du FMI dans de nombreux cas, et la demande accrue des investisseurs pour la dette des économies émergentes ont permis de réduire les primes sur les emprunteurs souverains, qui sont néanmoins demeurées souvent très lourdes.

En Asie comme en Europe centrale et orientale, des facteurs externes et internes ont aidé à conserver une croissance généralement très soutenue. Les économies d'Asie ont bénéficié d'une forte expansion du commerce intrarégional, dans lequel la Chine tient une part de plus en plus grande, tandis que les pays d'Europe en transition ont réussi à diversifier leurs débouchés à l'exportation. Dans les deux régions, les apports de capitaux ont continué à un rythme suffisamment élevé pour poser des problèmes aux autorités, qu'elles n'ont qu'en partie résolus par des interventions sur les changes et un renforcement important des réserves en devises ; ce faisant, elles ont apporté une contribution notable au financement d'un déficit courant américain en constante augmentation. Heureusement, les deux régions se sont également efforcées de stimuler la demande intérieure pour corriger ce déséquilibre extérieur mais aussi soutenir l'activité. À la différence de celles d'Amérique latine, ces économies bénéficient souvent d'une crédibilité permettant aux responsables d'assouplir les politiques budgétaire et monétaire. Dans certains cas, en outre, des changements structurels ont favorisé une expansion notable des crédits aux particuliers, affectés à l'achat de biens de consommation durables et de logements. La Corée, qui était allée le plus loin dans cette voie, s'est toutefois trouvée aux prises avec des turbulences financières au printemps 2003. Pour les observateurs extérieurs tout au moins, cette alerte est venue opportunément rappeler les écueils de tout processus de restructuration, surtout lorsqu'il touche le système financier.

L'inflation mondiale est généralement demeurée stable à de bas niveaux, même si le renchérissement des produits de base, à commencer par le pétrole, a fait craindre un moment un réveil de l'inflation. Dans les pays industriels, la tendance était plutôt au repli, l'Europe présentant les augmentations les plus sensibles, le Japon se trouvant franchement en déflation et les États-Unis se situant quelque part entre les deux. Il apparaît, surtout dans les pays dont la monnaie s'est appréciée, que les prix des biens ont moins varié, à la hausse ou à la baisse, que ceux des services. L'accentuation de la concurrence internationale et des écarts de productivité a vraisemblablement joué un rôle majeur dans cette modification des prix relatifs et exercé sans doute un effet désinflationniste plus large. Fondamentalement, la persistance d'une faible inflation dans les pays industriels s'appuie sur un ancrage toujours plus solide des anticipations : après plusieurs années de sagesse des prix, les agents s'attendent à ce que ces conditions perdurent.

Les prix ont évolué de manière nettement plus différenciée dans les économies émergentes et en transition. L'Amérique latine a connu de loin les moins bons résultats. Bien souvent, l'inflation s'est fortement accélérée et a dépassé les objectifs explicites. Il convient toutefois de remarquer que, même après une dépréciation de change significative, l'hyperinflation n'est pas réapparue. Le mérite en revient au contexte mondial, mais aussi aux politiques

suivies par les autorités, qui ont réaffirmé leur détermination à cet égard. Fait encore plus encourageant, l'inflation s'est ralentie dans la plupart des pays hors d'Amérique latine, même en Inde, où le déficit public reste élevé.

Parallèlement, une nouvelle tendance est apparue dans plusieurs économies émergentes d'Asie, inopportune et, dans certains cas, surprenante. La déflation s'est accentuée à Hong-Kong RASS et a fait son retour à Singapour, conséquences probables de la bulle, respectivement dans l'immobilier et la haute technologie. Toutefois, la déflation est également revenue en Chine, où aucun boum ne s'était produit et ce, malgré une politique budgétaire très incitative et une vive augmentation du crédit. On pourrait y voir le résultat de gains de productivité considérables et donc d'une hausse massive des capacités d'offre résultant de l'investissement direct étranger. La réticence des autorités à fermer les entreprises d'État, par crainte de répercussions sociales et politiques, a pu aussi y contribuer dans de nombreux secteurs.

La déflation apparue dans ces économies, tout comme au Japon, a amené à se demander si elle ne pourrait pas s'étendre et, dans ce cas, s'il y avait lieu de s'en préoccuper. La pause constatée dans la croissance a relancé le débat, car les capacités excédentaires menacent d'augmenter, ce qui renforcerait les pressions sur un niveau d'inflation déjà très bas. Ces processus pourraient même se conjuguer aux fragilités du système financier pour amplifier les effets désinflationnistes. Toutes ces considérations sont développées dans les différents chapitres et dans la Conclusion.

## Préservation de la stabilité financière et rôle des autorités

Compte tenu des difficultés macroéconomiques dans les pays industriels, il n'est guère surprenant que les défaillances et déclassements d'entreprises se soient fortement accrues l'an passé, atteignant des niveaux bien supérieurs à ceux de la dernière récession. Comme, en outre, les perspectives de profits se sont amenuisées pour les sociétés toujours en activité, les marchés boursiers ont chuté pour la troisième année consécutive. Pourtant, contrairement aux entreprises, mais aussi à son propre comportement lors des précédentes phases de ralentissement économique, le système financier est resté, du moins en surface, relativement solide. Certes, des signes évidents de tensions sont apparus, mais ils ont été circonscrits à certains secteurs et pays et jugés, pour l'essentiel, maîtrisables.

La principale source de satisfaction provient de la capacité de résistance du système bancaire dans la plupart des pays industriels. À l'exception notable du Japon, les pertes à l'égard de la clientèle d'entreprises et la baisse des recettes sur les activités de marché ont été en partie compensées par de confortables profits vis-à-vis des particuliers. Cela a surtout été le cas aux États-Unis, où les refinancements d'hypothèques et les prêts à la consommation ont procuré de substantiels revenus d'intérêts nets et de commissions. En Allemagne, en revanche, les défaillances d'entreprises se sont multipliées et la faiblesse chronique des marges d'intérêt a pesé sur les résultats ; néanmoins, les ratios de fonds propres se sont améliorés,

comme dans beaucoup d'autres pays d'ailleurs, et demeurent bien supérieurs aux exigences minimales réglementaires. En outre, tant en Amérique du Nord que dans plusieurs économies européennes, les banques ont poursuivi leurs efforts de réduction des coûts et de diversification. En Europe, cette restructuration exercera des effets positifs plus visibles sur les bénéficiaires, avec la disparition progressive des conditions non concurrentielles des établissements bénéficiant du soutien de l'État.

Ailleurs, les résultats du système financier n'ont pas toujours été aussi satisfaisants : certains problèmes sont demeurés sans solution et d'autres sont apparus. Parmi les premiers, les bilans des banques sont restés grevés par une forte proportion de prêts non productifs au Japon et dans plusieurs autres économies d'Asie, à l'exception notable de la Malaisie. De même, aucun progrès décisif n'a été réalisé, l'an passé, dans l'élaboration, et encore moins la mise en œuvre, d'une stratégie de traitement du surendettement dans les entreprises et le secteur bancaire. Des difficultés ont surgi pour les compagnies d'assurances et les fonds de pension ; ces établissements, surtout en Europe, ont pâti de la volatilité des actions qu'ils avaient massivement achetées, séduits par les promesses de l'« ère nouvelle » et poussés par une concurrence exacerbée, au lieu de se cantonner dans les obligations à long terme formant la contrepartie naturelle de leurs passifs contractuels. Maintes compagnies d'assurances européennes et japonaises ont souffert, en outre, de garanties de rendements relativement élevés sur leurs contrats. Face à cette situation, quelques gros assureurs d'Europe ont été amenés à se recapitaliser, à relever leurs primes et à se retirer progressivement d'activités non rentables. Les fonds de pension, pour leur part, se sont tournés vers les employeurs, presque partout, pour résoudre leurs problèmes de financement. Cela a malheureusement rejaili sur les anticipations de bénéficiaires et les notations, entraînant une baisse supplémentaire des actions et un accroissement du niveau de sous-financement.

Les amples fluctuations du sentiment et de la volatilité des marchés financiers ont constitué une autre source de préoccupation. Outre les perspectives de bénéficiaires médiocres, les marchés des actions ont été pénalisés en 2002 par le nombre record de « signatures déchues », qui ont vu leur notation autrefois flatteuse se dégrader progressivement, et parfois tomber en état de défaut de paiement. Faisant suite aux révélations d'irrégularités, d'ordre comptable notamment, ces incidents ont décontenancé les investisseurs et accru leur réticence à assumer des risques. Leur réaction s'est aussi manifestée par des marges de crédit fortement élargies pendant une bonne partie de la période, pour atteindre des records fin 2002 ; heureusement, les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté, revenant au printemps 2003 à des niveaux jamais vus depuis vingt ans ; en termes nets, le coût des emprunts n'a donc pas augmenté autant qu'on aurait pu le redouter. Un phénomène surprenant mais bienvenu s'est produit vers le changement d'année, lorsque les marges de crédit ont diminué, alors même que les autres indicateurs du sentiment du marché restaient résolument négatifs. Il pourrait s'agir en partie d'une correction de la surréaction antérieure, mais les opérateurs ont apparemment estimé que les



efforts des entreprises pour se restructurer et réduire leur vulnérabilité aux chocs potentiels commençaient à porter leurs fruits.

Le fait que le système financier, et surtout le secteur bancaire, ait si bien fonctionné peut s'expliquer par des facteurs conjoncturels et structurels. Du côté conjoncturel, le plus important peut-être dans beaucoup de pays tient à quelque chose qui ne s'est pas produit : le ralentissement économique n'a pas été précédé, cette fois, d'une hausse excessive du crédit à l'immobilier commercial. Au contraire, alors que leur clientèle d'entreprises et leurs activités de marché étaient peu rémunératrices, les établissements financiers ont souvent tiré leurs revenus du dynamisme relatif du marché du logement et des prêts à la consommation. On peut voir dans cette vigueur un effet indirect de l'assouplissement monétaire énergique dans de nombreuses économies, rendu possible par le bon comportement des prix.

Du côté structurel, plusieurs évolutions ont joué en faveur de la stabilité financière. Les établissements dans leur ensemble, et les banques en particulier, paraissent avoir pris davantage conscience des risques encourus et de la nécessité de les gérer de manière plus prudente. En témoigne la tendance à transférer le risque hors du système bancaire vers les marchés, puis sur les établissements financiers non bancaires. Cette tendance s'est appuyée sur l'essor des titres à haut rendement, surtout aux États-Unis, et sur le développement du marché obligataire européen depuis l'avènement de l'euro. Les banques utilisent de plus en plus des instruments tels que crédits consortiaux, titres adossés à des actifs, créances garanties par des titres de dette et contrats sur défaut pour reporter le risque de crédit sur des investisseurs institutionnels. La logique sous-jacente, vérifiée jusqu'à ce jour, est qu'une plus grande répartition du risque de crédit conforte la stabilité. De surcroît, la possibilité pour les emprunteurs de solliciter une gamme de bailleurs de fonds plus diversifiée contribue à éviter des problèmes de liquidité comme ceux qui, par le passé, ont souvent mené à des situations d'insolvabilité préjudiciables.

Au-delà de son rôle opportun dans l'ajustement des politiques macroéconomiques, le secteur officiel peut être en partie crédité de ces évolutions relativement positives. En association avec les institutions financières internationales et le Forum sur la stabilité financière, les autorités nationales mettent tout en œuvre depuis des années pour améliorer les normes prudentielles applicables au système financier. Pendant la période analysée, l'attention s'est portée plus particulièrement sur les fragilités affectant les fondements du marché, mises en évidence par les récents scandales d'entreprises. Même si de nombreuses initiatives ont été déclenchées très rapidement au lendemain des événements, elles n'en apparaissent pas moins mûrement réfléchies, en liaison avec les opérateurs de marché eux-mêmes. En outre, tout en étant essentiellement de caractère national par leur origine et leur champ d'application, elles incorporent souvent les grands principes qui ont fait l'objet d'accords internationaux à l'issue de vastes consultations. Comme ces principes intègrent les enseignements des expériences nationales récentes, ce processus interactif ne peut que conduire à une convergence vers les meilleures pratiques à l'échelle internationale.



À ce propos, la publication, par l'Organisation internationale des commissions de valeurs, d'un ensemble de principes concernant l'indépendance des auditeurs (pour éviter les conflits d'intérêts) et la surveillance prudentielle des sociétés d'audit revêt une importance particulière. Ces efforts cherchent à remédier à ce qui est de plus en plus perçu comme une carence majeure : l'absence d'initiative et de volonté dans cette profession pour se réformer et réviser les normes professionnelles en fonction des insuffisances constatées. Par ailleurs, des progrès ont été accomplis sur la voie d'accords internationaux pour l'établissement de principes dans le domaine de la comptabilité et de la communication financière. Le protocole conclu entre les autorités américaines et l'International Accounting Standards Board, en vue d'harmoniser les normes comptables, constitue une étape capitale. Il convient également de signaler l'initiative, lancée l'an dernier, pour la révision des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, dans le but de les renforcer et de formuler des recommandations plus détaillées sur leur interprétation, leur mise en œuvre et leur respect dans le monde entier. Enfin, il est de plus en plus admis que des normes internationales sont nécessaires pour aider à atténuer les conflits d'intérêts inhérents à la prestation de services financiers au sens large. L'attention s'est concentrée récemment sur l'interaction entre analyse et transactions financières, mais il est facile de recenser bien d'autres domaines tout aussi conflictuels.

À ce jour, le système financier mondial a démontré sa capacité de résistance à des tensions économiques de plus en plus manifestes. Il convient de s'en féliciter, comme il faut saluer les progrès réalisés pour en renforcer les fondements. Bien évidemment, ces motifs de satisfaction ne devraient pas faire oublier aux décideurs les insuffisances qui doivent être encore corrigées, ni leur dissimuler les défis à venir. Le système financier pourrait receler d'importantes tensions qui restent à découvrir. Quelle serait, par exemple, l'incidence d'une période prolongée de croissance lente dans le monde, si elle était aggravée de surcroît par des chocs dans le domaine politique ou commercial ? Ces interrogations, et les réponses envisageables, constituent le thème de la Conclusion de ce *Rapport annuel*.

## II. Évolution dans les économies industrielles avancées

### Faits marquants

Malgré des politiques économiques particulièrement expansionnistes, les pays industriels avancés n'ont connu qu'une reprise modeste en 2002 (tableau II.1). Si les dépenses des ménages sont restées dynamiques, l'investissement des entreprises a poursuivi son repli. L'atonie de la demande a surpris au premier trimestre 2003, mais il est difficile de savoir dans quelle mesure elle s'explique par des incertitudes géopolitiques ou par des forces plus fondamentales entravant la croissance. Selon les prévisions consensuelles, un redémarrage modéré de l'activité aura lieu plus tard cette année. La récente progression des bénéfices, le redressement de la situation financière des entreprises et la poursuite des progrès techniques sont propices à une remontée des dépenses d'équipement. Toutefois, le poids de la dette des ménages s'est alourdi et la vigueur de la consommation pourrait marquer le pas ; de fait, la demande intérieure reste faible au Japon et en Europe, particulièrement en Allemagne.

Les pressions baissières sur les prix des marchandises à travers le monde ont conduit certains commentateurs à exprimer leurs préoccupations concernant une possible déflation mondiale et les risques correspondants.

Les autorités des pays industriels avancés restent confrontées à d'autres défis majeurs : les déficits budgétaires se creusent depuis peu et, à terme, le vieillissement de la population impliquera un accroissement des dépenses publiques. L'élaboration du cadre budgétaire et le besoin d'un assainissement à moyen terme constituent donc des aspects essentiels. L'aggravation

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation <sup>1</sup>			
	1991–2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>
Pays industriels avancés	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
États-Unis	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Zone euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japon	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Royaume-Uni	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australie	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Autres pays <sup>3</sup>	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

<sup>1</sup> Zone euro : indice des prix à la consommation harmonisé ; Royaume-Uni : indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires. <sup>2</sup> Prévision consensuelle publiée en mai. <sup>3</sup> Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.

Sources : © Consensus Economics ; données nationales. Tableau II.1

ininterrompue des déséquilibres des paiements courants depuis le milieu des années 90 s'est accompagnée de réajustements de l'épargne mondiale qui pourraient avoir des conséquences pour l'avenir.

## Reprise mondiale en 2002

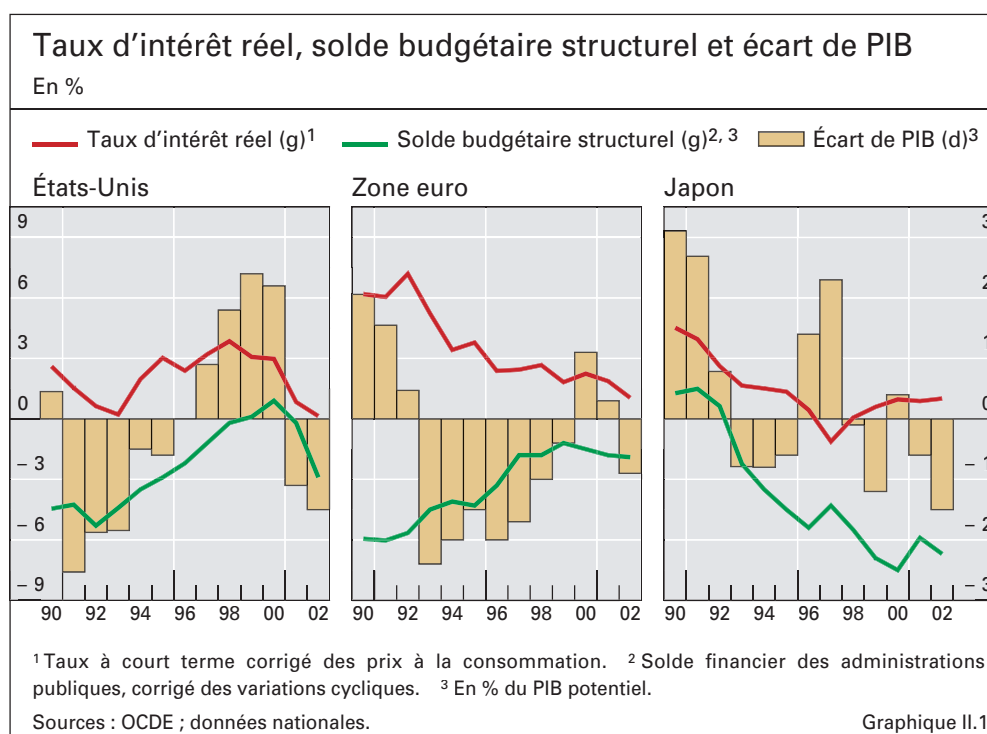
### *Croissance décevante malgré les politiques incitatives*

L'économie mondiale s'est essoufflée en 2002 ...

Une décélération relativement modérée de l'activité dans les pays industriels avancés en 2001 a fait place à un rebond en 2002. L'économie mondiale s'est toutefois rapidement essoufflée et a terminé l'année sur une note de faiblesse, l'écart de PIB se creusant dans la plupart des régions. Le ralentissement de la demande finale a été sensible aux États-Unis. Certains autres pays industriels ont été plus dynamiques, avec une demande intérieure particulièrement vigoureuse en Australie et, dans une moindre mesure, au Canada. L'économie japonaise n'a progressé que modestement en 2002, malgré le net redressement de ses exportations. La croissance s'est révélée beaucoup plus faible que prévu dans la zone euro et s'est quasiment interrompue en Allemagne.

... malgré des politiques incitatives

Compte tenu du caractère incitatif des politiques économiques, ces résultats sont particulièrement décevants. Aux États-Unis, où les taux directeurs ont été fortement abaissés, l'excédent budgétaire s'est transformé en un déficit large et croissant (graphique II.1). Les politiques ont été moins expansionnistes dans le reste du monde industriel. L'orientation budgétaire a été globalement neutre : si les stabilisateurs automatiques ont pu jouer librement, les mesures discrétionnaires ont été limitées par l'ampleur du déficit et de la dette publique dans la zone euro et davantage encore au Japon. La marge de manœuvre pour un assouplissement monétaire a été réduite par

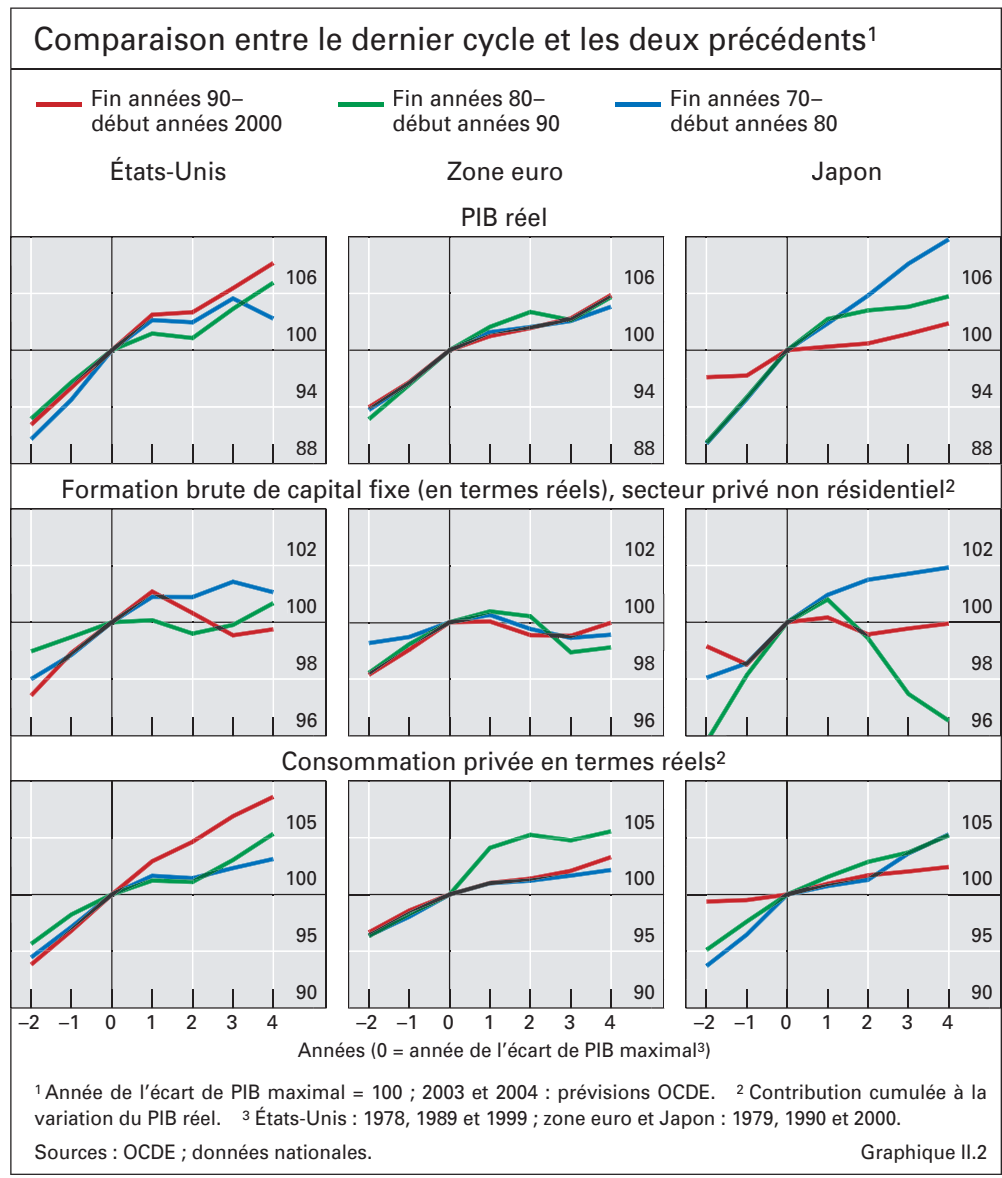


la persistance de l'inflation dans la zone euro et, au Japon, par le fait que les taux d'intérêt nominaux sont proches du seuil zéro (chapitre IV). Certains pays (notamment l'Australie et le Canada) ont même durci leur politique monétaire en réaction à la fermeté de la demande et à des tensions inflationnistes.

*L'investissement des entreprises ne s'est pas redressé*

L'investissement des entreprises, en baisse dans les économies industrielles avancées en 2002, a été exceptionnellement faible (graphique II.2). Cela s'explique en partie par une réaction au précédent boum, marqué par des anticipations de profit trop optimistes qui avaient suscité une expansion insoutenable du crédit et des prix des actifs. L'apparition d'importantes surcapacités dans plusieurs secteurs, en particulier celui des technologies de l'information, et la faiblesse des débouchés ont freiné la demande de nouveaux équipements. En outre, les entreprises, affectées par la dépréciation des actifs, ont dû restructurer leur bilan et reconstituer leurs bénéfices. La confiance des investisseurs a encore été ébranlée par la

Les entreprises ont assaini leur situation financière mais réduit leurs investissements



montée des préoccupations concernant la gouvernance d'entreprise, après une série de scandales financiers retentissants et de faillites spectaculaires. Les sociétés ont, en outre, eu davantage de difficultés à se procurer des capitaux, en raison du repli des cours des actions, du resserrement des conditions de crédit et de l'augmentation des primes de risque. Dans certains grands pays européens et au Japon, l'offre de crédit s'est quelque peu contractée, surtout pour les PME.

### *Bonne tenue des dépenses des ménages*

Les dépenses des ménages ont été dynamiques ...

Dans l'ensemble, les dépenses des ménages ont relativement bien résisté dans les économies industrielles avancées, malgré la contraction substantielle du patrimoine financier et la dégradation du marché du travail. La consommation privée et l'investissement résidentiel ont été plutôt dynamiques dans plusieurs pays, particulièrement aux États-Unis et au Royaume-Uni. La réactivité de la demande des ménages aux impulsions des politiques économiques y a joué un rôle majeur. La stimulation budgétaire a favorisé les ménages, notamment sous forme de baisses d'impôts, hausses des salaires publics ou relèvements des prestations sociales. Dans le même temps, l'abaissement généralisé des taux directeurs et le repli des taux d'intérêt à long terme ont notablement réduit le coût du crédit. Aux États-Unis, par exemple, le taux moyen des emprunts a cédé près de 1 point de pourcentage en 2002 et de généreuses conditions de crédit ont stimulé les ventes d'automobiles. Les dépenses des ménages ont été nettement moins soutenues dans la zone euro, où les taux d'épargne ont sensiblement progressé. Au Japon, la consommation a été assez résistante, mais l'investissement résidentiel a encore régressé.

... grâce à la hausse des prix immobiliers et au refinancement des prêts hypothécaires

Sur les marchés financiers de nombreux pays, des changements structurels ont stimulé l'offre de crédit et permis aux ménages d'accroître leur endettement. Un autre facteur a joué dans le même sens : l'envolée des prix immobiliers, qui s'est poursuivie, voire accélérée parfois en 2002, a fourni une source de liquidités (tableau VII.2). Cette hausse semble avoir en partie compensé l'effet des moins-values sur actions, notamment en Amérique du Nord, au Royaume-Uni et dans certaines économies d'Europe continentale. Dans ces pays, une concurrence accrue et des innovations sur les marchés hypothécaires ont élargi les possibilités d'emprunt pour les propriétaires de logements grâce à des plus-values latentes. En outre, avec la diminution du coût de refinancement des prêts hypothécaires, les débiteurs ont pu profiter plus facilement de la baisse des taux d'intérêt.

## Perspectives mondiales

### *Expansion irrégulière mais graduelle*

Les facteurs de récession pourraient s'atténuer en 2003 ...

Il semble que la montée des préoccupations sur la situation au Moyen-Orient ait contribué de façon déterminante à freiner l'expansion, tout récemment, en majorant les prix du pétrole et en déprimant la confiance. Bien que des incertitudes géopolitiques demeurent, le consensus penche pour une décline

des facteurs de récession. L'ajustement des stocks semble être achevé, les ratios stocks/ventes se situant à des niveaux exceptionnellement bas aux États-Unis. Plusieurs éléments laissent présager, par ailleurs, une remontée de la formation de capital fixe. Après deux années de recul de l'investissement, le besoin de moderniser les équipements, accentué par la rapide obsolescence des biens des nouvelles technologies, se fera vraisemblablement sentir. Les dépenses d'investissement des entreprises devraient, en outre, être soutenues par les bénéfices, qui se sont redressés en 2002, en termes de comptabilité nationale, et par l'amélioration de leur solidité financière. Plus récemment, les conditions de financement sont devenues favorables, elles aussi.

Malgré tout, la croissance est restée faible jusqu'à présent dans la plupart des régions et les signes d'un redressement du commerce mondial ne sont guère nombreux. En outre, les indicateurs récents ne laissent pas entrevoir de retour généralisé de la confiance des entrepreneurs. Les marchés financiers n'en dénotent pas moins une certaine amélioration : les courbes des rendements semblent indiquer un redémarrage de l'activité dans l'année, les primes de risque ont diminué et les cours des actions ont effacé en grande partie les pertes enregistrées peu avant la guerre. Cela étant, il faut convenir que les marchés n'avaient pas correctement prévu l'évolution économique de l'an passé, marqué par des fluctuations rapides des anticipations.

Plusieurs interrogations subsistent, malgré le consensus estimant que les dépenses des ménages se maintiendront jusqu'au redémarrage de l'investissement. D'un côté, la levée rapide des incertitudes géopolitiques pourrait ranimer la confiance et la propension à dépenser des ménages et des entreprises. Il pourrait en résulter une expansion plus vigoureuse qu'attendu. D'un autre côté, les effets des mesures de relance antérieures pourraient s'estomper avant que la demande finale ne se renforce d'elle-même. Les dépenses publiques et les composantes sensibles aux taux d'intérêt de la demande des ménages ont atteint des niveaux élevés et pourraient donc décroître prochainement. De fait, aux États-Unis, le secteur des biens de consommation durables semble avoir déjà amorcé une phase plus modérée. Dans les pays où les dépenses des ménages ont été soutenues par le dynamisme du marché immobilier, l'effet positif des refinancements hypothécaires pourrait s'émousser. Dans certaines économies, les prix immobiliers apparaissent avoir déjà touché un plafond et les taux d'intérêt à long terme semblent avoir fini de baisser.

Autre risque : les politiques incitatives pourraient commencer à s'inverser. La dégradation des perspectives budgétaires a non seulement empêché les autorités d'adopter d'importantes mesures expansionnistes supplémentaires dans de nombreux pays, mais elle a aussi engendré une certaine austérité en Europe comme (à l'échelle des collectivités locales et des États) aux États-Unis. Sur le plan monétaire, les pays où les taux directeurs et les taux d'intérêt à long terme se situent à des niveaux historiquement bas ont pratiquement épuisé leur marge de manœuvre. Certains observateurs redoutent une remontée des taux longs si l'évolution des prix ou de la situation budgétaire devenait une source de préoccupations pour les investisseurs. Enfin, de

... mais, à ce stade, les signes d'une reprise durable sont peu nombreux

Interrogations malgré le consensus

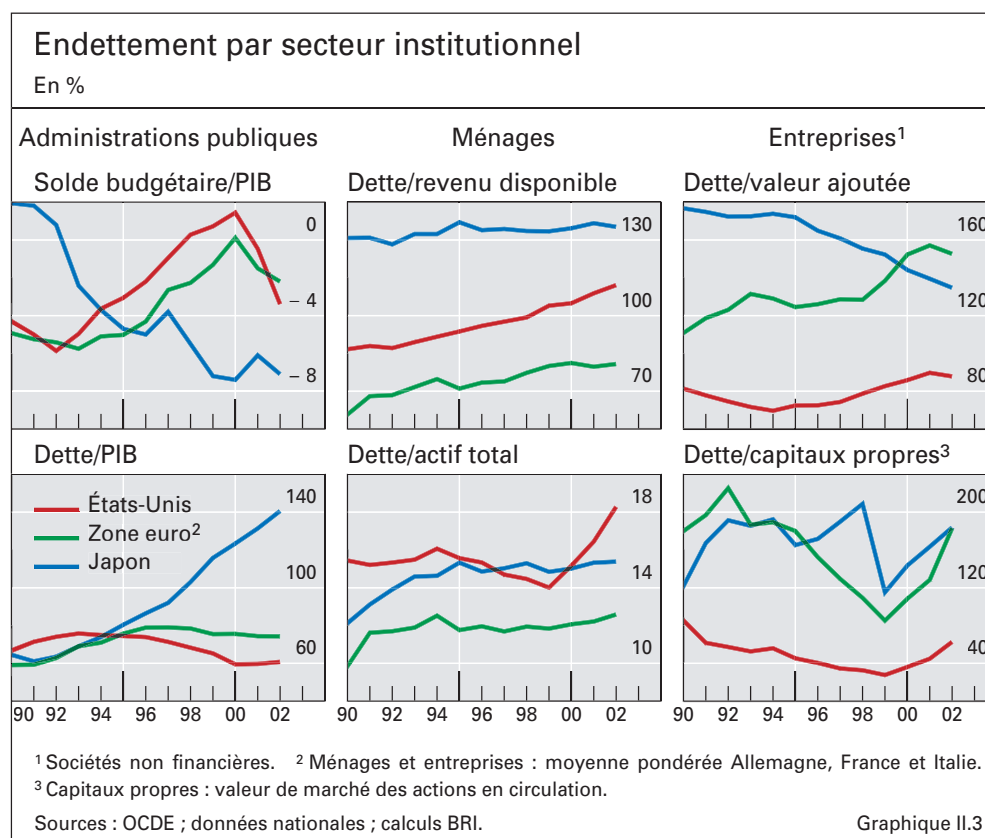
nouvelles difficultés pour les entreprises ou des faiblesses financières cachées dans quelques pays pourraient restreindre le crédit pendant un temps.

### Situation financière du secteur privé

La situation financière des entreprises s'est quelque peu redressée ...

Il reste difficile de déterminer à quel point le nécessaire assainissement des bilans des entreprises freine encore l'activité, mais un certain optimisme est de mise. La faiblesse de leur investissement en capital fixe a permis une amélioration sensible de leur solde financier (différence entre épargne et investissement) dans les trois grandes régions. Au Japon, les sociétés bénéficiaires ont continué à rembourser les lourdes dettes accumulées dans le passé ; ces dix dernières années, les ratios dette/valeur ajoutée ont chuté de plus de 30 points de pourcentage (graphique II.3). Aux États-Unis, le solde financier était pratiquement en équilibre en 2002 et la dette a commencé à diminuer. Dans la zone euro, l'endettement des entreprises, qui s'était beaucoup alourdi durant la seconde moitié des années 90, s'est récemment contracté, et le déficit financier s'est réduit depuis 2000.

Deux autres éléments sont également positifs. Premièrement, les ratios dette/capitaux propres restent modérés, le recul des cours des actions ayant été en partie compensé par un effort de désendettement. Deuxièmement, la faiblesse des taux d'intérêt a permis aux sociétés d'alléger le poids du service de leur dette. Aux États-Unis, par exemple, les charges d'intérêts représentaient, fin 2002, quelque 14 % de la trésorerie des sociétés non financières, soit une baisse de presque 2 points de pourcentage depuis le dernier sommet de début 2001 et de plus de 5 points par rapport au

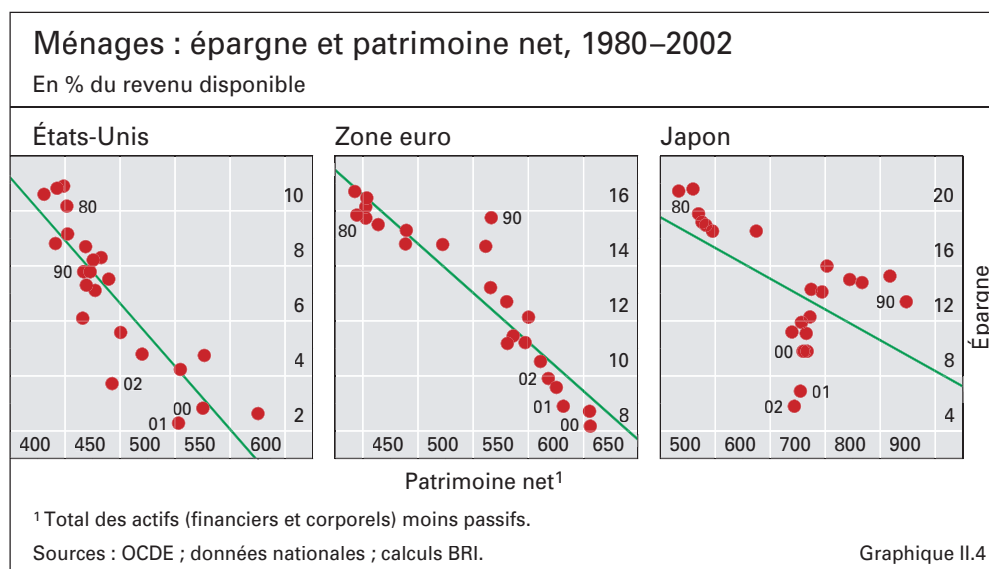


commencement des années 90. Cependant, si les taux d'intérêt s'élevaient, les entreprises pourraient être tentées, pour réduire le fardeau, de différer davantage l'investissement financé par emprunt. En outre, l'assainissement des bilans est un processus de longue haleine. Le fait que le ratio dette/valeur ajoutée des sociétés américaines s'établisse aujourd'hui à 88 % (contre 80 % au début des années 90) pourrait induire une poursuite du désendettement, risque qui semble encore plus grand en Europe. Enfin, la situation des entreprises pourrait être moins saine que ne le suggèrent les chiffres publiés, en raison de passifs latents (sous-capitalisation des fonds de pension, par exemple).

À l'inverse, les ménages des économies industrielles avancées ont, dans l'ensemble, continué à emprunter et à dépenser durant la récente phase du cycle, malgré une modération notable dans la zone euro. En conséquence, leur endettement n'a cessé de croître à un rythme plus rapide que leur revenu en 2002. Cette tendance a été particulièrement marquée dans les pays où la baisse des taux d'intérêt nominaux a soutenu la demande de logements et d'autant plus incité les ménages à refinancer leurs hypothèques que les prix des logements ont nettement augmenté. Les fonds ainsi dégagés ont stimulé la consommation.

... mais la dette des ménages s'est accrue

Rapportée à la valeur de leurs actifs, la dette des ménages ne paraît pas particulièrement élevée. Dans les pays du G 7 (Japon excepté), leur ratio moyen par rapport au patrimoine est quasiment stable, aux alentours de 15 % depuis de nombreuses années. Les passifs se sont néanmoins accrus, pour représenter plus de 105 % de leur revenu disponible, soit une hausse de près de 15 points de pourcentage vis-à-vis du début des années 90. Le service de la dette s'est alourdi, lui aussi. Aux États-Unis, par exemple, il a absorbé quelque 14 % du revenu disponible des ménages en 2002, sensiblement plus que dix ans auparavant, malgré une amélioration substantielle des conditions de crédit. Même si, dans l'ensemble, les ménages sont relativement protégés par des taux hypothécaires fixes, ils pourraient se trouver exposés en cas de hausse des taux d'intérêt ou de détérioration du marché du travail. La faiblesse





de l'inflation pourrait en avoir conduit certains à sous-estimer le fardeau réel des remboursements à venir.

Si leur situation financière ne semble pas faire peser de menace immédiate sur la consommation, les ménages pourraient, en revanche, accroître leur taux d'épargne. Celui-ci a déjà sensiblement augmenté dans la zone euro ces dernières années, mais son évolution est plus préoccupante au Japon puisqu'il n'a cessé de fléchir (graphique II.4), malgré l'accumulation de lourdes pertes patrimoniales pendant la décennie passée. Aux États-Unis, il paraît encore faible, même s'il a déjà commencé à se redresser en 2002, grâce aux allègements fiscaux ; il est toutefois probable que le niveau d'équilibre de l'épargne des ménages se soit abaissé depuis une vingtaine d'années, en raison de l'accroissement de leur patrimoine net.

#### *Perspectives à plus long terme*

Ce qui est frappant dans le ralentissement économique récent, c'est qu'il a été également ressenti dans des régions (Europe continentale et Japon notamment) qui n'avaient pas connu le précédent boum des dépenses. Le degré de synchronisation élevé du cycle conjoncturel dans les économies industrielles résulte d'une transmission par les circuits financiers, la confiance et les flux commerciaux. Selon certains observateurs, ces liens se sont amplifiés ces dernières années, l'évolution aux États-Unis ayant un rôle déterminant (*72<sup>e</sup> Rapport annuel*). Premièrement, les relations supranationales au niveau des entreprises se sont développées suite à une vague de fusions et acquisitions internationales dans les années 90. Deuxièmement, l'aggravation du déséquilibre des paiements courants des États-Unis s'est accompagnée d'une augmentation des entrées de capitaux. De ce fait, certaines sociétés étrangères, financières ou non, qui avaient participé au financement de la croissance américaine, ont subi de lourdes pertes et ont été contraintes de réduire leurs coûts pour renouer avec les bénéficiaires.

Cela étant, si les États-Unis semblent de plus en plus influencer l'activité mondiale, c'est peut-être aussi parce que les autres régions présentent des faiblesses spécifiques. Ces dix dernières années, le Japon a enregistré un taux de croissance moyen de seulement 1 % l'an, ce qui donne à penser que le taux potentiel pourrait être bien inférieur aux 4 % estimés dans les années 80. Celui-ci a également baissé dans certains grands pays européens (notamment en Allemagne, examinée en détail ci-après). Ces tendances sont importantes, et pas uniquement en raison de ce qu'elles impliquent pour les niveaux de vie à long terme. Le bas niveau des taux de croissance potentielle hors d'Amérique du Nord pourrait compliquer le processus d'ajustement des paiements courants nécessaire à la correction des déséquilibres extérieurs actuels. En outre, il traduit souvent des rigidités structurelles et un manque de résistance aux chocs. Il suffit d'observer que les États-Unis, où le potentiel de croissance reste élevé, ont bien résisté au dernier ralentissement conjoncturel ; le dynamisme de l'offre a semblé ouvrir davantage de nouvelles sources de croissance, permettant une plus grande réactivité aux mesures de relance de la demande.

Le premier élément qui sous-tend la croissance à long terme est la population active. Toujours en vive progression aux États-Unis, celle-ci a déjà

L'évolution aux États-Unis reste déterminante ...

... mais faiblesses intrinsèques au Japon et en Europe ...

amorcé un repli au Japon et fléchira aussi prochainement dans certaines économies européennes en phase de vieillissement rapide. En outre, le fonctionnement du marché du travail révèle des disparités frappantes. Le chômage structurel, en recul constant aux États-Unis depuis la moitié des années 70, a augmenté au Japon ; il présente une situation plus nuancée dans la zone euro : après avoir atteint de hauts niveaux jusqu'à la moitié des années 90, il a été réduit depuis dans certains pays – à l'exception notable de l'Allemagne – grâce aux initiatives pour l'emploi. Un second élément important est lié aux gains de productivité du travail : ceux-ci ont été relativement élevés aux États-Unis, surtout en 2002, année marquée par une hausse sensible de la production par ouvrier, mais plus faibles dans la zone euro et au Japon, ces dernières années.

... dues à une progression plus lente de la population active ...

La supériorité des résultats économiques américains semble essentiellement attribuable à des progrès technologiques constants, mesurés par l'élévation de la productivité totale des facteurs (PTF), hausse du PIB non attribuable à l'augmentation de la main-d'œuvre ou du capital. De fait, les gains de PTF se sont nettement accélérés aux États-Unis depuis la période de croissance faible des années 70, se démarquant de façon spectaculaire des évolutions observées en Europe et au Japon. En Europe, certains signes montrent que les récentes réformes sur le marché du travail ont favorisé la création d'emplois et minoré ainsi la productivité mesurée. Au Japon, le dysfonctionnement du système financier, souvent considéré comme le plus grand obstacle à une croissance durable, a surtout retenu l'attention.

... et à des gains de productivité inférieurs

Bien qu'elle risque d'induire une hausse du chômage à court terme, la mise en place de certaines réformes structurelles pourrait aussi libérer une demande latente (dans les services domestiques, par exemple) et, à terme, favoriser l'emploi. En outre, l'annonce d'un programme de réformes pourrait, à elle seule, accroître la confiance, notamment des entrepreneurs. Par ailleurs, il est peut-être plus urgent qu'on ne le pense généralement d'améliorer le fonctionnement des marchés, pour plusieurs raisons. Premièrement, des rigidités peuvent rester longtemps cachées avant que n'apparaissent leurs effets négatifs sur l'offre. Deuxièmement, les gains de productivité à long terme pourraient être remis en cause si des risques géopolitiques accrus conduisaient à une hausse des dépenses de défense et de sécurité, qui constituent un impôt occulte pour l'économie. Enfin, un renforcement des gains de productivité sera nécessaire dans presque tous les pays industriels pour compenser l'incidence défavorable du vieillissement démographique sur le revenu par habitant.

Des réformes sont nécessaires sur les marchés du travail et des produits

### *Morosité des perspectives à long terme en Allemagne*

Pour de nombreux observateurs, l'Europe continentale offre actuellement l'exemple d'une expansion freinée par des fragilités structurelles sur le long terme. Le degré et la nature des obstacles varient d'un pays à l'autre ; le cas de l'Allemagne, première économie de la région, est d'un intérêt particulier. La croissance de son PIB a été exceptionnellement faible dans le passé récent, ce qui semble surtout dû à l'atonie de la demande intérieure. Ces cinq dernières

Atonie de l'activité en Allemagne ...

années, la part des exportations a représenté, en moyenne, plus de 2 points de pourcentage de la croissance du PIB total, chiffre supérieur à celui des années 80 et à ceux de la France et de l'Italie. En revanche, la consommation privée a ralenti et l'investissement a constitué un frein notable, contribuant à ramener le taux de croissance potentielle à seulement 1 1/2 % (près de 2 1/2 % dans le reste de la zone euro).

... malgré une amélioration récente de la compétitivité

Plusieurs explications, plus ou moins fondées, ont été avancées. Des observateurs ont fait valoir que l'Allemagne a adhéré à l'UEM avec un cours de change surévalué. Elle a, certes, enregistré des pertes de compétitivité et de parts de marché à l'exportation dans la première moitié des années 90, mais le cours de change effectif réel a nettement diminué depuis (graphique II.5, cadre du haut). En conséquence, l'Allemagne a regagné des parts de marché, et son ratio exportations/PIB s'inscrit à un niveau record. De même, certains ont soutenu que le tassement des dépenses d'investissement et de la croissance en général s'explique par des taux d'intérêt réels élevés. À première vue, cette hypothèse ne vaut pas non plus. Depuis 1997, le taux obligataire réel à long terme (corrigé de l'indice IPC) avoisine 3 1/2 % en moyenne, contre 4 % depuis les années 60. Toutefois, le taux de croissance potentielle a baissé et le taux d'intérêt « naturel » (qui équilibre épargne et investissement) pourrait donc bien avoir fait de même.

Coûts de la réunification

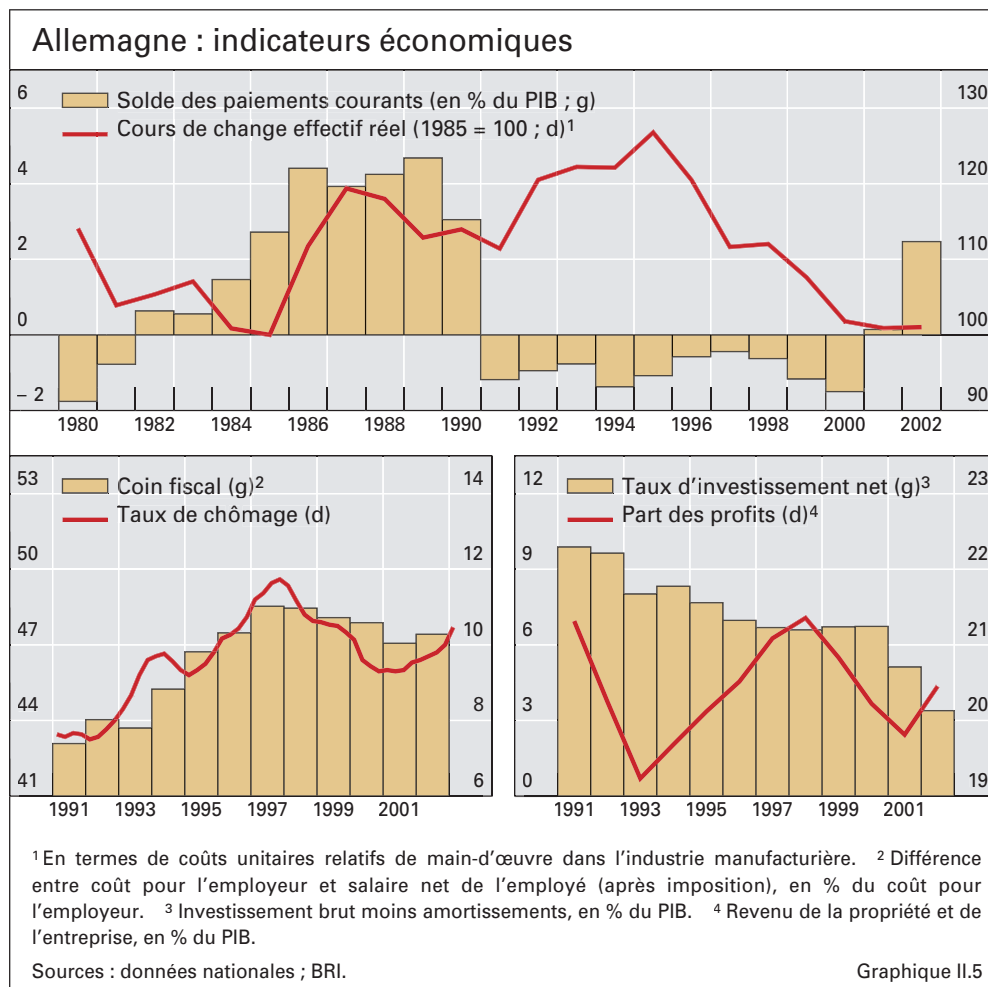
Un argument beaucoup plus plausible est que l'Allemagne souffre encore des coûts directs et indirects liés à la réunification de 1989–90. La plupart des entreprises de l'ex-RDA se sont effondrées, entraînant une détérioration durable du marché du travail. Il apparaît que les transferts budgétaires qui en ont résulté (près de 4 % du PIB par an dans les années 90) ont provoqué une dégradation structurelle du solde budgétaire allemand, réduisant nettement la marge de manœuvre des autorités. Les hausses d'impôts qui ont permis de financer la réunification semblent aussi avoir exercé une influence négative sur le marché du travail, en augmentant fortement le « coin fiscal » (graphique II.5, cadre inférieur gauche). Par ailleurs, la réunification a engendré une hausse excessive des dépenses de construction, dont la contraction ultérieure a amputé la croissance du PIB réel de près de 1/3 de point de pourcentage par an depuis 1995. En outre, les prix des logements ont diminué dans la seconde moitié des années 90 et n'ont quasiment pas varié ces dernières années. Les ménages allemands ont ainsi été privés de cette compensation des moins-values sur actions dont ont bénéficié les résidents de la majorité des autres économies industrielles.

Contraction de l'investissement des entreprises ...

Le signe le plus manifeste (si ce n'est la cause) des résultats médiocres de l'économie allemande a peut-être été la capacité ou volonté limitée des entreprises à investir. Depuis le début des années 90, la part de l'investissement net dans le PIB a nettement baissé (graphique II.5, cadre inférieur droit). Bien que le réinvestissement (remplacement de l'équipement obsolète) puisse aussi servir à acquérir de nouvelles techniques productives, ce recul ne laisse pas de préoccuper. S'il se prolongeait, le potentiel de croissance de l'Allemagne continuerait vraisemblablement à se réduire.

... et difficultés pour les PME

Bien que la faible propension à investir soit, en partie, de nature cyclique, il apparaît que d'autres causes plus fondamentales ou structurelles jouent



aussi un rôle. D'une part, les entreprises considèrent que leurs investissements ne seraient pas suffisamment rentables pour couvrir leurs risques, ce qui donne à penser que leurs bénéfices sont trop faibles. D'autre part, certains signes montrent que les PME, traditionnellement le principal gisement d'emplois, mais essentiellement tournées vers le marché intérieur, ont été plus durement touchées que les grandes sociétés qui exportent une proportion substantielle de leur production. Le problème peut s'être amplifié ces dernières années, le durcissement des conditions du crédit bancaire ayant pu affecter particulièrement les entreprises de moindre taille.

Les rigidités sur les marchés du travail et des produits sont également susceptibles d'avoir affecté la propension des entreprises à investir ainsi que la croissance en général. Diverses restrictions (sur les heures d'ouverture des magasins, par exemple) pourraient bien avoir pesé sur le secteur des services, limitant en particulier sa capacité à absorber les agents licenciés par l'industrie. Les créations d'entreprises, avec leur potentiel d'offre d'emplois, se heurtent à des obstacles d'ordre réglementaire. Parallèlement, d'importantes rigidités subsistent sur le marché du travail. Outre l'élargissement du coin fiscal mentionné ci-dessus, les dispositions rigoureuses pour la protection de l'emploi pourraient avoir constitué un frein à l'embauche. La fiscalité, les allocations de chômage et les prestations sociales ont tendance à décourager la recherche d'emploi, surtout chez les personnes peu qualifiées et à faibles

Rigidités sur les marchés du travail et des produits

ressources. Par ailleurs, les possibilités d'accords salariaux liés aux résultats des entreprises ou des employés restent très limitées.

Des signes positifs

Si les perspectives à court terme ne semblent pas très favorables actuellement pour l'Allemagne, il convient de ne pas négliger certains signes positifs. Le dynamisme des exportations montre que les entreprises sont compétitives, malgré une conjoncture mondiale difficile. Les séquelles de la réunification devraient s'estomper avec le temps. La nécessaire contraction du secteur du bâtiment semble bien avancée et ses répercussions sur les banques et autres établissements financiers paraissent avoir été maîtrisées (chapitre VII). Le gouvernement se veut déterminé à appliquer plusieurs réformes structurelles importantes. Ainsi, les craintes d'un ralentissement prolongé en Allemagne, comparable à celui du Japon, ne semblent guère fondées.

## Inflation

### *Évolutions récentes*

Pressions modérées sur les prix

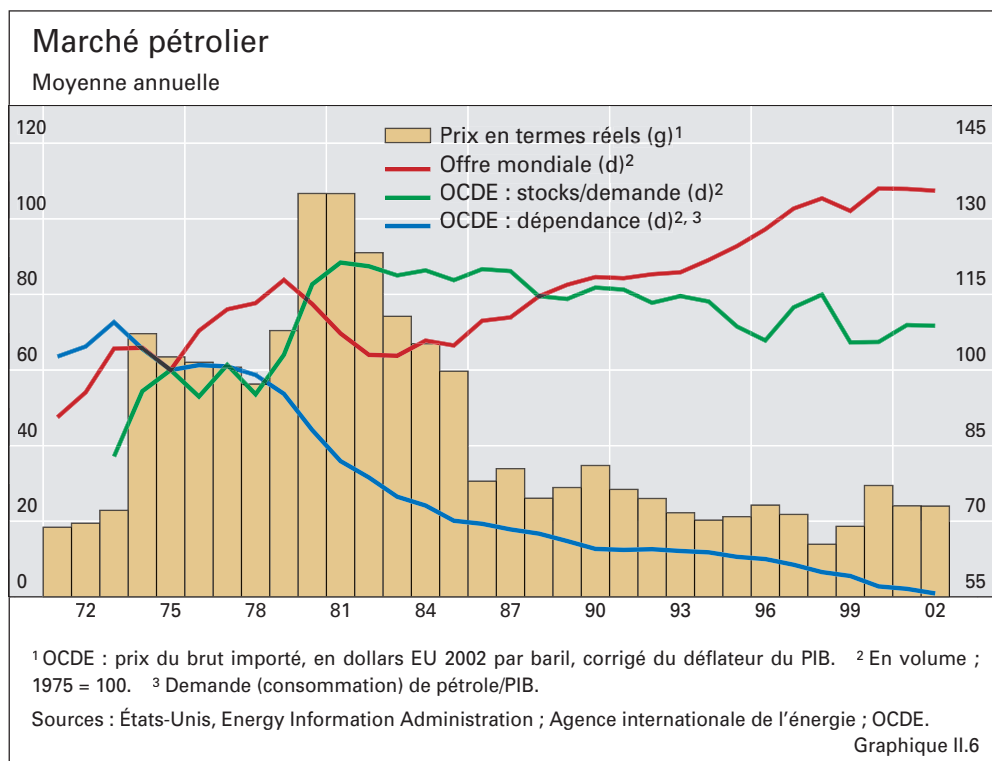
À l'échelle mondiale, les pressions sur les prix sont restées modérées en 2002, mais ce constat recouvre des évolutions diversifiées. La hausse des prix s'est accrue dans les pays à croissance plus rapide, menaçant ainsi les objectifs d'inflation au Canada et au Royaume-Uni vers le début de 2003. L'inflation sous-jacente (IPC) s'est élevée au-delà du seuil de 2 % dans la zone euro en 2002, alors qu'elle s'est sensiblement atténuée aux États-Unis. Les prix à la consommation sont demeurés pratiquement stables en Suisse et ont baissé au Japon pour la quatrième année consécutive.

Des divergences sensibles ont également été observées au sein des régions, en particulier dans la zone euro, avec une augmentation des prix à la consommation d'à peine plus de 1 % en Allemagne en 2002 mais de près de 5 % en Irlande. Il en est allé de même aux États-Unis, où les hausses de prix se sont inscrites dans une fourchette allant d'environ 0 % dans la région de Cleveland à près de 3 % dans celle de Los Angeles. Enfin, des différences notables sont apparues d'un secteur à l'autre, avec des écarts souvent marqués entre les prix des services tournés vers le marché intérieur et ceux des biens manufacturés. Ainsi, aux États-Unis, les prix des produits non alimentaires ont fléchi de 2 % en 2002, alors que ceux des services sont montés de 3 %.

### *Perspectives*

Perspectives incertaines pour les prix pétroliers

L'inflation devrait rester faible en 2003. La flambée des prix du pétrole observée en début d'année, essentiellement imputable à la guerre en Irak et aux perturbations de la production au Venezuela, a déjà commencé à s'inverser. Toutefois, les perspectives concernant les prix pétroliers restent soumises à des incertitudes. À l'horizon d'un an environ, leur volatilité pourrait perdurer, en fonction de la croissance mondiale, de l'offre des pays hors OPEP et de la capacité de celle-ci à compenser rapidement d'éventuels déséquilibres soudains entre l'offre et la demande. En outre, le ratio entre stocks de pétrole et demande dans les pays industriels diminue depuis le début des années 80,



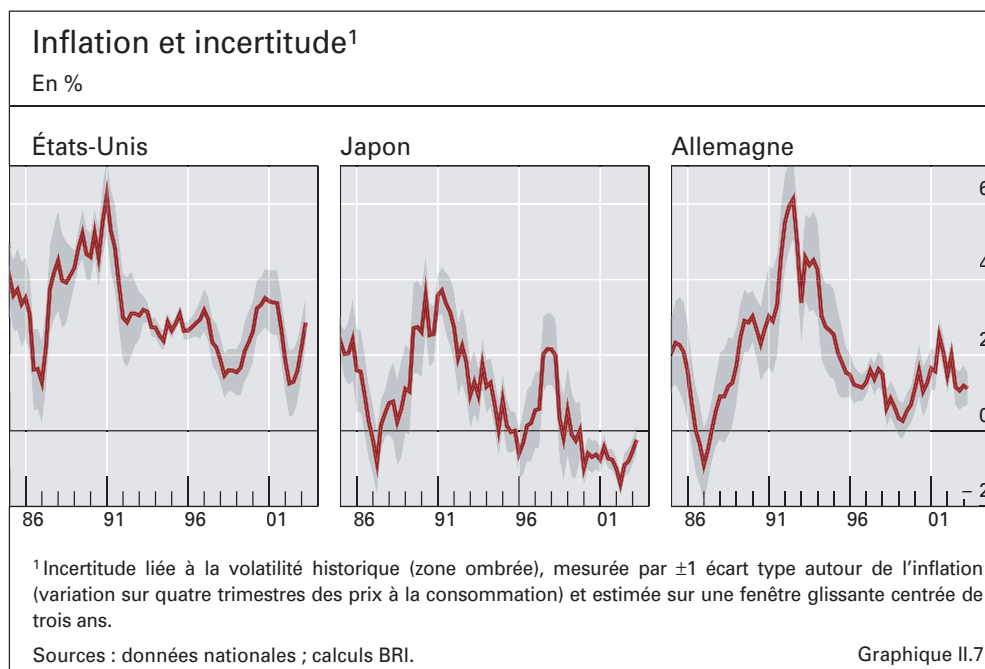
de sorte qu'une nouvelle perturbation du marché pourrait provoquer des fluctuations de prix plus marquées (graphique II.6). Enfin, reste la question de savoir dans combien de temps et à quelle échelle le pétrole irakien fera son retour sur le marché mondial.

Il y a de bonnes raisons de penser que l'inflation mondiale demeurera peu élevée et stable dans les mois qui viennent, par suite des faibles tensions sous-jacentes. L'une d'elles tient au fait que la sensibilité de l'inflation aux variations cycliques de la production semble avoir généralement diminué. Aux États-Unis, par exemple, l'inflation est restée modérée sur la dernière décennie, malgré d'amples fluctuations du chômage et l'utilisation des capacités de production. Au Japon, la déflation est relativement contenue depuis quelques années. Certains éléments indiquent également que les répercussions de change se sont atténuées dans les économies connaissant peu d'inflation. Comme les pays industriels ne cessent d'enregistrer de faibles taux d'inflation, les anticipations en matière de prix apparaissent plutôt bien ancrées, ce qui devrait contribuer à réduire la persistance de chocs ponctuels sur les prix. L'intensification de la concurrence, à la fois intérieure et extérieure, peut aussi avoir modifié les modalités de fixation des prix et des salaires sur les différents marchés, ce qui pourrait avoir engendré une plus grande résistance aux hausses de prix.

L'inflation devrait rester faible

#### Risques de déflation ?

Devant la faiblesse de l'inflation, l'ampleur des surcapacités et la perspective d'une croissance mondiale inférieure à son potentiel dans les grandes économies industrielles avancées, certains analystes sont davantage préoccupés par la déflation – définie comme une baisse du niveau général des



prix – que par l'inflation. Le fait qu'au Japon le déflateur du PIB perd 1 % par an depuis le milieu des années 90 et que les prix ont récemment diminué dans plusieurs autres pays d'Asie a également retenu l'attention. La déflation peut être à l'origine de problèmes économiques, parce que la plupart des contrats de prêt sont définis en termes nominaux, que les salaires nominaux sont plutôt rigides à la baisse et que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être négatifs (chapitre IV). Partant de là, quels sont les risques, à ce stade, de voir l'économie mondiale sombrer dans la déflation ?

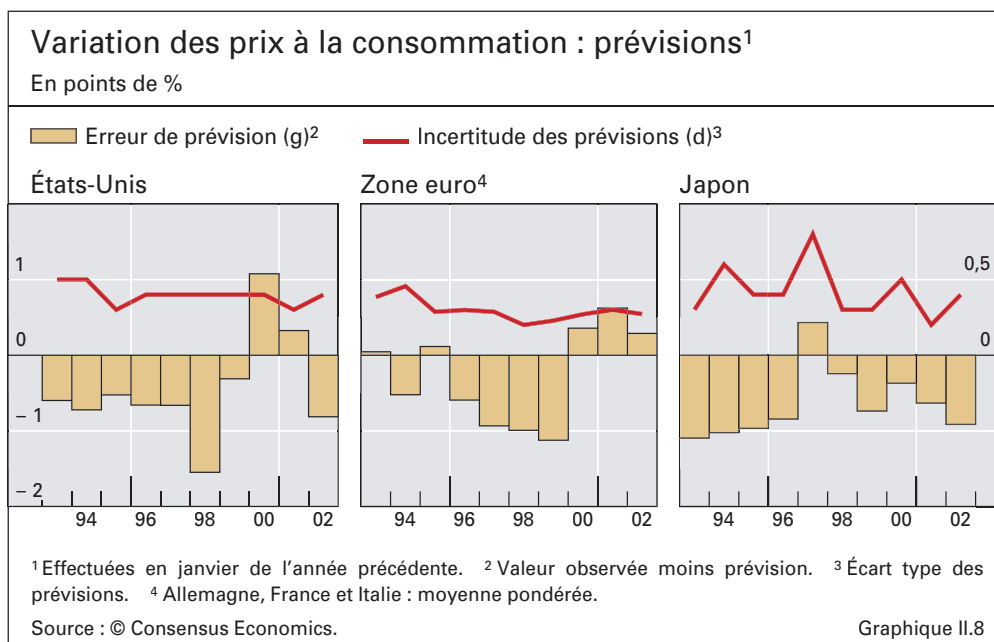
Prévisions d'inflation souvent inexactes

La première remarque, évidente, c'est que lorsque l'inflation est très faible, la déflation n'est mathématiquement pas loin. En outre, l'inflation reste sujette à une forte volatilité, compte tenu surtout de son niveau actuellement modéré (graphique II.7), et s'est même accrue en termes relatifs dans certains pays. L'incertitude qui pèse sur les anticipations en matière de prix – mesurée par l'écart type de ces prévisions – représente encore, selon les pays, près d'un tiers de point d'inflation (graphique II.8). Pendant de longues périodes au cours des années 90, l'inflation effective s'est située bien en deçà des prévisions consensuelles.

De nombreuses mesures surestiment l'inflation

Un autre aspect essentiel réside dans le fait que les taux d'inflation mesurés surestiment généralement le véritable rythme de hausse des prix, selon les indices et méthodes statistiques utilisés. Aux États-Unis, par exemple, la prise en compte des modifications des dépenses de consommation en fonction de l'évolution des prix relatifs aurait eu pour effet de réduire l'inflation en termes d'IPC (mesurée à l'aide de pondérations fixes) de près d'un demi-point en 2002. De même, au Japon, la déflation paraîtrait plus importante en la calculant à partir du déflateur de la consommation privée plutôt que de l'IPC. Certains éléments montrent, en outre, que les indicateurs majorent l'inflation car il est difficile de tenir compte des améliorations qualitatives des produits. Cette difficulté peut encore être accrue par le lancement de produits innovateurs ainsi que par l'apparition de nouveaux





circuits de distribution. En raison de la faiblesse actuelle de l'inflation et des incertitudes entourant les prévisions, des épisodes de baisse des prix (comme en Allemagne au milieu des années 80) ne sont pas à exclure. Du fait des distorsions dans les statistiques (Déflation effective, tableau IV.1), cette possibilité apparaît encore plus grande, même si l'inflation mesurée a déjà été nettement réduite dans certains pays, ces dernières années, par suite de modifications importantes de son mode de calcul, en particulier l'utilisation croissante d'indices hédoniques. L'expérience japonaise démontrant clairement que la déflation peut s'ancre durablement, malgré une politique macroéconomique très accommodante, il importe de procéder à une évaluation des facteurs de déflation qui pourraient actuellement affecter d'autres pays.

L'éclatement spectaculaire de la bulle informatique dans les années 90 a semblé traduire l'existence de surcapacités plus larges. Ce phénomène pourrait, en principe, exercer des effets déflationnistes significatifs sur l'économie mondiale – surtout si la baisse des prix se conjugait à un endettement élevé en termes nominaux. Ce point de vue est d'ailleurs conforté par des signes indiquant un surinvestissement dans les économies en développement d'Asie ainsi qu'un très faible degré d'utilisation des capacités dans de nombreux secteurs, à la suite du récent ralentissement de l'activité. Cela étant, il existe peu de preuves de surcapacités généralisées à l'échelle mondiale. Le ratio capital/PIB des entreprises américaines a même régressé en volume durant les années 90, en raison essentiellement d'un amortissement accéléré des équipements. Comme mentionné précédemment, les entreprises japonaises ont eu tendance à consacrer leurs bénéfices à la réduction de leur endettement plutôt qu'à l'accroissement de leurs investissements.

De nombreux observateurs ont également évoqué les modifications des prix relatifs comme source de déflation, en laissant entendre que, dans un contexte d'inflation modérée, elles étaient plus susceptibles d'entraîner des baisses effectives en termes nominaux dans les secteurs bénéficiant du

Parmi les facteurs déflationnistes figurent les surcapacités ...

... les modifications des prix relatifs ...



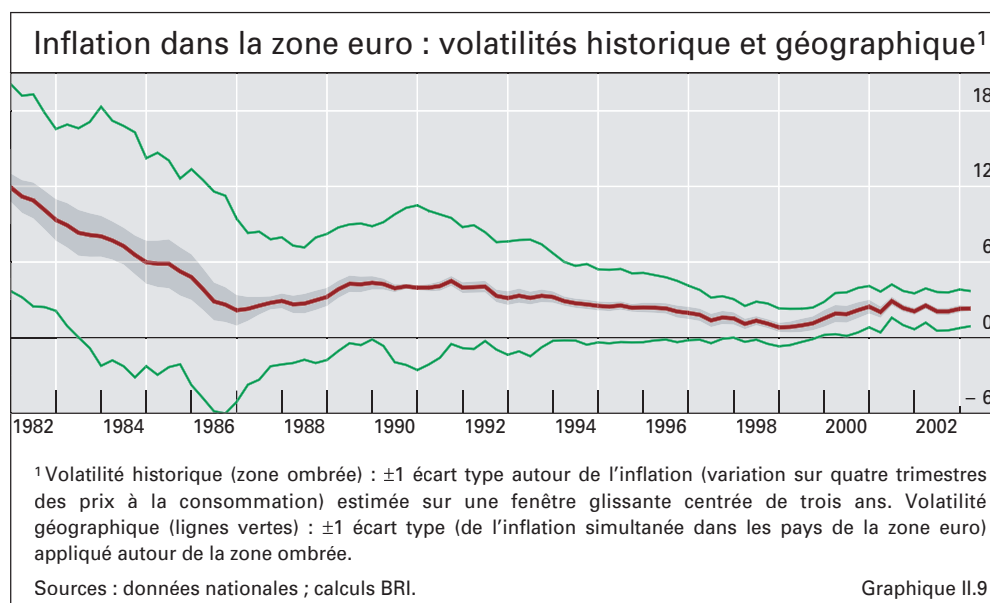
progrès technique, comme les technologies de l'information. Cela pourrait accroître le risque de fléchissement du niveau global des prix, compte tenu de leur rigidité dans d'autres secteurs. De tels chocs d'offre doivent toutefois être généralement considérés comme positifs, dans la mesure où ils reflètent essentiellement des gains de productivité importants, dont le consommateur profite sous la forme d'une augmentation de son revenu réel. Même s'ils engendrent des valeurs négatives pour les indices des prix mesurés, ils ne constituent pas une menace pour les bénéfices et la croissance comme le ferait une déflation plus généralisée.

... la mondialisation ...

Les mouvements des prix relatifs liés au commerce international ont également été mentionnés comme source possible de déflation. La mondialisation a permis aux économies émergentes dont les coûts unitaires de main-d'œuvre sont moins élevés de faire baisser les prix et donc d'« exporter la déflation ». En effet, exprimés en DTS, les prix des produits manufacturés ont sensiblement diminué sur les marchés internationaux depuis le milieu des années 90. La Chine, qui a plus que doublé sa part du commerce mondial ces dix dernières années, retient particulièrement l'attention (chapitre III) ; cela étant, elle ne représente toujours que quelque 5 % du commerce mondial. En outre, dans un contexte de faible inflation mondiale, le recul des prix des biens soumis à la concurrence étrangère ne devrait pas être nécessairement interprété comme une source préoccupante de déflation. En fait, c'est la manière la plus souhaitable pour transmettre progressivement les avantages découlant d'évolutions divergentes de la productivité, à la fois entre partenaires commerciaux dans le monde et entre secteurs au sein d'un pays. Cela ne doit pas faire oublier pour autant que les secteurs touchés pourraient avoir beaucoup de difficultés en présence d'un besoin d'ajustement soudain.

... et, dans la zone euro, les écarts d'inflation

Un dernier facteur de modification des prix relatifs pouvant avoir des effets déflationnistes est plus spécifique à la zone euro. Bien que les écarts d'inflation entre les États membres soient nettement moindres qu'au cours des décennies précédentes, ils restent importants en termes relatifs

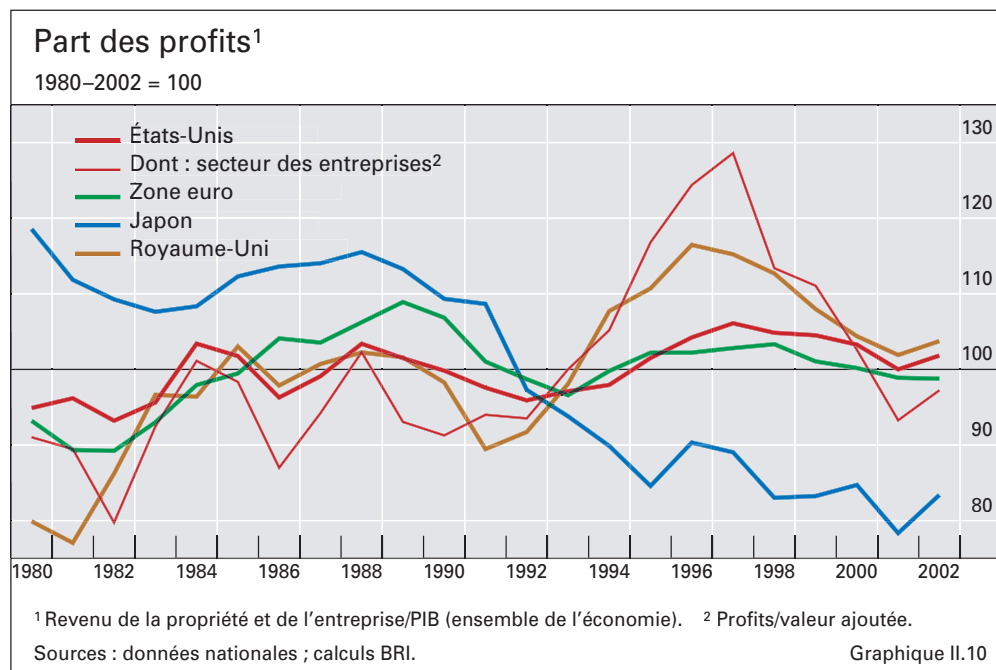


(graphique II.9). L'idée est donc émise qu'un objectif de faible inflation pour la zone pourrait faire basculer les pays à faible croissance dans la récession, voire dans la déflation. Cela se répercuterait alors sur leurs taux d'intérêt en termes réels si les taux nominaux sont fixés pour l'ensemble de la zone euro ; même si la vigilance s'impose face à ces risques en raison du peu de mobilité de la main-d'œuvre, ils ne doivent pas être surestimés. Comme indiqué plus haut, les divergences en termes de niveau des prix ou de leur évolution sont relativement courantes au sein des pays, car les prix mettent du temps à s'ajuster. En outre, les pays affichant des coûts moins élevés que leurs voisins bénéficient d'une amélioration de leur compétitivité.

### Marges bénéficiaires et pouvoir de marché des entreprises

Ces dernières années, les bénéfices ont suivi des évolutions d'une diversité surprenante dans les grands pays industriels. Au Japon, malgré une forte décélération des coûts unitaires de main-d'œuvre, la part des profits (définie comme le ratio du revenu de la propriété et de l'entreprise au PIB) n'a cessé de baisser durant les années 90 et ne s'est redressée que modestement en 2002 (graphique II.10). Ce ratio a mieux résisté dans la zone euro pendant la dernière décennie mais s'est quelque peu détérioré récemment. Le cycle conjoncturel a pesé sur la productivité et les salaires européens ont fait preuve d'une certaine rigidité. La situation a été plus changeante pour les entreprises américaines, dont la part dans le revenu national s'est améliorée de façon remarquable au début des années 90, pour atteindre un niveau relativement élevé en 1997 ; par la suite, elle est retombée rapidement, décevant alors les attentes des marchés. Grâce à des compressions de coûts spectaculaires, un léger mieux s'est produit en 2002, et ce ratio ne se situe désormais qu'un peu au-dessous de sa moyenne des deux décennies précédentes. Au niveau sectoriel, il est resté relativement stable dans les

Amélioration des bénéfices des entreprises en 2002 ...



Coûts unitaires de main-d'œuvre, productivité et bénéfices							
Variation annuelle moyenne <sup>1</sup>							
	Rémunération du travail <sup>2</sup>	Productivité du travail <sup>2</sup>	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Marge bénéficiaire <sup>3</sup>	Part du travail <sup>4</sup>	Rémunération du travail en termes réels <sup>2, 5</sup>	
États-Unis	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Zone euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japon	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

<sup>1</sup> En % ; part du travail : en points de % ; 2003 : prévisions. <sup>2</sup> Par personne occupée. <sup>3</sup> Ratio déflateur du PIB/coûts unitaires de main-d'œuvre. <sup>4</sup> Ratio rémunération des salariés/PIB. <sup>5</sup> Corrigée du déflateur de la consommation privée.

Source : OCDE. Tableau II.2

services et le commerce de détail, ces dernières années, alors que dans les industries manufacturières il s'est généralement inscrit en net recul sous l'effet de la concurrence internationale.

... malgré l'absence de pouvoir de marché dans l'industrie manufacturière

Cette évolution laisse également penser qu'à l'échelle mondiale les entreprises ont perdu une partie de leur pouvoir de marché. Ce constat est particulièrement manifeste pour le Japon, où elles ont réduit les salaires nominaux mais ont dû comprimer leurs prix encore davantage depuis le début des années 90 (tableau II.2). Aux États-Unis, les gains de productivité importants ont contribué à freiner l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au cours de la décennie 90 mais sont restés globalement sans effet sur les bénéfices. Les ajustements de prix ont été limités, en raison de l'intensification de la concurrence, en particulier dans les secteurs déréglementés depuis peu comme les télécommunications, et, récemment encore, de la vigueur du dollar. Les marges bénéficiaires ont néanmoins mieux résisté que ces dernières années, les coûts unitaires de main-d'œuvre s'étant nettement ralentis et ayant même diminué en 2002.

## Le débat budgétaire

La détérioration des soldes budgétaires reflète notamment des politiques fiscales discrétionnaires

Les déficits budgétaires se sont creusés ces dernières années, après une décennie d'assainissement des finances publiques dans tous les grands pays sauf au Japon. Les pays de l'OCDE ont enregistré, dans l'ensemble, un déficit public moyen de 3 % du PIB en 2002, alors que leur position était en équilibre en 2000. Le ratio endettement brut des administrations publiques/PIB a atteint 75 % en 2002, contre quelque 60 % quinze ans plus tôt. Cette détérioration récente reflète notamment la faiblesse de la croissance mondiale et la baisse des prix des actifs financiers ; elle est aussi largement imputable à des mesures discrétionnaires, en particulier des réductions d'impôts aux États-Unis et dans certains pays européens. L'évolution de la situation géopolitique a également

gonflé les dépenses d'équipement militaire et de sécurité, inversant en partie les « dividendes de la paix » dans les années 90. Plus fondamentalement peut-être, l'utilisation de l'instrument budgétaire est apparue comme une solution rapide et prévisible face au ralentissement économique.

L'efficacité de la politique budgétaire dans le lissage des évolutions conjoncturelles suscite des avis divergents. La plupart des observateurs estiment que le budget de l'État a tendance naturellement à amortir le cycle conjoncturel et qu'il faudrait laisser jouer les « stabilisateurs automatiques », en particulier dans les pays où l'endettement public n'est pas excessif. L'accroissement des emprunts d'État en période de récession serait compensé par leur diminution, voire des réductions de dette, lorsque la croissance est plus rapide. De fait, les dépenses publiques semblent avoir évolué de manière anticyclique dans les principaux pays de l'OCDE (tableau II.3). Du côté des recettes, toutefois, l'incidence des stabilisateurs automatiques a été moins nette. C'est ainsi que les rentrées fiscales ont souvent révélé une tendance procyclique, comme en Europe, où elles se contractent plutôt qu'elles n'augmentent lorsque l'activité se redresse, en raison de l'adoption d'allègements fiscaux.

Le recours à des mesures de relance budgétaire reste plus controversé. Ce genre d'action risque d'exercer des tensions sur les taux longs et d'affaiblir ainsi l'investissement privé, surtout si elle ne s'inscrit pas dans un cadre à moyen terme crédible. L'efficacité d'une politique budgétaire discrétionnaire se heurte à un autre obstacle constitué par toute une série de décalages : le temps nécessaire pour évaluer la situation, puis pour décider des mesures à prendre et les mettre ensuite en œuvre et, enfin, pour que leurs effets se fassent sentir. Tout cela fait qu'une intervention destinée, au départ, à lisser une variation marquée de la production peut fort bien ne porter pleinement ses fruits que lorsque l'économie aura déjà amorcé un retournement. L'expérience globale des pays de l'OCDE montre que, en moyenne, les modifications délibérées de l'orientation budgétaire – reflétée par le solde primaire

Laisser jouer les stabilisateurs automatiques

Une politique budgétaire discrétionnaire se heurte à des limites ...

Indicateurs budgétaires et cycle conjoncturel <sup>1</sup>				
	Dépense publique	Recettes publiques	Solde budgétaire	Orientation budgétaire <sup>2</sup>
États-Unis	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japon	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Allemagne	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
France	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Royaume-Uni	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italie	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Le tableau indique l'élasticité ( $\beta_2$ ) estimée par l'équation  $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 \text{Écart}$ , où  $X$  désigne successivement la dépense publique, les recettes publiques, le solde budgétaire, l'orientation budgétaire, tous ces indicateurs étant exprimés en % du PIB ; *Écart* désigne l'écart de PIB, en % du PIB potentiel ; \* et \*\* représentent respectivement les niveaux de signification de 90 % et 99 %. La dépense publique évolue de manière anticyclique quand l'élasticité est négative (mais positive pour les trois autres indicateurs).

<sup>1</sup> 1972–2002. <sup>2</sup> Définie comme le solde primaire des administrations publiques corrigé des variations cycliques.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.3

structurel – ne semblent pas être allées dans un sens anticyclique au cours des dernières décennies. Cela pourrait confirmer qu'une politique budgétaire active est difficilement capable par elle-même de lisser l'activité économique. Mais il est possible également que des mesures budgétaires aient rarement été prises dans cette intention.

... mais peut s'avérer utile dans des circonstances particulières

En dépit de ces limites importantes, une action budgétaire peut apparaître indiquée dans des circonstances particulières. Premièrement, l'incidence d'une relance budgétaire temporaire sur les taux d'intérêt devrait être relativement réduite, pour autant que ces mesures sont censées disparaître dès que la situation le justifiera. Dans ce cas, les inquiétudes suscitées par les tensions inflationnistes et les besoins de financement de l'État resteraient limitées. Deuxièmement, la politique budgétaire pourrait être indiquée en cas de sérieuse détérioration de la situation financière des agents privés. La recapitalisation par l'État d'un système bancaire en difficulté en est une illustration. Un autre exemple, plus courant, est celui des baisses d'impôts décrétées par l'actuel gouvernement américain et qui ont aidé les ménages à accroître leur taux d'épargne en 2002. Les allègements fiscaux ont également permis aux sociétés américaines de réduire leur important besoin de financement (autrement dit, la différence entre les dépenses d'investissement et la capacité d'autofinancement). Troisièmement, des situations extrêmes pourraient amener les pouvoirs publics à prendre des mesures qui ne seraient pas recommandées en temps normal. Le recours à la politique budgétaire pourrait fort bien s'avérer utile pour restaurer la confiance après des perturbations exceptionnelles (telles que des attentats, un risque géopolitique, etc.) ou pour contrôler les anticipations afin d'échapper aux cas de figure les plus défavorables. Dans cet esprit, certains observateurs ont fait valoir que l'accentuation récente des déficits publics a permis d'éviter un effondrement de la demande qui, sinon, aurait été provoqué par une correction des déséquilibres accumulés durant l'expansion de la fin des années 90. De ce point de vue, une inversion trop rapide des mesures de relance budgétaire aurait aussi pour effet de différer la reprise de l'investissement.

La confiance dans la viabilité de la situation budgétaire ...

Il est cependant primordial de préserver la confiance dans la viabilité à long terme de la situation budgétaire. La qualité des dépenses est importante à cet égard. Lorsque les déficits budgétaires sont dus à des investissements de grande ampleur en infrastructure ou en capital humain, les pays sont souvent mieux armés pour l'avenir que s'ils avaient alimenté la consommation. Les baisses d'impôts qui atténuent les distorsions entraînent également une augmentation de la croissance potentielle. Pour évaluer l'orientation actuelle de la politique, il faut aussi se souvenir que les projections budgétaires dénotent fréquemment une tendance à un « optimisme officiel » ; en fait, la situation budgétaire initiale peut fort bien être moins saine qu'elle n'apparaît au moment. De plus, les engagements antérieurs des pouvoirs publics, ainsi que les effets du vieillissement de la population, représentent pour l'avenir des charges assez lourdes, qui pourraient même s'avérer supérieures aux évaluations actuelles de l'endettement public dans certains pays.

Pour toutes ces raisons, la politique budgétaire doit s'inscrire dans un cadre crédible à moyen terme. Durant les années 90, plusieurs pays ont adopté des règles visant à renforcer la discipline budgétaire. Beaucoup ont ainsi plafonné les dépenses publiques, les soldes budgétaires ou l'endettement. Aux États-Unis, des limites chiffrées ont été imposées aux dépenses publiques discrétionnaires. L'adoption de critères clairement définis dans le traité de Maastricht a favorisé la réduction des déficits publics au sein de l'Union européenne. Au Japon, où aucune réglementation contraignante n'a été adoptée, l'élaboration d'orientations à moyen terme peut avoir contribué à maintenir les taux longs à des niveaux particulièrement bas, malgré l'accroissement considérable de la dette publique.

... nécessite un cadre à moyen terme

Nombre de ces règles reposaient sur des engagements à court terme plutôt qu'à moyen terme. De plus, elles ont souvent été définies en valeur absolue, sans considérer le cycle conjoncturel ou l'éventualité de chocs exogènes. Du fait de ces défauts de conception, il était tentant de les assouplir dans des circonstances défavorables, voire de les supprimer purement et simplement. Ce phénomène a été particulièrement manifeste au Japon récemment, de même qu'aux États-Unis où les restrictions sur les dépenses ont été atténuées ces dernières années. Dans la zone euro, le cadre du Pacte de stabilité et de croissance est davantage axé sur le moyen terme. Toutefois, en se concentrant sur le déficit budgétaire courant, qui se réduit dans les périodes fastes, plusieurs pays ont omis de prendre les mesures encore plus restrictives qui s'imposaient pour améliorer leur situation d'endettement sous-jacente. Dans certains cas, les efforts d'assainissement budgétaire ont souvent été financés au détriment de l'investissement plutôt que par une diminution des subventions.

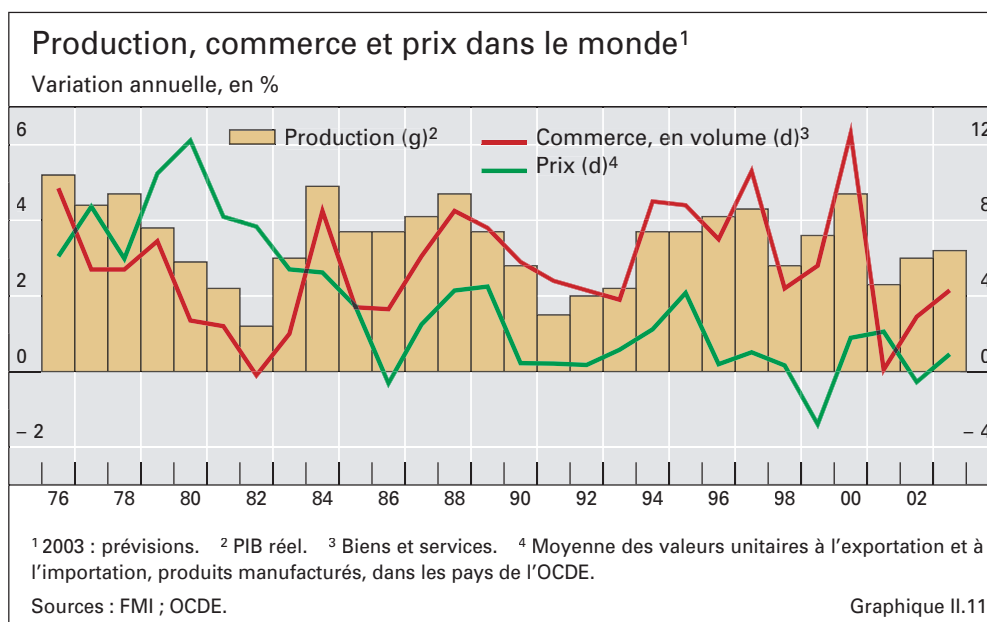
Les règles budgétaires ont été assouplies ...

L'adoption d'un cadre assujettissant la politique budgétaire à des orientations crédibles à moyen terme présenterait plusieurs avantages. Premièrement, la tendance des taux d'intérêt à s'accroître sera moindre si l'on sait qu'une mesure budgétaire de court terme sera supprimée par la suite. Deuxièmement, des directives peuvent aussi aider les pouvoirs publics à résister aux pressions visant à « distribuer » l'excédent budgétaire en période de forte croissance. Troisièmement, un cadre à moyen terme permet de constituer une marge de manœuvre – ce qui est particulièrement intéressant dans une zone d'union monétaire en cas de choc asymétrique. Enfin, de telles règles renforcent la transparence et atténuent les incertitudes, ce qui peut favoriser une meilleure coordination tant entre les autorités publiques qu'au sein des marchés privés.

... mais restent souhaitables

## Échanges commerciaux et paiements courants

Ces trois dernières années, le commerce mondial apparaît avoir été surtout marqué par l'évolution des investissements de haute technologie et des stocks, deux composantes très présentes dans les échanges commerciaux. La fin du mouvement de déstockage aux États-Unis au début de l'an passé a eu un effet stimulant. Le redressement s'est cependant avéré de courte durée, car les entreprises ont hésité à renforcer leurs stocks et ont continué à réduire leurs investissements. La lenteur de la reprise mondiale a également eu des



répercussions sur les prix des produits manufacturés entrant dans le commerce international, qui ont quasiment stagné en 2002 (graphique II.11).

Accentuation des déséquilibres des paiements courants

Les déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels se sont sensiblement accentués en 2002. Le déficit américain s'est accru à près de 5 % du PIB tandis que l'Europe, mais surtout le Japon, ont enregistré des excédents notables, à cause notamment d'une croissance décevante. Aux États-Unis, la détérioration a été principalement imputable à l'alourdissement du déficit commercial ; il convient de noter également que le compte annuel du revenu net des investissements est devenu, lui aussi, déficitaire, ce qui n'était jamais arrivé depuis la Première Guerre mondiale.

Chute des flux d'IDE vers les États-Unis

Plus de la moitié des contreparties *extérieures* à la détérioration du solde des paiements courants des États-Unis en 2002 se trouvent dans les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine. Ce premier groupe a renforcé sa part des échanges mondiaux ainsi que son excédent courant. Pour l'Amérique latine, la diminution du déficit a surtout été due à la contraction des

Trois principales zones économiques : balance des paiements									
En milliards de dollars EU									
	États-Unis			Zone euro			Japon		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Paiements courants	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capitaux à long terme (chiffres nets)	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Investissement direct	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Actions	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Obligations	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Balance de base <sup>1</sup>	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

<sup>1</sup> Paiements courants plus capitaux à long terme (chiffres nets).

Sources : BCE ; données nationales.

Tableau II.4



importations (chapitre III). En outre, des changements notables sont intervenus dans l'ampleur et la composition des flux de capitaux entre les trois principales zones économiques. Avec la fin du boum de l'investissement, les cours des actions ont diminué et les entreprises américaines ont réduit leur besoin de financement, contribuant à la chute des flux d'investissement direct vers les États-Unis (tableau II.4). Ce phénomène a été amplifié, en termes de dollars, par la dépréciation de la monnaie américaine. En outre, l'augmentation des entrées de capitaux liées à des placements en obligations a correspondu de plus en plus à des achats de titres du Trésor et d'agences paragouvernementales plutôt que de titres de sociétés. L'an dernier également, la zone euro est devenue bénéficiaire net de flux de capitaux, du fait de la contraction des sorties nettes d'IDE et d'une inversion des sorties nettes sous forme de placements obligataires (chapitre V).

#### *Tendances récentes de l'épargne mondiale*

Depuis le milieu des années 90, les profonds bouleversements intervenus dans la position des pays ou régions en tant que fournisseurs ou utilisateurs d'épargne sont à l'origine de l'accentuation continue des déséquilibres des paiements courants (tableau II.5). La part de l'épargne mondiale nécessaire au financement du déséquilibre extérieur américain a plus que triplé depuis 1997. En revanche, les économies émergentes sont devenues pourvoyeurs nets d'épargne, le changement étant particulièrement spectaculaire en Asie. Après la crise de 1997-98, la balance des paiements courants de cette région a affiché une amélioration équivalant à plus de 5 % du PIB en deux ans seulement. Avec l'Europe, l'Asie (y compris le Japon) a couvert près des deux tiers du besoin de financement des États-Unis en 2002. Cependant, compte tenu de l'écart statistique du solde mondial des paiements courants, les sources de l'épargne mondiale ne sont pas toutes identifiées. Cet écart statistique, qui était pratiquement résorbé en 1997, est réapparu depuis à hauteur de près de 1/2 % du PIB mondial, son niveau d'il y a dix ans.

Profonds bouleversements dans l'offre et l'utilisation de l'épargne

Plusieurs facteurs ont contribué à modifier la configuration de l'offre et de l'utilisation de l'épargne ainsi que la dynamique correspondante des déséquilibres des balances des paiements courants. Les taux d'épargne ont plutôt fléchi ces dernières années, en partie à cause du ralentissement généralisé depuis 2000.

Recul sensible des taux d'épargne ...

Solde des paiements courants, épargne et PIB									
En %									
	Solde des paiements courants <sup>1, 2</sup>			Épargne <sup>1, 3</sup>			PIB <sup>4</sup>		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
États-Unis	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Zone euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japon	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

<sup>1</sup> En % du PIB national ou régional. <sup>2</sup> Zone euro : somme des divers pays. <sup>3</sup> Définie ici comme la somme de l'investissement et du solde des paiements courants. <sup>4</sup> PIB national ou régional en termes de dollars EU, en % du PIB mondial.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales.

Tableau II.5



... en particulier  
au Japon ...

C'est au Japon que l'on peut observer les changements les plus spectaculaires. Pendant la décennie passée, le taux d'épargne a régressé de plus de 7 points de pourcentage, à 26<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %, contribuant fortement au recul du taux mondial. Par ailleurs, comme la propension à l'épargne reste supérieure à la moyenne dans le monde, la modification dans la répartition du revenu mondial au détriment du Japon a amplifié la baisse du taux d'épargne mondial. L'un des principaux aspects de cette tendance réside dans l'impact négatif exercé par la situation aux États-Unis. La moindre propension à épargner dans ce pays (en particulier ces deux dernières années) a coïncidé avec une modification dans l'allocation du revenu des pays industriels avancés en faveur des États-Unis. Tandis que l'évolution en Europe a été plus ou moins neutre, la nouvelle répartition du PIB mondial au profit des économies émergentes d'Asie à taux d'épargne élevé a contrebalancé en partie les effets liés au Japon et aux États-Unis. L'Amérique latine a connu assez peu de changements et reste une région à faible épargne.

... mais  
contribution  
croissante  
des économies  
émergentes d'Asie

Par suite des développements évoqués, les États-Unis ont accru leur dépendance à l'égard de l'épargne mondiale ces dix dernières années. Les économies émergentes d'Asie s'affirment de plus en plus comme exportateurs de capitaux et contribuent à présent davantage que le Japon à l'épargne mondiale.

#### *Perspectives à court terme*

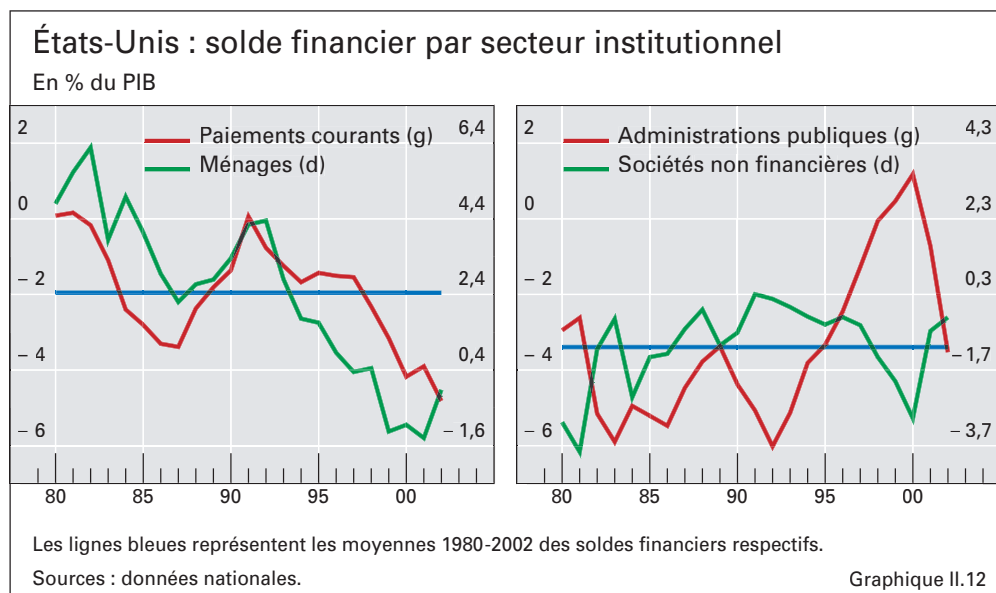
L'aggravation  
du déficit des  
paiements courants  
américains depuis  
le milieu des  
années 90 ...

Partant de l'hypothèse que, sur le court terme, la croissance aux États-Unis restera plus élevée que dans les autres pays industriels, la plupart des prévisionnistes tablent à présent sur une augmentation du déficit des paiements courants américains et un alourdissement correspondant de leur endettement extérieur net. Une telle évolution conduit à s'interroger sur la viabilité de cette situation et sur les ajustements extérieurs et variations de change qui pourraient en résulter (chapitre V). Tout cela s'accompagnerait, par définition, de changements au niveau des contreparties nationales au déficit des paiements courants.

Il a été mentionné précédemment qu'aux États-Unis les ménages et les sociétés non financières sont parvenus à assainir leur situation financière au cours des deux dernières années. En revanche, le solde des finances publiques a connu une détérioration sensible, de sorte que le besoin de financement représentait près des trois quarts du déficit extérieur l'an passé. Du reste, évoquant la période des années 80, lorsque les déficits budgétaire et extérieur se creusaient en parallèle, certains observateurs ont exprimé leurs préoccupations à l'idée de l'apparition d'un problème de « double déficit » aux États-Unis. Dans ce cas, une réduction du déficit extérieur exigerait une amélioration du solde budgétaire.

... traduit  
notamment le recul  
de l'épargne des  
ménages

L'évolution du taux d'épargne des ménages joue aussi un rôle déterminant, car elle affecte à la fois le solde des paiements courants et celui des finances publiques. Ce phénomène s'est manifesté durant la seconde moitié des années 80 : une augmentation significative de l'épargne des ménages avait abouti à une réduction du déficit courant aux États-Unis, tandis que le déficit structurel des finances publiques était resté quasiment



inchangé à un niveau relativement élevé. L'impression que l'épargne (ou la consommation) des ménages est un facteur important de l'évolution des paiements courants aux États-Unis vaut encore plus pour les années 90 (graphique II.12). De 1991 à 2000, la capacité financière des ménages américains s'est détériorée de près de 5 points de pourcentage du PIB. Par contre, la balance des paiements courants est passée d'un petit excédent à un déficit de 4 % du PIB, tandis que l'important déficit (-5 %) des comptes publics faisait place à un léger excédent (+1 %). Depuis, le solde financier des ménages s'est un peu amélioré, mais il reste sensiblement inférieur à sa moyenne à long terme, et le déficit des paiements courants s'est encore accru.

Une diminution du déficit budgétaire contribuerait à réduire le déséquilibre des paiements courants, mais un ajustement marqué semble peu probable au vu des allègements d'impôts accordés récemment et envisagés et de l'augmentation des dépenses publiques pour la défense et la sécurité intérieure. En outre, les besoins de financement des sociétés non financières ne sont pas loin de leurs moyennes des vingt dernières années. À première vue, cela paraît limiter les possibilités d'une ample correction de ce côté. En tout cas, un niveau plus bas pour les investissements des entreprises ne saurait être la clé d'un ajustement des paiements courants, car il pourrait nuire aux perspectives de croissance. Cette analyse implique que, à plus long terme, une réduction durable du déficit courant aux États-Unis devrait peut-être s'accompagner d'une augmentation du taux d'épargne des ménages.

Ces cinq dernières années, la détérioration du déficit courant des États-Unis a été presque « égalée » par l'accentuation de l'écart statistique du solde mondial des paiements courants et l'accumulation d'excédents dans les économies émergentes, d'Asie en particulier. En revanche, au Japon et dans la zone euro, les soldes n'ont pas varié de manière significative durant la même période. La position extérieure de la zone euro est restée quasiment équilibrée, même si l'excédent a légèrement augmenté en 2002, l'épargne nette du secteur privé ayant largement compensé la désépargne accrue du

Stabilité des soldes des paiements courants dans la zone euro et au Japon

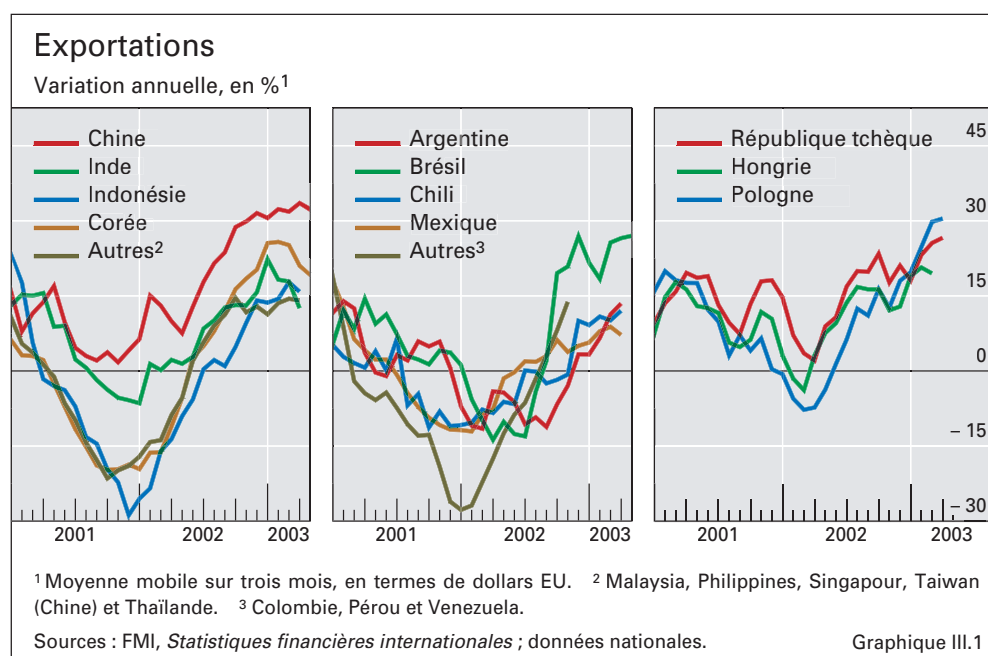
secteur public. Au Japon, l'excédent courant – sensiblement supérieur à celui de la zone euro – demeure également assez stable depuis 1995 environ. Cette stabilité est la conjonction d'un ajustement notable dans le secteur des entreprises, sous la forme surtout d'une baisse des investissements, et d'un recul substantiel du taux d'épargne des ménages. Le déficit des finances publiques s'est aussi fortement creusé durant les années 90, mais il s'est plutôt stabilisé à des niveaux très élevés ces dernières années.

### III. Évolution dans les économies émergentes

#### Faits marquants

La reprise modérée, mais irrégulière, enregistrée dans les pays développés en 2002 s'est accompagnée de taux de croissance très contrastés dans les économies émergentes, en raison de la diversité de la demande et des difficultés de financement extérieur. L'expansion relativement marquée en Asie et dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) s'est appuyée sur une remontée générale des exportations (graphique III.1, tableau III.1), malgré la faiblesse de l'activité dans les pays développés. Bien que toujours stimulée par la demande en provenance de Chine, la progression des exportations s'est ralentie en Asie début 2003. Dans les PECO, elle a été soutenue par l'élargissement des débouchés. En Amérique latine, en revanche, des difficultés de financement ont contribué à freiner, voire à inverser, le rythme de croissance, à comprimer les importations et à réduire les déficits des paiements courants (tableau III.1). Au second semestre 2002, cependant, à la suite d'importantes dépréciations monétaires en termes réels, les exportations ont ravivé la croissance dans la région ; au dernier trimestre, les conditions de financement extérieur se sont améliorées, tendance qui s'est poursuivie les trois premiers mois de 2003.

Selon les prévisions consensuelles, l'activité devrait redémarrer légèrement en Amérique latine, si les exportations continuent de croître et que le récent assouplissement des conditions de financement extérieur se confirme. La croissance s'est cependant notablement ralentie en Asie, en



Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel <sup>1</sup>			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Paiements courants <sup>2</sup>		
	Moyenne 1998–2001	2002	2003	Moyenne 1998–2001	2002	2003	Moyenne 1998–2001	2002	2003
Asie <sup>3</sup>	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
Chine	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Corée	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Hong-Kong RASS	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
Inde	5,5	4,4	5,8	5,2 <sup>4</sup>	2,3 <sup>4</sup>	4,9 <sup>4</sup>	-0,8	0,7	0,3
Indonésie	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	4,1	3,0
Malaysia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Philippines	2,6	4,6	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Singapour	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Taiwan, Chine	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
Thaïlande	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	9,0	6,1	4,7
Amérique latine <sup>3</sup>	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentine	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brésil	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Chili	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Colombie	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
Mexique	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Pérou	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
PECO <sup>5</sup>	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Hongrie	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Pologne	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
République tchèque	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Russie	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Turquie	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Pour mémoire :</i>									
<i>Pays du G 7</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

2003 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai et du FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %. <sup>2</sup> En % du PIB. <sup>3</sup> Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000. <sup>4</sup> Prix de gros. <sup>5</sup> Moyenne simple des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; OCDE ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.1

raison de la persistance des incertitudes géopolitiques et de la dissémination du virus SRAS. À l'opposé, elle devrait s'accélérer dans les PECO et en Afrique (tableaux III.1 et III.8).

L'ampleur du déficit budgétaire représente un défi majeur dans plusieurs PECO, surtout en perspective de l'adhésion à l'UE. Pour divers pays d'Amérique latine également, la politique à mettre en œuvre appelle des décisions difficiles : dans certains, le poids élevé et croissant de la dette exige un ajustement budgétaire ; dans d'autres, notamment là où l'objectif d'inflation a été récemment dépassé, la tâche consistera à freiner les anticipations d'accélération de la hausse des prix. Dans les deux cas, les autorités disposeront d'une marge de manœuvre très limitée pour stimuler la demande intérieure en présence de nouveaux chocs.

## Évolution des balances des paiements

L'excédent global des paiements courants des économies émergentes a progressé de \$30 milliards en 2002. Les excédents se sont vivement accrus en Asie, tandis que les déficits se sont réduits en Amérique latine. Dans le même temps, les flux de capitaux privés vers les économies émergentes ont plus que doublé (tableau III.2). Les entrées de capitaux ont augmenté en Asie et dans les économies en transition (Communauté des États Indépendants et Mongolie comprises), mais ont chuté en Amérique latine, créant d'importantes difficultés de financement extérieur dans plusieurs cas.

L'augmentation des excédents des paiements courants et des entrées de capitaux a eu pour principale contrepartie une importante hausse des réserves officielles, qui ont progressé de \$90 milliards. Elles ont pratiquement doublé en Asie, atteignant \$167 milliards en 2002 (tableau III.2), mais sont restées quasiment inchangées en Amérique latine. Cette évolution reflète globalement les tendances observées depuis la crise de 1997 en Asie. Pour cette région (pays cités dans le tableau III.1), le ratio médian réserves/PIB est passé de 12 %

Augmentation des excédents et des entrées de capitaux en Asie ...

... ainsi que des réserves officielles

Économies émergentes <sup>1</sup> : balance des paiements				
En milliards de dollars EU				
	Moyenne 1995-96	Moyenne 1997-2000	2001	2002
Solde des paiements courants	92	9	84	114
Asie	-34	77	78	102
Amérique latine	-39	-65	-53	-17
Économies en transition	-9	-8	12	10
Moyen-Orient et Turquie	1	15	48	26
Afrique	-11	-9	-0	-8
Flux de capitaux privés	218	69	39	86
Asie	111	-11	16	70
Amérique latine	52	56	35	2
Économies en transition	36	14	21	34
Moyen-Orient et Turquie	9	1	-38	-25
Afrique	11	10	6	6
Variation des réserves <sup>2</sup>	-114	-79	-119	-209
Asie	-45	-53	-85	-167
Amérique latine	-26	0	1	-1
Économies en transition	-21	-9	-18	-31
Moyen-Orient et Turquie	-17	-11	-5	-8
Afrique	-5	-6	-12	-1
<i>Pour mémoire : flux de capitaux privés</i>	<i>218</i>	<i>69</i>	<i>39</i>	<i>86</i>
<i>Investissement direct étranger</i>	<i>102</i>	<i>148</i>	<i>171</i>	<i>139</i>
<i>Investissement de portefeuille</i>	<i>72</i>	<i>26</i>	<i>-39</i>	<i>-37</i>
<i>Autres<sup>3</sup></i>	<i>44</i>	<i>-105</i>	<i>-93</i>	<i>-17</i>
Financements officiels non compris.				
<sup>1</sup> Pays en développement plus Corée, Israël, Singapour et Taiwan (Chine) ; non compris Hong-Kong RASS. <sup>2</sup> Un chiffre négatif indique une augmentation des réserves. <sup>3</sup> Y compris flux bancaires.				
Source : FMI, <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> .				
Tableau III.2				

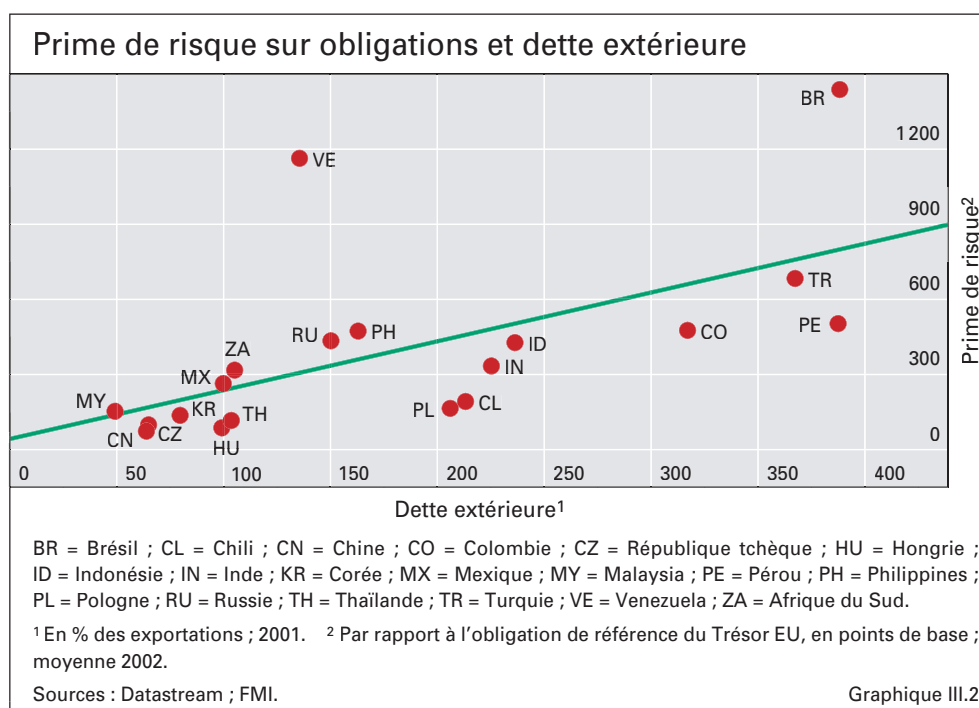
en 1996 à 26 % en 2002, tandis qu'il est demeuré inchangé à 10 % pour l'Amérique latine. L'accumulation de réserves résulte de la conjonction de plusieurs forces et politiques macroéconomiques. Si les banques centrales qui formulent des objectifs explicites à cet égard sont rares, la constitution de stocks importants en Asie semble néanmoins traduire l'action des autorités monétaires pour limiter les fluctuations de change et réduire ainsi la vulnérabilité de leur économie.

La direction des flux de capitaux a été en partie influencée par la situation des marchés des capitaux dans les pays développés : malgré l'abondance de liquidités, due au bas niveau des taux directeurs, les investisseurs ont manifesté un moindre goût pour le risque pendant la majeure partie de 2002 (chapitre VI). Cela a entraîné, à partir du milieu de l'année, une augmentation des primes pour les titres à haut rendement et les emprunteurs souverains, tendance qui s'est ensuite inversée, vers le dernier trimestre, avec l'assouplissement notable des conditions des obligations souveraines.

Bien que l'amélioration du sentiment sur les marchés internationaux des capitaux ait joué dans tous les cas, ce sont les données économiques internes qui ont déterminé l'ampleur de la prime de risque envers chaque pays. Les préoccupations concernant le caractère soutenable de la dette ont été particulièrement sensibles : en 2002, la prime moyenne sur obligations internationales a été positivement corrélée au ratio endettement extérieur/exportations (graphique III.2). Le Brésil et le Venezuela constituent des exceptions à cet égard, avec des primes de risque nettement supérieures, principalement attribuables aux incertitudes politiques croissantes. La vive hausse a commencé, pour le Brésil, dès mai 2002, soit un mois environ avant le durcissement des conditions sur le marché américain des obligations à rendement élevé. Elle s'est cependant inversée à partir du dernier trimestre, après que le gouvernement nouvellement élu eut convaincu les investisseurs de

Les flux ont été influencés par la situation des marchés développés ...

... mais aussi par les données économiques internes



son intention de suivre une politique prudente. Pour le Venezuela, en revanche, les primes sont demeurées importantes, sous l'effet des incertitudes entourant la politique du gouvernement et de la désorganisation de la production pétrolière.

La direction des flux de capitaux, notamment sous forme d'investissement direct étranger (IDE), a en outre tenu compte des différences entre données économiques nationales. La plupart des flux (y compris intrazonales) d'IDE vers l'Est asiatique se sont concentrés sur la Chine, attirés par les opportunités liées à son adhésion à l'OMC et par son nouveau rôle dans l'économie mondiale. Les autres apports aux pays d'Asie ont nettement progressé eux aussi ; ils traduisent en partie un mouvement de retrait de fonds auprès des banques internationales, vraisemblablement destinés à des affectations régionales plus rentables, dans un contexte de forte conjoncture. Les possibilités offertes par les pays candidats à l'Union européenne ont également attiré davantage d'IDE. En revanche, de moindres perspectives de croissance et de gains ont contribué à réduire les flux vers l'Amérique latine.

L'IDE a aussi reflété les données économiques nationales

## Asie

En 2002, la croissance a dépassé les attentes dans la plupart des pays d'Asie. Elle a progressé en Chine et en Corée et a redémarré à Hong-Kong RASS (ci-après Hong-Kong) comme en Malaysia, tandis que Singapour et Taiwan, Chine (ci-après Taiwan) ont vu s'inverser la chute de l'activité. La Thaïlande, les Philippines et l'Indonésie ont également connu une phase de vive expansion. En revanche, un certain ralentissement s'est fait sentir en Inde, où la sécheresse a affecté la production agricole. Cet essor de la région a été dû à la demande intérieure, soutenue par des politiques expansionnistes (tableau III.3), ainsi qu'à la forte reprise des exportations pendant une partie de l'année.

En Asie, la croissance a dépassé les attentes ...

Des signes d'affaiblissement de la demande extérieure ont accru l'incertitude sur les perspectives en Asie au premier trimestre 2003 ; elle s'est fortement accentuée en avril et mai, par l'extension du SRAS en Chine, à Hong-Kong et dans d'autres pays de la région. Enfin, les perspectives de croissance en Corée du Sud ont souffert des tensions avec le voisin du Nord et de la faillite d'un grand conglomérat, qui a rejailli sur l'ensemble du secteur financier.

... mais l'incertitude s'est accrue

En dépit de l'incertitude, la Chine a bénéficié d'une croissance très rapide au premier trimestre 2003, conséquence d'investissements publics soutenus en infrastructures, mais aussi sous l'effet d'une hausse marquée de la consommation privée et de l'investissement des entreprises. Celui-ci a été grandement encouragé par l'augmentation des flux d'IDE consécutive à l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001. Dans le même temps, l'élévation des revenus dans les villes a stimulé la consommation des ménages en biens durables et services à forte valeur ajoutée. Le dynamisme de la dépense a donné une impulsion à la production industrielle, tandis que le vif rebond des exportations a également contribué à l'expansion.

Hausse de la dépense privée en Chine ...

En Inde, le recul de la production agricole a ramené la croissance un peu au-dessous de 4 1/2 % l'an dernier, malgré la reprise du secteur industriel et une demande intérieure toujours forte. Les exportations de produits et services ont

... et des exportations de haute technologie en Inde



Asie : demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN)										
Contribution, en points de %, à la croissance du PIB										
	Chine		Corée		Hong-Kong RASS		Inde		Indonésie	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996–2000	7,5	0,8	-0,4	4,9	1,5	1,9	7,0	-1,2	-0,6	1,4
2001	7,3	0,0	1,7	1,6	0,8	-0,2	5,3	0,1	4,9	-1,5
2002	7,3	0,7	4,5	2,0	-1,3	3,6	4,5	-0,2	1,9	1,8
	Malaysia		Philippines		Singapour		Taiwan, Chine		Thaïlande	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996–2000	-0,3	4,9	2,6	1,1	4,9	1,4	5,1	0,7	-7,0	5,0
2001	0,1	0,3	5,2	-2,0	-6,3	3,9	-4,9	2,7	1,8	0,1
2002	6,3	-2,1	5,5	-1,0	-1,9	4,1	1,2	2,3	3,8	1,4

Sources : JPMorgan, *World Financial Markets* ; données nationales. Tableau III.3

été gonflées par l'envolée de la production de logiciels et la fourniture croissante de services (surtout informatiques) aux entreprises. Pour la seconde année consécutive, les exportations de services, ajoutées à un volume croissant d'envois de fonds des non-résidents, ont permis de dégager un excédent des paiements courants. Le gouvernement a adopté, en outre, plusieurs réformes importantes qui ont redonné confiance aux investisseurs, avec notamment la privatisation de certaines entreprises stratégiques et la promulgation de lois facilitant le recouvrement des créances bancaires.

La demande intérieure a été le moteur de la croissance

Ailleurs, c'est la demande intérieure qui a été le plus souvent le moteur de la croissance en 2002 (tableau III.3). En Corée, elle a été soutenue au premier semestre par le développement des prêts bancaires aux ménages et à l'immobilier, mais les dépenses des ménages ont ralenti depuis, les politiques économiques étant devenues plus restrictives. En Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande, la demande intérieure a également été stimulée par l'augmentation des dépenses publiques et de la consommation. En Indonésie, la confiance des consommateurs est remontée, après la dissipation de certaines incertitudes politiques et l'adoption de plusieurs réformes structurelles importantes ; la hausse du cours du pétrole a également étoffé le revenu réel. À l'inverse, la contribution de la demande intérieure à la croissance a été négative à Singapour (à nouveau) et à Hong-Kong (pour la première fois). Dans ces deux économies, c'est la demande extérieure qui a davantage soutenu la reprise.

#### *Origines de la désinflation/déflation*

Le bas niveau de l'inflation a marqué la fin du boum régional ...

L'an dernier, l'inflation en Asie est tombée à 1,1 %, bien au-dessous de la moyenne de 1998–2001 (tableau III.1). La déflation s'est aggravée à Hong-Kong et les prix ont recommencé à baisser en Chine et à Singapour. L'Inde, les Philippines et la Thaïlande ont, pour leur part, enregistré des taux d'inflation parmi les plus faibles de ces dernières années. Dans certains cas, les pressions sur les prix pourraient être attribuées à des facteurs temporaires, pour les produits alimentaires, par exemple. Plus généralement,

toutefois, la désinflation/déflation dans plusieurs pays de la région pourrait être considérée comme un sous-produit de la fin du boum économique des années 90, qui avait été suivie par une faiblesse persistante de la demande privée. La situation pourrait s'expliquer en partie par les turbulences liées aux tensions financières consécutives à la crise asiatique ou par les capacités excédentaires résultant de la croissance rapide des investissements en capital pendant la phase d'expansion.

Dans certaines économies, après avoir flambé en 1996–97, les prix de l'immobilier se sont effondrés, d'où un tassement de la demande, entraînant chômage et désinflation. Ce mouvement a été le plus marqué à Hong-Kong, qui a dû faire face, en outre, à d'autres pressions déflationnistes et dont l'activité avait été affectée en 2001 par le ralentissement du commerce international chinois ; de surcroît, les prix ont eu tendance à s'aligner sur les niveaux beaucoup plus bas du continent. D'autres pays d'Asie, notamment Singapour et Thaïlande, ont également enregistré un recul des prix et des valeurs locatives dans l'immobilier.

... qui a affecté le marché immobilier ...

Les excédents de capacités ont posé des problèmes à l'ensemble de la région, notamment dans la haute technologie. Dans plusieurs pays asiatiques, la formation brute de capital fixe a chuté après 1997, pour ne se redresser que faiblement par la suite. À Singapour et à Taiwan, actuellement caractérisés par une légère déflation, la période d'expansion avait été associée à une flambée des exportations de haute technologie jusque vers 2000. L'effondrement de la demande dans ce secteur en 2001 a eu un important impact désinflationniste et, depuis, le redémarrage reste irrégulier et freiné par plusieurs facteurs : reprise hésitante aux États-Unis ; faiblesse persistante de l'économie japonaise ; surcapacités rémanentes dans l'informatique et les télécommunications. La recherche de parts de marché dans d'autres secteurs se heurte à la concurrence croissante de la Chine (voir ci-après).

... et la haute technologie

Les origines de la déflation en Chine sont plus difficiles à cerner. L'augmentation massive de la dépense publique et la vigueur de la croissance, en effet, n'ont pas réussi à déclencher une hausse du niveau général des prix, notamment dans l'industrie manufacturière. La déflation peut provenir des capacités excédentaires – elles-mêmes probablement dues au maintien en activité d'entreprises d'État non rentables – et d'une grande élasticité de l'offre de main-d'œuvre à bon marché. Elle peut aussi s'expliquer par le fait que l'apport massif d'IDE a permis l'acquisition de savoir-faire en technologie et en gestion des entreprises ainsi qu'un développement des compétences, et a donc contribué à d'importants gains de productivité, ce qui tend également à faire reculer les prix. (Les chapitres II et IV présentent des réflexions plus approfondies sur la déflation.)

La déflation en Chine est plus surprenante

#### *Croissance de la demande intérieure en Asie*

Les économies d'Asie sont généralement parvenues à encourager la demande intérieure, grâce non seulement à des mesures d'incitation budgétaire et monétaire, mais également, dans plusieurs d'entre elles, à une forte expansion des dépenses des ménages financées par le crédit, notamment dans l'immobilier.

Est-il possible de soutenir la demande ?

Important soutien budgétaire

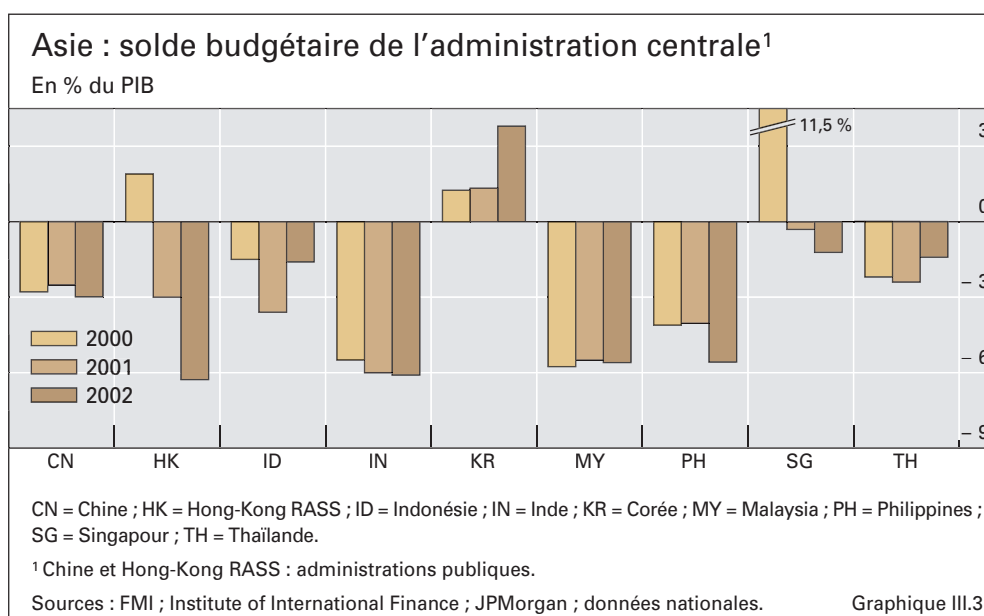
La politique budgétaire a joué un rôle important dans la reprise économique après la crise de la fin des années 90. À l'exception notable de la Corée, les économies d'Asie enregistrent un déficit budgétaire depuis 2000 (graphique III.3). En conséquence, le ratio de la dette publique a sensiblement augmenté depuis le milieu des années 90 (tableau III.4). En Inde, en Indonésie, aux Philippines et, dans une moindre mesure, en Thaïlande, il est relativement élevé. À l'inverse, il est faible en Corée, pendant que Hong-Kong ne montre aucun endettement en termes nets. Dans le cas de la Corée, le bas niveau du ratio a permis cette année une politique expansionniste visant à compenser l'atonie de la croissance.

Le sentiment des marchés n'est pas défavorable

Une politique budgétaire incitative ne peut être mise en œuvre que si elle ne va pas à l'encontre du sentiment des marchés. Dans la plupart des économies d'Asie, ceux-ci semblent enclins à accepter des déficits, même importants, pour les raisons suivantes : excellents antécédents pour le service de la dette publique ; croissance robuste de la production et des exportations ; taux élevé d'épargne privée ; réserves officielles relativement confortables ; faibles ratios endettement extérieur/exportations. Le sentiment des marchés est néanmoins fragile. Ainsi, malgré des réserves fiscales substantielles, Hong-Kong a limité la portée de sa politique expansionniste par crainte de la réaction des marchés.

Une stimulation budgétaire à court terme est possible

En Chine, la relance par le budget a été rendue en partie possible par le contrôle des capitaux, grâce auquel l'épargne élevée est restée investie à l'intérieur du pays. Plusieurs facteurs risquent néanmoins de freiner à moyen terme le recours à des mesures budgétaires. D'une part, la dépense publique est moins efficace que la dépense privée ; d'autre part, le fardeau de la dette, maintenant perçu comme supportable, pourrait, à terme, apparaître moins tenable, ce qui pourrait entamer la confiance envers les banques qui détiennent de gros montants d'obligations d'État. Le gouvernement a d'ailleurs déjà exprimé des préoccupations sur le niveau d'endettement à l'avenir, en raison d'engagements implicites résultant de



Indicateurs d'endettement						
	Dettes publiques <sup>1</sup>			Endettement extérieur <sup>2</sup>		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
Chine	7	15	16 <sup>3</sup>	85	60	54
Corée	8	17	22	126	78	82
Inde	57	67	73	283	236	216
Indonésie	24	82	92 <sup>3</sup>	259	217	231
Malaysia	35	37	46	51	43	49
Philippines	53	66	74	197	134	158
Thaïlande	15 <sup>4</sup>	57 <sup>4</sup>	54 <sup>4</sup>	194	115	95
Argentine	36	45	146	468	554	530
Brésil	33	49	57	379	432	395
Chili	15	14	16	144	198	226
Colombie	14	37	51	273	261	313
Mexique <sup>5</sup>	37	37	40	164	90	100
Pérou	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

<sup>1</sup> En % du PIB. <sup>2</sup> En % des exportations. <sup>3</sup> 2001. <sup>4</sup> Y compris dette à l'égard du Financial Institutions Development Fund. <sup>5</sup> Y compris passifs de l'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).  
Sources : Banque mondiale ; FMI ; données nationales. Tableau III.4

perdes dans le secteur financier ou d'exigibilités au titre de systèmes de pensions, passifs éventuels qui ne sont pas repris dans les chiffres publiés de la dette publique.

La hausse de la demande intérieure en Asie a également été favorisée par l'assouplissement des politiques monétaires, l'an dernier, les taux directeurs étant pour la plupart stables ou en repli. Les taux longs ont eu tendance à baisser, eux aussi, et se situent actuellement, pour certains, à leur plus bas niveau depuis des années. Cela s'est accompagné d'une vigoureuse expansion du crédit, en 2002, en Chine, en Inde et en Corée (17-25 %) et d'une progression remarquable en Thaïlande (8,5 %, après une contraction de 7,5 % en 2001). Parfois, cet essor du crédit a largement profité aux ménages. Ces conditions favorables semblent avoir eu des effets plus limités dans des économies à croissance plus lente, caractérisées par des taux d'intérêt déjà très bas ou une véritable déflation. Ainsi, le crédit s'est contracté à Hong-Kong, malgré l'abondance des liquidités. (Le chapitre IV analyse une situation similaire.)

Recul des taux d'intérêt, forte croissance du crédit ...

La conjonction d'une stimulation monétaire et d'une inflation modérée a entraîné une dépréciation du cours de change effectif réel aux Philippines, en Thaïlande, à Singapour et à Taiwan. Toutes ces économies ont opté pour un régime de change variable. Les deux premières se sont fixé un objectif d'inflation, et Singapour un objectif de cours de change effectif nominal. Une dépréciation similaire a été constatée en Chine, à Hong-Kong et en Malaysia, dont les monnaies respectives sont rattachées de fait au dollar EU: la variation de change reflète donc le repli de la devise américaine face aux principales monnaies (tableau III.5). Cette évolution a favorisé la reprise des exportations de la région.

... et dépréciation du cours de change réel

Asie : taux d'intérêt et cours de change effectif réel									
	Taux court <sup>1</sup>			Taux long <sup>1</sup>			Cours de change <sup>2</sup>		
	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03
Chine	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Corée	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Hong-Kong RASS	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
Inde	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonésie	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Malaysia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Philippines	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Singapour	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Taiwan, Chine	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1
Thaïlande	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3

<sup>1</sup> En %, fin de période. <sup>2</sup> Variation annuelle, en % ; en termes de prix à la consommation relatifs. Une augmentation indique une appréciation.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; FMI ; données nationales. Tableau III.5

### *Quelles limites aux dépenses des ménages financées par le crédit ?*

La faiblesse de l'inflation devrait permettre une stimulation monétaire accrue

La faiblesse de l'inflation dans une grande partie des économies d'Asie a favorisé la stimulation monétaire, ce qui, dans plusieurs cas, a permis aux ménages de financer un niveau élevé de dépenses – acquisition de logements et de biens de consommation durables. Face à la demande réduite d'emprunts des entreprises après la crise, les banques ont pu ainsi diversifier leurs risques grâce à ces prêts. Il reste à savoir dans quelle mesure cela a créé de nouveaux risques pour les banques elles-mêmes.

En Corée, les banques ont développé le crédit aux ménages ...

L'exemple récent de la Corée illustre bien les difficultés qui pourraient apparaître. Dans ce pays, les concours aux ménages (prêts personnels, crédits hypothécaires et créances à recouvrer sur cartes de crédit) représentaient plus de 40 % de l'actif total des banques à fin juin 2002, en forte hausse par rapport aux 24 % de fin 1999, et la dette bancaire des ménages atteignait 109 % de leur revenu disponible, dont 49 points de pourcentage pour les crédits hypothécaires et 21 points pour les cartes de crédit.

... mais à un rythme qui n'était pas soutenable

Il existe de bons arguments en faveur d'un accroissement supplémentaire, à moyen terme, des crédits hypothécaires en Corée. Le nombre de propriétaires-occupants est encore relativement bas dans ce pays et le crédit aux ménages représente généralement une part croissante des prêts au fur et à mesure de l'augmentation des revenus. Toutefois, devant l'essor très rapide des financements hypothécaires ainsi que le boum dans l'immobilier et la construction, le gouvernement a adopté une série de mesures visant à limiter l'envolée des prix dans les « zones de spéculation » : réduction (de 80 % à 60 %) du ratio prêt/valeur ; surpondération du risque correspondant aux crédits hypothécaires dans le calcul des fonds propres réglementaires ; interdiction d'acquiescer un bien supplémentaire ; menace de contrôles fiscaux en cas d'achats fréquents ; durcissement des critères d'exonération des plus-values ; relèvement de la taxe foncière pour les logements plus coûteux. Afin de ralentir la hausse des prix immobiliers, le

gouvernement a en outre mis en place un programme de construction de logements autour de Séoul. Ces mesures ont permis de contenir l'exposition du secteur bancaire, au détriment du sentiment et des dépenses de consommation, fin 2002. Par là même, cependant, elles ont amoindri les perspectives de croissance de la Corée pour 2003.

Pour les autres types de crédit aux ménages, toutefois, l'exposition accrue des établissements financiers pouvait aussi engendrer des coûts importants, comme cela allait rapidement se vérifier. Le taux d'impayés sur cartes de crédit a augmenté de moitié, passant à plus de 11 % entre décembre 2001 et janvier 2003. De plus, en avril 2003, la découverte d'irrégularités dans la comptabilité du quatrième conglomérat du pays a provoqué une fuite vers la qualité et a porté un coup d'arrêt brutal au financement des sociétés de cartes de crédit coréennes, alors jugées vulnérables. Le gouvernement a mis au point un plan de sauvetage de plusieurs milliards de dollars EU : les actionnaires ont recapitalisé les sociétés en difficulté et les banques ont accordé des prêts-relais aux fonds d'investissement détenant des montants élevés de créances titrisées sur cartes de crédit.

Renflouement des sociétés de cartes de crédit

En Thaïlande également, la croissance a bénéficié de l'expansion du crédit aux ménages et de leur consommation. En janvier 2003, la valeur des terrains avait grimpé de 71 % et l'encours de prêts au logement progressé de 12 % en glissement annuel. Toutefois, la dette des ménages représente une part bien plus faible de leur revenu disponible qu'en Corée, et le secteur financier privé est un peu moins exposé, étant donné que les prêts au logement sont, pour près de moitié, accordés par des établissements du secteur public. Néanmoins, toujours préoccupées par l'expansion des encours de cartes de crédit, les autorités les ont de nouveau soumises, en novembre 2002, à des conditions de revenu.

Le crédit aux ménages a soutenu la croissance en Thaïlande

Le financement du marché immobilier est même devenu source de préoccupation en Chine où, dans un contexte de déflation, les prix se sont emballés à la périphérie de Shanghai et à Qingdao. Les autorités doivent cependant mettre en balance les risques potentiels de ce boum et leur objectif de promotion à long terme de l'accession à la propriété, qui n'a été autorisée que récemment – objectif qu'elles considèrent extrêmement important pour la transformation économique et sociale du pays.

Le marché immobilier est source de préoccupation en Chine

### *Évolution du rôle de la Chine*

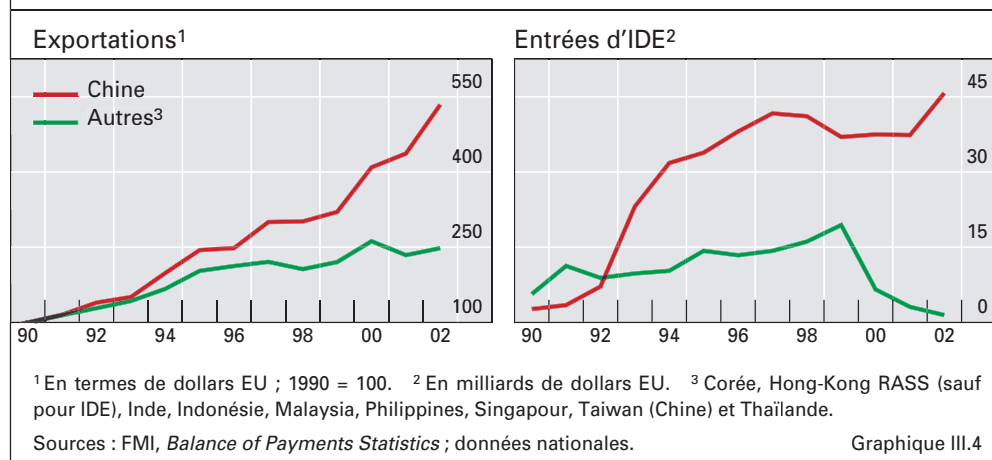
La croissance rapide de la Chine et son intégration dans l'économie mondiale ont notablement renforcé son influence en Asie. Entre 1991 et 2002, la part du pays dans le PIB et les exportations de la région a plus que doublé, dépassant respectivement 17 % et 20 %. Ses importations ont augmenté au moins autant, de sorte qu'il enregistre aujourd'hui un déficit des paiements courants vis-à-vis de ses voisins.

Le poids économique croissant de la Chine ...

La transformation structurelle de la Chine est en train de modifier les flux de commerce et d'investissements en Asie. Les exportations chinoises ont récemment augmenté beaucoup plus vite que celles des autres économies émergentes d'Asie (graphique III.4, cadre de gauche), en partie parce qu'elles sont surtout destinées au marché américain. La part absorbée

... modifie les flux de commerce et d'investissements en Asie

## Asie : exportations et entrées d'IDE



par celui-ci a progressé de plus de 6 points de pourcentage entre 1998 et 2002, pour atteindre 27 %, alors qu'elle était en recul pour les autres économies de la région, plus particulièrement Hong-Kong, Philippines, Singapour et Thaïlande.

La Chine a attiré davantage d'investissements étrangers

Dans le même temps, les flux d'investissements en direction de l'Asie se sont davantage dirigés vers la Chine récemment, en partie pour exploiter les débouchés du commerce mondial, mais aussi, de plus en plus, pour pénétrer le marché intérieur en expansion. Ainsi, de grosses entreprises allemandes, américaines et japonaises ont investi dans le secteur automobile chinois, le plus dynamique au monde. Parallèlement, les flux d'IDE vers les autres économies émergentes d'Asie ont chuté (graphique III.4, cadre de droite) ; en fait, dans le prolongement d'une tendance observable depuis la crise de 1997-98, ils sont tombés à zéro, en termes nets, en 2002, tandis que les apports nets d'IDE à la Chine ont atteint \$46 milliards.

La Chine va-t-elle déposséder ses voisins ?

Certains observateurs se disent préoccupés par le risque que cette évolution de la Chine « dépossède » les autres économies émergentes d'Asie de leur production manufacturière. La Chine, déjà bien placée pour les produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre, devrait de plus, suite à son adhésion à l'OMC, gagner une large part du marché mondial de l'habillement et des textiles, qui sera libéralisé à l'expiration de l'accord de l'OMC dans ce domaine, en 2005. Elle représente donc un défi majeur pour les actuels producteurs de textiles et autres industries à forte intensité de main-d'œuvre du Sud-Est asiatique. De surcroît, ce qu'elle fabrique incorpore toujours davantage de valeur ajoutée et ses exportations de machines et de biens de haute technologie se sont rapidement accrues ; dans l'électronique, sa part des exportations asiatiques a plus que doublé sur les cinq dernières années, atteignant 30 % en 2002, tandis que celle de la Malaysia et de Singapour s'est effondrée. Il semblerait aussi, selon certaines sources, que des unités de production des secteurs de haute technologie se soient déplacées des économies émergentes de l'Est asiatique et même du Japon vers la Chine.

Pour mettre cette évolution en perspective, il convient cependant de rappeler que la région a été le siège de mutations structurelles dans le passé



et qu'aucune réduction de la prospérité n'a été observée dans les économies dont la production a été « déplacée ». La Chine et le Sud-Est asiatique, par exemple, ont attiré une grande partie des industries à forte intensité de main-d'œuvre des nouvelles économies industrielles voisines (Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan). Bien que cela ait créé des difficultés à certaines d'entre elles, leur prospérité globale n'en a pas été atteinte pour autant. Depuis le début des années 80, l'essentiel de la production manufacturière de Hong-Kong a été transféré vers la Chine du Sud, ce qui n'a pas empêché la RASS, en tirant parti de son ancrage au continent, de prospérer grâce à ses services à plus forte valeur ajoutée dans la finance, le commerce et l'investissement.

Les mutations structurelles du passé n'ont pas affecté la prospérité

Dans le contexte actuel, l'Est asiatique pourrait exploiter, de deux façons au moins, sa proximité avec la Chine. Premièrement, étant donné que la majeure partie du commerce international des produits de consommation finale concerne l'échange de biens similaires, quoique différenciés, entre pays développés, les économies les plus avancées de l'Est asiatique et du reste du monde pourraient interchanger avec la Chine des produits se distinguant par un caractère spécifique, par exemple qualité, design ou spécialisation dans certaines technologies de pointe. Singapour s'est ainsi récemment diversifié dans le secteur biomédical et les services. De même, Hong-Kong cherche, au-delà de son créneau financier traditionnel, à s'imposer comme économie à forte intensité de savoir. Ces stratégies exigent une main-d'œuvre très compétente, aussi ces deux économies s'attachent-elles à améliorer leur système éducatif, tout en poursuivant leur politique d'accueil des professionnels et ouvriers qualifiés étrangers. Les économies moins développées du Sud-Est asiatique nécessiteront sans doute plus de temps pour adopter une telle stratégie. Ce type d'échanges apparaît prometteur, notamment dans le secteur automobile, puisque la région produit et exporte déjà des véhicules. Les services comme le tourisme peuvent également offrir des débouchés pour les économies du Sud-Est asiatique.

Les voisins de la Chine pourraient différencier leurs produits ...

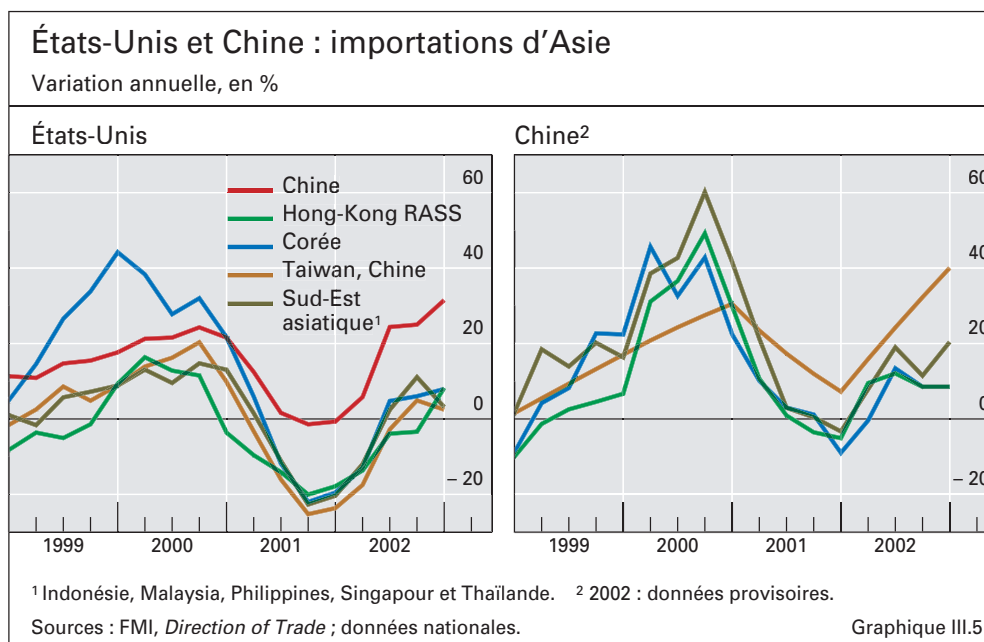
Deuxièmement, étant donné que la plupart des échanges internationaux portent sur des biens intermédiaires, en tirant parti de différences en matière de coûts, de compétences et de ressources naturelles, les économies d'Asie pourraient, de la même façon, fournir à la Chine des biens intermédiaires qu'elle transformerait ensuite pour son propre marché ou pour l'exportation. Le potentiel d'intégration augmentera à mesure du renchérissement des coûts dans les régions côtières de Chine, en raison de la hausse des salaires réels et d'un effet de saturation.

... et fournir des biens intermédiaires

Les chiffres récents font ressortir le poids de ces biens intermédiaires dans les importations de la Chine et dans les produits qu'elle vend à l'étranger, notamment aux États-Unis (graphique III.5, cadre de gauche). La demande d'importations des États-Unis est ainsi redistribuée par la Chine. En témoigne la hausse de ses importations à partir de l'Asie (graphique III.5, cadre de droite). Dans le secteur de l'électronique, par exemple, elles ont progressé de plus de 49 % l'an dernier, alors que les ventes à l'étranger ont augmenté de 33 %. En revanche, la part des biens de consommation dans les importations

La demande d'importations des États-Unis est redistribuée par le biais de la Chine





chinoises a régulièrement régressé, revenant de 25 % environ au milieu des années 90 à 20 % en 2002.

## Amérique latine

### *Développements économiques récents*

Pour l'Amérique latine, 2002 a peut-être été l'année la plus difficile depuis les crises d'endettement des années 80. Après avoir été pratiquement étale l'année précédente, le PIB a diminué en termes réels. Parmi les grandes économies, l'Argentine et le Venezuela ont connu de véritables crises, tandis que le Brésil s'est le plus souvent trouvé confronté à de graves problèmes de financement extérieur. Même le Mexique et le Chili, pays les plus performants dans le passé récent, ont obtenu de moins bons résultats : l'activité et les revenus d'exportations y ont stagné et les entrées de capitaux se sont contractées. Seul le Pérou, grâce à une vigoureuse expansion des exportations de métaux et à une progression de la consommation, a fait exception à cette atonie, avec une croissance supérieure à 5 %, la plus forte de ces cinq dernières années.

Une reprise généralisée s'est toutefois amorcée au second semestre 2002. Alors que les flux de capitaux privés vers l'Amérique latine ont baissé sur l'ensemble de l'année, les conditions de financement extérieur se sont nettement assouplies au second semestre, et davantage encore au premier trimestre 2003, ce qui s'est traduit par un important recul des primes sur les obligations des économies émergentes (chapitre VI). En outre, les exportations de biens et services ont également redémarré dans la seconde moitié de 2002, en raison d'une augmentation de la demande en provenance de la région ainsi que de l'extérieur.

2002 a été difficile ...

... mais une reprise s'est amorcée en fin d'année

En 2003, l'amélioration des conditions extérieures devrait contribuer à une reprise modérée de la croissance en Amérique latine, tout comme le redémarrage des investissements et de la consommation. Les dépenses dans ces deux domaines seront relancées si les politiques de soutien et la reprise économique parviennent à encourager le retour des flux d'IDE.

L'amélioration des conditions extérieures a soutenu la croissance

#### *Caractère soutenable de la dette et ajustement budgétaire*

Pour de nombreuses économies d'Amérique latine, la question clé est de savoir si l'ajustement budgétaire en cours sera suffisant pour permettre le retour de la confiance. Cela dépend notamment du degré d'intégration aux marchés financiers mondiaux et de l'ampleur de la dette extérieure.

Le caractère soutenable de la dette publique ...

Toutes choses étant égales par ailleurs, une économie où les mouvements de capitaux sont libéralisés est d'autant plus vulnérable que la part de son endettement libellée en devises est importante et que ses recettes d'exportations sont faibles. L'endettement extérieur influe, par son niveau, sur le caractère soutenable de la dette publique, même s'il est en grande partie privé, car les problèmes du service de la dette du secteur privé peuvent affecter le cours de change et le coût du financement de l'État. En outre, il est arrivé, pour diverses raisons, que l'État assume les engagements extérieurs du secteur privé. En Amérique latine, le ratio de l'endettement extérieur aux exportations est beaucoup plus élevé que dans les pays asiatiques dotés de ratios dette publique/PIB comparables (tableau III.4). L'explication réside dans le fait que les taux d'épargne nationaux et le degré d'ouverture aux échanges commerciaux sont nettement inférieurs en Amérique latine (pour une analyse de l'épargne dans les différentes régions, se reporter au chapitre II).

... dépend en partie de l'endettement extérieur

La perception du caractère soutenable de la dette publique semble influencée par son ampleur, mesurée par son ratio, et par son évolution. Au Mexique et au Chili, ces ratios sont restés à peu près stables depuis le milieu des années 90. En revanche, au Brésil, en Colombie et au Pérou, ils augmentent sensiblement depuis 1996 environ et sont maintenant plus élevés qu'au Mexique et au Chili. Celui de l'Argentine s'inscrit actuellement à 146 % mais se prête mal à une comparaison avec les autres économies, le pays s'étant déclaré en cessation de paiements en décembre 2001.

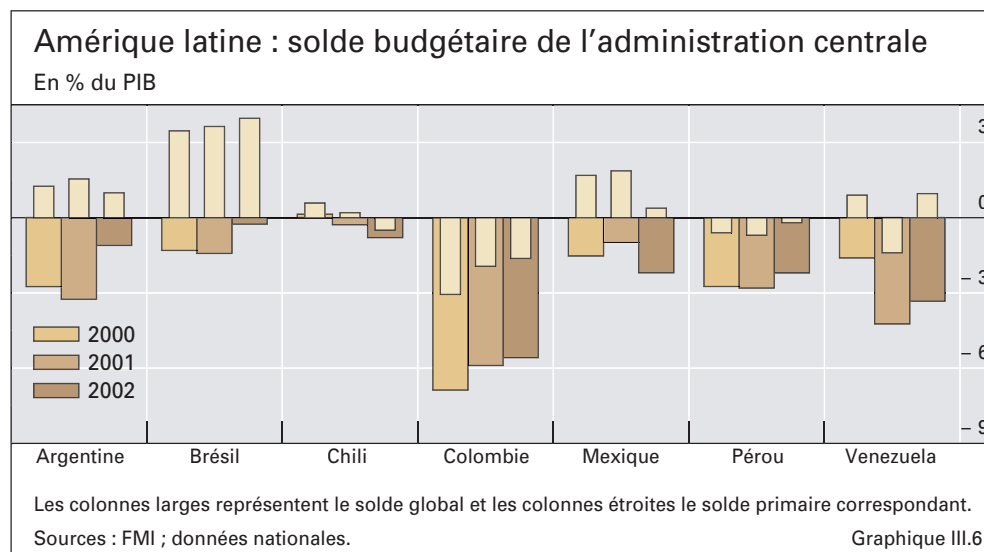
L'ampleur de la dette influence les perceptions

L'augmentation des ratios de la dette publique s'explique essentiellement par le fait que les soldes primaires n'ont pas été suffisants pour couvrir les paiements d'intérêts. La conjonction de taux d'intérêt réels élevés et d'une croissance atone, qui traduit notamment les difficultés de financement et le rythme modéré de l'activité économique mondiale, y a également contribué. À cela s'ajoute la dépréciation de la monnaie, car une part importante de la dette publique est libellée en devises étrangères ou leur est rattachée et l'accroissement des exportations n'a pas été suffisamment rapide pour compenser cette dégradation.

Augmentation des ratios de la dette publique ...

À long terme, les facteurs influençant les ratios de la dette publique reflètent les données économiques fondamentales. Par exemple, la dépréciation du real, qui a contribué à l'augmentation de ces ratios au Brésil depuis le milieu des années 90, s'explique en partie par le taux relativement peu élevé de l'épargne interne et l'ampleur de l'endettement

... reflétant les données économiques fondamentales et le sentiment général



extérieur. À court terme, cependant, ces déterminants peuvent également traduire des perceptions auto-entretenues du caractère soutenable de la dette publique. Des préoccupations concernant la capacité ou la volonté d'un pays d'assurer le service de sa dette peuvent provoquer une hausse des taux d'intérêt ou une dépréciation de la monnaie de nature à rendre son endettement insoutenable. C'est pourquoi, dans certains pays d'Amérique latine, des mesures ont été prises pour rassurer les investisseurs sur la détermination à assainir les finances publiques, ce qui transparaît en partie dans les données récentes sur les soldes budgétaires. Comme l'indique le graphique III.6, les déficits budgétaires ont diminué dans quelques pays et l'excédent primaire s'est accru au Brésil.

Les gouvernements ont cherché à rassurer les marchés

Certains gouvernements ont également cherché à rassurer les marchés par des initiatives d'ordre économique ou législatif tournées vers le long terme. Au Brésil, par exemple, le nouveau gouvernement a porté de 3,75 % en 2002 à 4,25 % en 2003 son objectif d'excédent primaire ; celui-ci dépassait d'ailleurs 6 % au premier trimestre de cette année. Il cherche, par ailleurs, à réformer le régime fiscal ainsi que le système de sécurité sociale, lequel compte pour une large part du déficit budgétaire. En Colombie, le déficit budgétaire devrait diminuer grâce aux réformes adoptées en 2002 concernant les impôts, les retraites, la sécurité sociale et le marché du travail. Une loi de responsabilité budgétaire limitant les ratios de la dette publique est aussi prévue, de même qu'un référendum sur un projet de réforme du secteur public, en vue de réaliser d'autres économies substantielles. Le Pérou s'est engagé à diminuer son déficit budgétaire en 2003 et 2004 dans le cadre de son programme avec le FMI.

Incidence de l'inflation sur le solde primaire

La valeur de ces mesures d'assainissement doit être jugée en tenant compte d'au moins trois facteurs. Premièrement, dans certaines économies, l'inflation a contribué à l'augmentation enregistrée du solde primaire, effet qui va cependant progressivement s'atténuer si l'inflation persiste. Ainsi, au Brésil, les recettes fiscales de l'administration centrale ont augmenté d'environ 29 % durant la période de douze mois se terminant en janvier 2003 (hors élément non récurrent en janvier 2002), soit à peu près du même ordre que l'un des

indicateurs d'inflation les plus utilisés. Les dépenses n'ayant pas suivi en proportion, l'excédent primaire s'est accru, ce qui a largement compensé l'aggravation du déficit de la sécurité sociale. Alors que, dans plusieurs pays de la région, une période prolongée d'inflation modérée a réduit de façon significative les anticipations dans ce domaine et les revendications salariales, l'expérience antérieure laisse à penser que le recours assez général à l'indexation pourrait s'intensifier si l'inflation devait rester élevée.

Deuxièmement, les recettes ont été accrues grâce en partie à certains impôts, parfois générateurs de distorsions, ce qui pourrait compromettre en fait les perspectives de croissance à long terme. En Argentine, par exemple, une taxe à l'exportation mise en place début 2002 a dégagé 15 % des recettes publiques. Si cet impôt compense la manne dont ont bénéficié les exportateurs de produits agricoles à la suite de la forte dépréciation de la monnaie en 2002, les taxes sur les échanges commerciaux internationaux ne sauraient être une solution à long terme. Le Brésil a beaucoup misé sur une fiscalité sur les transactions financières et sur un système d'imposition indirecte en « cascade », dans lequel l'assiette des taxes sur les produits intègre les taxes (non déductibles) sur les intrants. Ce système passe pour réduire la compétitivité des entreprises brésiliennes.

Troisièmement, dans de nombreux pays, il est difficile de faire baisser la dépense globale, en raison de la part élevée des dépenses qui ne sont pas de nature discrétionnaire. Les paiements d'intérêts ont représenté 18 % des dépenses totales au Brésil, contre 12–15 % au Pérou et en Colombie. Les remaniements budgétaires sont aussi limités habituellement par des obligations contractuelles ou des règles immuables régissant le processus d'allocation des ressources, à la sécurité sociale ou à la santé par exemple, qui, pour beaucoup, pourrait être rendu plus efficient. Dans un certain nombre de pays, entre 35 et 50 % des dépenses publiques échappent au pouvoir central et sont très difficiles à contrôler. Les compressions portent donc en général sur une part relativement modeste des dépenses publiques. En outre, les entreprises publiques ont parfois réduit d'abord leurs dépenses d'investissement et d'entretien, domaines où les effets immédiats sont moins évidents. Cela pourrait également freiner la croissance future.

#### *Réduction de l'inflation : un enjeu de taille*

En 2002, certaines économies ont été confrontées à des difficultés de financement extérieur, qui ont entraîné une forte dépréciation de la monnaie suivie de poussées d'inflation (graphique III.7). Évaluer les conditions monétaires dans un tel contexte est une tâche particulièrement difficile.

D'un côté, si quelques pays ont subi une forte dépréciation, les cycles d'accélération de l'inflation et de dépréciation observés par le passé dans cette région ont été évités. En fait, les cours de change se sont généralement stabilisés ou appréciés et les primes de risque sur la dette souveraine se sont resserrées depuis fin 2002, ce qui donne à penser que les marchés ont plutôt confiance dans les politiques conduites actuellement dans certains pays.

D'un autre côté, les taux d'inflation ont augmenté et les objectifs explicites ont parfois été dépassés. Avec une inflation à 12,5 % en décembre 2002, le

Certains impôts pourraient hypothéquer la croissance

Les dépenses de nature non discrétionnaire limitent les compressions

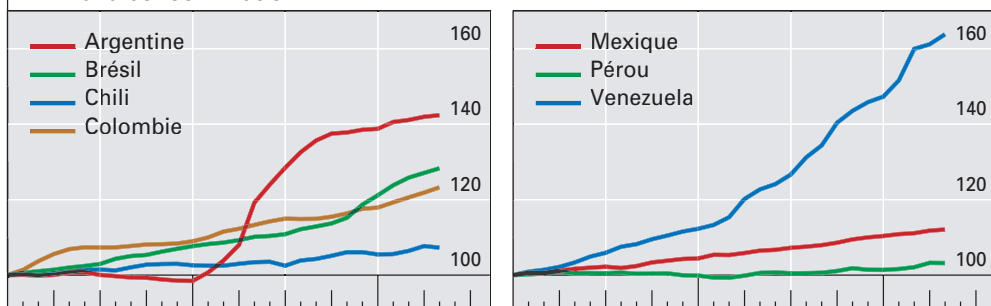
Malgré les difficultés de financement extérieur ...

... les cours de change se sont stabilisés ...

## Amérique latine : prix à la consommation et cours de change

Fin 2000 = 100

### Prix à la consommation



### Cours de change<sup>1</sup>



<sup>1</sup> En dollars EU par unité de monnaie locale ; une augmentation indique une appréciation.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales.

Graphique III.7

... mais l'inflation suscite des préoccupations

Brésil a largement franchi la limite supérieure (5,5 %) de sa fourchette-objectif. Bien que la banque centrale ait relevé à 8,5 % sa norme pour 2003, afin de prendre en compte les hausses des prix réglementés et l'inertie de l'inflation, celle-ci s'est accélérée, atteignant près du double de l'objectif révisé à la fin du premier trimestre 2003. La Colombie a également excédé son objectif d'inflation, bien que la banque centrale continue à se doter d'un objectif de repli progressif. Au Venezuela, les contrôles des prix et des changes imposés à compter de janvier 2003 ont permis aux autorités d'ancrer le cours de change de leur monnaie, ce qui n'a pas empêché une hausse notable de l'inflation. Au Mexique, le rythme est allé au-delà des 4,5 % fixés. Le gouvernement a néanmoins réitéré son engagement, pris en juillet 2002, de réaliser 3 % en 2003, dans le cadre d'une fourchette de 2 à 4 %. Au Chili, l'inflation a été inférieure à l'objectif, en raison de pressions modérées sur les coûts par suite de baisses des prix à l'importation et de conditions favorables des coûts de main-d'œuvre, mais elle était supérieure à la fourchette-objectif de 2-4 % à la fin du premier trimestre 2003. Des données plus récentes font penser que les forces inflationnistes sont en train de s'atténuer dans un certain nombre de pays. Le recul a été particulièrement spectaculaire en Argentine, où les autorités ont abaissé à 8 % leur prévision pour fin 2003, contre un taux de 35 % initialement prévu par l'accord de confirmation conclu avec le FMI et celui de 41 % constaté fin 2002.

Dans les pays très endettés, les autorités monétaires ont été placées devant plusieurs alternatives délicates. La plus importante peut-être concernait la nécessité de relever suffisamment les taux d'intérêt pour éviter des spirales déstabilisantes de dépréciation et d'inflation. Mais, dans le même temps, une hausse trop importante risquait ou aurait risqué de renforcer les doutes sur le caractère soutenable de la dette publique et d'accroître la fragilité financière. Une telle issue pourrait également exacerber les pressions sur le change, là encore avec des conséquences défavorables sur l'inflation.

Des taux d'intérêt élevés risqueraient d'affecter la gestion de la dette ...

En Amérique latine, une complication supplémentaire tient au fait qu'une dépréciation du change nominal peut avoir des répercussions négatives à court terme, puisqu'elle accroît le poids de la dette en devises, en même temps qu'elle diminue le pouvoir d'achat national. Cette incidence va à l'encontre des effets traditionnels de substitution des échanges. À moyen terme, la dépréciation stimulera l'économie, à condition toutefois que le change baisse en termes réels. C'est ce qui s'est récemment produit dans plusieurs économies d'Amérique latine (tableau III.6) et contraste agréablement avec la situation antérieure où l'inflation s'était accélérée. Le cas de l'Argentine est l'illustration même de ces effets contradictoires : l'effondrement du peso en 2002 a d'abord été suivi d'une forte contraction de la production puis, plus tard seulement, d'un rebond des exportations de biens et services.

... et les dépréciations d'avoir des effets récessifs

Les banques centrales ont limité les hausses des taux d'intérêt nominaux, notamment pour compenser les effets récessifs mentionnés ci-dessus, de sorte que les taux ont diminué en termes réels. Cela a été le cas au Brésil, même si le taux d'intérêt réel dépassait encore 8 % en avril 2003, alors que dans certains pays (Argentine, Colombie, Venezuela) il est devenu négatif et l'est resté assez longtemps. Des taux d'intérêt réels en baisse ou négatifs n'ont pas toujours été associés, cependant, à une expansion rapide du crédit (graphique III.8). En dépit d'une inflation élevée, l'encours du crédit au secteur privé s'est contracté en Argentine en 2002, en raison des difficultés du secteur bancaire, tandis qu'au Venezuela la progression du crédit s'est ralentie, pour devenir quasiment nulle. De l'ordre de 10 % au Brésil, elle est demeurée néanmoins inférieure au taux d'inflation. Au Chili et au Mexique, où les contraintes sur les financements extérieurs étaient moins importantes, les

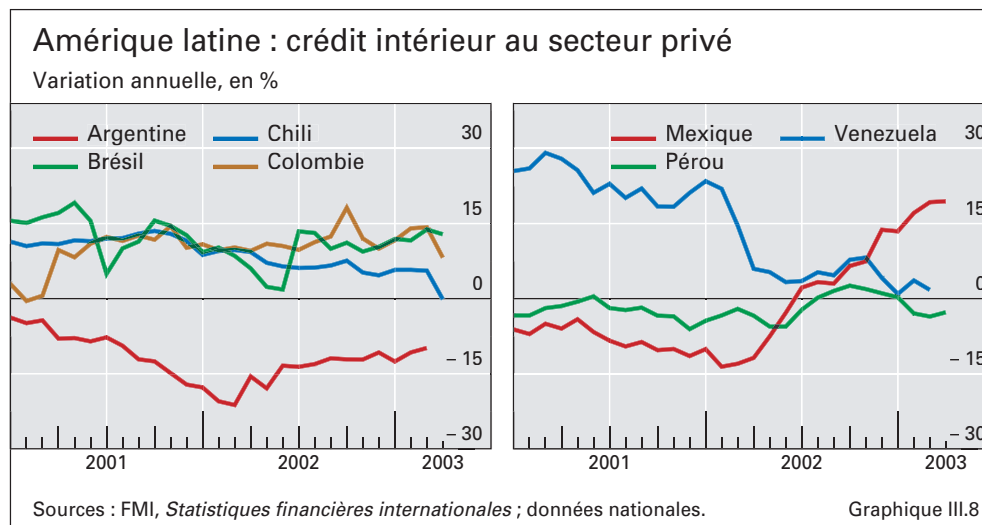
Le faible niveau des taux d'intérêt en termes réels n'a pas stimulé le crédit

Amérique latine : taux d'intérêt et cours de change effectif réel									
	Taux court <sup>1</sup>			Taux court en termes réels <sup>1,2</sup>			Cours de change <sup>3</sup>		
	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03
Argentine	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brésil	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Chili	6,2 <sup>4</sup>	4,4 <sup>4</sup>	1,9 <sup>4</sup>	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Colombie	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
Mexique	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Pérou	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

<sup>1</sup> En % ; fin de période. <sup>2</sup> Corrigé du taux annuel d'inflation. <sup>3</sup> Variation annuelle, en % ; en termes de prix à la consommation relatifs. Une augmentation indique une appréciation. <sup>4</sup> En termes réels (par rapport à l'Unidad de Fomento).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; FMI ; données nationales.

Tableau III.6



décideurs ont réagi à la faiblesse de la demande extérieure en assouplissant la politique monétaire. Si les taux d'intérêt se sont repliés en termes réels dans ces deux pays, l'accroissement du crédit est demeuré modéré au Chili mais s'est accéléré de façon significative au Mexique.

### Europe centrale et orientale

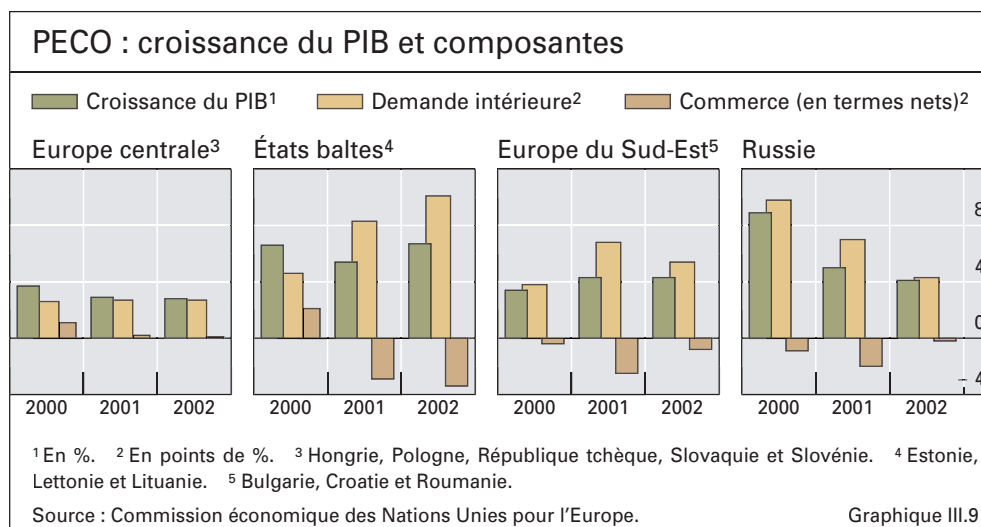
Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), la croissance a fait preuve l'an dernier d'une résistance remarquable face au ralentissement observé en Europe occidentale. L'évolution vers une croissance endogène a été confortée en 2002 (graphique III.9), grâce à l'augmentation rapide du crédit à la consommation et à l'expansion budgétaire dans plusieurs pays. S'agissant du commerce extérieur, la diversification accrue des marchés extérieurs et les gains de productivité ont induit une progression des recettes d'exportations plus forte que prévu (graphique III.1). La production a augmenté en moyenne de 5 à 5½ % en Europe du Sud-Est ainsi que dans les pays baltes et d'environ 3 % en Europe centrale. La croissance est restée soutenue en Russie, tandis qu'en Turquie, après une contraction prononcée en 2001, l'économie a enregistré un net rebond. Ces tendances se sont globalement confirmées au premier trimestre 2003.

La poursuite de la désinflation est un autre aspect positif de l'évolution macroéconomique récente. Vers la fin de 2002, l'inflation moyenne dans les huit pays de la région en passe d'adhérer à l'Union européenne ainsi qu'en Croatie dépassait légèrement 2,5 %, niveau le plus bas depuis le début de la période de transition. L'inflation est restée supérieure à 10 % en Roumanie, en Russie, en Serbie-Monténégro et en Turquie, où la hausse des prix s'est tout de même ralentie durant l'année. Cependant, dans la plupart des pays, le recul de l'inflation n'a pas été dû à une atténuation des pressions internes des coûts et de la demande, mais aux bonnes récoltes et à l'appréciation du change, qui ont fait baisser les prix des denrées alimentaires et du pétrole importé. En fait, la désinflation a été moins rapide et plus préjudiciable que lors des précédents épisodes. La variation cumulée du taux de chômage nécessaire pour réduire

La croissance résiste bien au ralentissement observé en Europe occidentale

L'inflation a encore diminué ...





l'inflation de 5 points de pourcentage (ratio de sacrifice) a représenté en moyenne 1,6 point de pourcentage entre 2000 et 2002, contre 0,5 point en 1998–99.

Plusieurs facteurs, cependant, semblent indiquer que les faibles taux d'inflation constatés récemment pourraient ne pas se maintenir très longtemps. Premièrement, l'incidence de la baisse des prix des denrées alimentaires va vraisemblablement s'estomper. Deuxièmement, la plupart des pays ont prévu une série d'ajustements ponctuels des prix administrés. Troisièmement, début 2003, la hausse des prix pétroliers se faisait déjà sentir sur l'inflation. Enfin, les augmentations de salaires dans le secteur public ont commencé à se propager au secteur privé. Il en résulte notamment, dans certains pays, un regain d'intérêt pour la politique des revenus.

En 2002, les déficits des paiements courants sont restés importants (5,7 % du PIB en moyenne, Russie exceptée) mais ont été financés sans difficulté. En République tchèque, Slovaquie et Slovénie, les afflux d'investissement direct étranger (IDE) ont été de deux à cinq fois plus élevés que les déficits eux-mêmes et les ont couverts à hauteur de 60 % en moyenne dans les autres pays. De plus, la proximité de l'adhésion à l'Union européenne et la perception, par les investisseurs, d'un certain risque lié aux économies émergentes ont provoqué une vague d'entrées de capitaux à court terme. La plupart des monnaies d'Europe centrale se sont alors appréciées en 2002 par rapport à l'euro ou en valeur effective nominale. Le zloty polonais a constitué une exception notable à cet égard, puisqu'il s'est trouvé soumis à des pressions pendant quelque temps du fait de la faiblesse de la croissance interne et d'une réaction différée aux amples réductions des taux d'intérêt. En Russie, grâce à l'accroissement des exportations de pétrole, l'excédent courant a avoisiné 10 % du PIB. En Turquie, la vive reprise a provoqué une augmentation des importations et, par suite de la stabilité des exportations, un déficit modeste des paiements courants égal à 1 % du PIB.

Dans cet environnement relativement favorable, les autorités monétaires des pays dotés d'un objectif d'inflation ont généralement cherché à équilibrer les effets désinflationnistes liés à l'appréciation de leur monnaie et l'incidence

... mais cette tendance pourrait s'arrêter

Les entrées d'IDE ont financé les importants déficits extérieurs



Confrontées à des entrées de capitaux et à une appréciation de la monnaie ...

expansionniste des entrées de capitaux sur la masse monétaire. Parallèlement, les banques centrales ont dû prendre en compte divers éléments : l'orientation expansionniste des politiques budgétaires, l'éventualité d'un impact défavorable de la hausse du cours de change sur les industries exportatrices et le faible niveau des taux d'intérêt sur les marchés mondiaux des capitaux. Devant cette situation, la plupart d'entre elles ont conjugué réductions de taux d'intérêt et interventions sur les marchés pour ralentir les entrées de capitaux et soulager les tensions sur le change.

... les banques centrales abaissent les taux d'intérêt et interviennent sur les marchés

La Banque Nationale Tchèque est intervenue à plusieurs reprises en 2002, abaissant son principal taux directeur au-dessous du taux d'appel d'offres de la BCE en juillet. Depuis début 2002, la Banque Nationale de Pologne a réduit de 5,75 points de pourcentage son taux clé ; cette mesure visait notamment à affaiblir le zloty mais aussi à peser sur les niveaux élevés des taux d'intérêt en termes réels, considérés comme partiellement responsables de la faible croissance en 2001-02. Confrontés à des entrées d'IDE représentant 20 % du PIB au cours des neuf premiers mois de 2002, la banque centrale et le gouvernement slovaques sont convenus de neutraliser toutes les entrées de capitaux liées aux privatisations et de n'en utiliser le produit que pour le remboursement de la dette publique et la réforme du système des retraites.

En Hongrie, les entrées de capitaux à court terme ont été enrayerées par des contrôles temporaires

La Hongrie a connu une expérience encore plus spectaculaire. Les 15 et 16 janvier 2003, en quelques heures, environ €4-5 milliards de capitaux à court terme représentant plusieurs points de pourcentage du PIB annuel ont afflué dans le pays. Ces entrées étaient alimentées par des rumeurs de relèvement de la limite de 15 % d'appréciation du forint au-dessus de sa parité centrale vis-à-vis de l'euro. Pour contrer cette attaque, la Banque Nationale a abaissé de 200 points de base les taux directeurs, plafonné les dépôts à court terme et est intervenue massivement sur le marché des changes. Ces mesures exceptionnelles ont calmé la spéculation. Cependant, les niveaux plus bas des taux d'intérêt, conjugués à la dépréciation ainsi provoquée du forint, ont aggravé les tensions inflationnistes, contraignant la banque centrale à relever son objectif d'inflation pour la fin de 2003.

#### *Caractère durable des récents résultats*

Les bons résultats peuvent-ils perdurer ?

Le contraste entre les évolutions généralement favorables observées dans les PECO et les perspectives incertaines pour l'Europe occidentale soulève une question fondamentale : ces pays seront-ils capables de conserver leur rythme de croissance récent et de continuer ainsi à rattraper progressivement les niveaux de vie de l'Union européenne ? Une forte croissance est également nécessaire pour atténuer les pressions exercées par un taux de chômage toujours aussi élevé, qui constitue l'aspect le moins favorable du tableau macroéconomique global de cette région.

Plusieurs facteurs sembleraient infirmer une poursuite des tendances positives récentes. Premièrement, les perspectives de l'Europe occidentale ne se sont pas améliorées, de sorte que les exportations pourraient ralentir. Deuxièmement, les niveaux élevés des déficits budgétaires et des paiements courants excluent de pouvoir compter durablement sur la demande intérieure

comme principale source de croissance. Troisièmement, il n'est pas sûr que la récente expansion du crédit interne, élément qui contribue pour beaucoup au dynamisme de la demande intérieure, soit tenable à moyen terme.

Cependant, un examen plus approfondi de ces arguments montre que certains sont bien moins pertinents que d'autres. S'agissant du premier, des faits récents donnent à penser que les PECO sont peut-être devenus moins dépendants des exportations vers l'Union européenne. Les sociétés étrangères détiennent à présent une part non négligeable du secteur industriel de la région. Or, elles y ont souvent délocalisé leur production pour bénéficier d'une base d'exportation à meilleur coût, non seulement pour l'Union européenne mais également pour les autres marchés (PECO et Asie compris). Cela s'est traduit par une augmentation de la part des marchés hors UE dans le total des exportations de la région et, depuis 1999, par une corrélation moins étroite entre les exportations des pays en voie d'adhésion et la production industrielle de la zone euro. Certes, il est encore difficile de savoir si cette tendance est de nature plutôt cyclique que structurelle, mais elle n'en contraste pas moins avec le mouvement inverse observé durant la majeure partie des années 90. Dans le même temps, les coûts de la main-d'œuvre en Slovaquie, qui sont les plus élevés de la région, ne représentaient que 25 % de ceux de l'Allemagne de l'Ouest, en tête de l'UE à cet égard. Cet avantage en termes de coûts est sans doute de nature à accroître encore, mais plus modestement, la part des exportations des PECO vers l'Europe occidentale, voire ailleurs.

Dans quelle mesure les déséquilibres extérieurs menacent-ils la croissance ? Hormis la Russie et la Slovaquie, la majorité des PECO enregistrent d'importants déficits des paiements courants depuis le début de la période de transition. Pour des pays engagés dans un processus de rattrapage, un tel déséquilibre se justifie par un investissement interne supérieur à l'épargne intérieure. Entre 1994 et 2002, les entrées d'IDE ont financé en moyenne 90 % des déficits courants restés plutôt stables. En fait, hormis la Russie, l'augmentation du déficit consolidé des paiements courants depuis 2000 a été inférieure à 1/2 % du PIB. En outre, à quelques exceptions près, les épisodes passés de renversements substantiels des déséquilibres courants n'ont généralement pas affecté la croissance du PIB de façon prolongée. Néanmoins, les vulnérabilités vis-à-vis de l'extérieur continuent à susciter des préoccupations. Les flux annuels d'IDE sont souvent volatils à cause de projets de privatisation importants. De plus, les pays de cette région sont davantage exposés depuis quelque temps aux entrées de capitaux à court terme, évolution qui risque de s'accroître après l'adhésion à l'UE (voir ci-après).

Le troisième facteur susceptible de freiner la croissance dans un avenir proche pourrait être lié à la nécessité de modérer l'expansion du crédit à la consommation. La plupart des banques ont été privatisées et, grâce à l'ouverture notable de leur capital aux participations et au contrôle de l'étranger, l'efficacité du système financier et l'efficacité de la gestion des risques se sont nettement accrues. Ces deux dernières années, la forte progression des revenus des particuliers, conjuguée à la baisse des taux d'intérêt et à l'accroissement de la concurrence, a incité les banques bulgares, croates, hongroises, roumaines et tchèques à développer leur activité de prêt

Les exportateurs ont diversifié leurs marchés et restent compétitifs

Les déficits des paiements ont été stables ...

... mais une poursuite de l'expansion du crédit intérieur comporte des risques

aux ménages dans une proportion annuelle de 20 % à 60 %. Cette forte progression s'explique notamment par la part peu importante de tels prêts dans le crédit bancaire. Si cette tendance devait se poursuivre, elle pourrait cependant exposer les banques à un risque de crédit substantiel, car la plupart des prêts aux particuliers ne sont pas correctement garantis en raison des lacunes de la législation sur l'utilisation des sûretés. Une autre source de préoccupation potentielle réside dans le fait que l'intensification de la concurrence entre banques a entraîné une contraction manifeste des marges d'intermédiation qui pourrait s'avérer insoutenable.

La situation des finances publiques représente une préoccupation majeure

La situation des finances publiques est, en revanche, beaucoup plus préoccupante. Les déficits budgétaires de la Croatie, de la Hongrie, de la Pologne, de la République tchèque et de la Slovaquie se sont creusés depuis 2000, pour atteindre 5 % du PIB et même davantage. Cette détérioration est en grande partie structurelle, c'est-à-dire liée à des changements d'ordre législatif qui ont pérennisé les augmentations des prestations sociales et des salaires du secteur public. L'adhésion à l'Union européenne soumettra également les dépenses publiques à de nouvelles contraintes réglementaires dans des domaines comme la protection de l'environnement. Une difficulté supplémentaire provient du fait que, dans certains pays, jusqu'à deux tiers de la dépense totale relèvent d'une législation étrangère au budget. C'est pourquoi des dépenses discrétionnaires ont souvent été engagées par le biais d'activités parafiscales (garanties, ressources hors budget) qui manquent de transparence et peuvent constituer des éléments d'incertitude substantiels en regard de la politique monétaire.

La Turquie doit également traiter ses problèmes de dette

La Turquie est également confrontée à une dette publique qui dépasse maintenant 80 % du PIB, soit davantage que la plupart des autres grandes économies émergentes (tableau III.4). Pour atteindre l'objectif de réduction du ratio d'endettement à moins de 70 % d'ici fin 2004, les autorités se sont engagées à obtenir un excédent primaire de 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % du PIB (contre 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % en 2002) et à ramener l'inflation à 20 % d'ici fin 2003 (contre 30 % au premier trimestre). Cependant, les paiements au titre de la dette sont élevés puisque les taux d'intérêt avoisinent 20 % en termes réels ; de plus, une grande partie de cette dette, même si elle est émise et détenue au plan national, est liée aux taux courts ou au change, dont les fluctuations affectent sa viabilité. Un risque supplémentaire vient de ce que les objectifs ambitieux d'accroissement des recettes et de compression des dépenses ne seront pas atteints si les privatisations et les réformes, politiquement difficiles à appliquer, de la fonction publique et du système bancaire ne progressent pas comme prévu.

### *Enjeux de l'adhésion à l'UE*

Les effets des prochaines étapes de l'intégration se font déjà sentir

Après leur entrée dans l'Union européenne en mai 2004, les candidats à l'adhésion prévoient de participer au mécanisme de change du Système monétaire européen (MCE II). Au bout de deux ans de participation au MCE II, ils deviendront membres de l'UEM, sous réserve de répondre aux autres critères de Maastricht. Bien qu'il soit peu probable que la première vague de nouveaux membres rejoignent l'UEM avant 2007 ou 2008, la perspective de

leur intégration à la zone euro influe déjà sur les attentes du marché, comme en témoignent les taux obligataires à long terme, qui convergent vers les niveaux de ceux de la zone euro. En outre, le contexte de l'action des pouvoirs publics a été affecté lui aussi, puisque les politiques macroéconomiques doivent satisfaire aux critères de Maastricht tout en gérant des entrées de capitaux importantes.

Il est maintenant évident qu'à l'approche de l'adhésion à l'UEM le principal problème est celui des amples déficits budgétaires et, dans certains pays, de l'inflation relativement élevée (tableau III.7). Bien que l'objectif à moyen terme soit de ramener en deux ans les déficits des finances publiques au-dessous de la norme Maastricht de 3 %, l'entrée dans le MCE II avec un déficit de 5–6 % du PIB pourrait inciter les banques centrales à maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau supérieur à ceux de la zone euro. L'expérience hongroise examinée précédemment montre que cet écart provoquerait des entrées de capitaux à court terme et pourrait bien accentuer la volatilité de change. Un aspect particulièrement préoccupant concerne un éventuel dérapage par rapport aux ambitieuses stratégies de compression du déficit budgétaire et à ce qui pourrait alors en résulter. Compte tenu de ces engagements, les non-résidents devraient devenir les principaux acquéreurs des nouveaux emprunts d'État, situation qui pourrait aboutir à une inversion soudaine des flux d'investissements de portefeuille et engendrerait ainsi une forte dépréciation de la monnaie.

L'assainissement des finances publiques sera la clé d'une convergence en douceur

UEM : critères de convergence										
	Stabilité des prix <sup>1</sup>		Taux d'intérêt à long terme <sup>2</sup>		Stabilité du cours de change <sup>3</sup>		Déficit budgétaire <sup>4</sup>		Dettes publiques <sup>5</sup>	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Valeur de référence <sup>6</sup>	0,5 + 1,5	1,5 + 1,5	5,3 + 2	4,4 + 2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Hongrie	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Pologne	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
République tchèque	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Slovaquie	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Slovénie	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Estonie	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Lettonie	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Lituanie	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgarie	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Croatie	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Roumanie	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Moyenne</i> <sup>7</sup>	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %, des prix à la consommation. <sup>2</sup> Obligation d'État 10 ans (Bulgarie et Lettonie : 5 ans) en monnaie locale ; chiffres de fin d'année. <sup>3</sup> Écart du cours de fin d'année (en unités de monnaie locale par euro) par rapport au cours moyen respectif de 1998–99 et 2001–02. Une augmentation indique une dépréciation. <sup>4</sup> Déficit des administrations publiques (comptabilité d'exercice), en % du PIB. Pays de l'OCDE : estimations OCDE ; autres pays : FMI et sources nationales. <sup>5</sup> Dette publique (administrations publiques) nationale et extérieure, en % du PIB. <sup>6</sup> Prix et taux d'intérêt : chiffres des trois pays respectivement de l'UE et de la zone euro présentant l'inflation la plus faible ; pour les autres valeurs : selon le traité de Maastricht. <sup>7</sup> Moyenne non pondérée.

Sources : BCE ; Commission européenne ; FMI ; OCDE ; Bloomberg ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.7

Les entrées de capitaux mettront la politique monétaire à l'épreuve

Les entrées de capitaux pourraient mettre la politique monétaire à l'épreuve, même dans les pays qui pratiquent une politique budgétaire adéquate et enregistrent une inflation peu élevée. L'une des raisons en est que, dans les PECO, les tensions sur le change sont appelées à demeurer fortes, dans le contexte de gains de productivité intersectorielle supérieurs à ceux de la zone euro, et à attirer les capitaux à court terme. De plus, la productivité marginale élevée du capital continuera de favoriser les entrées d'IDE. Par voie de conséquence, les autorités monétaires de ces pays devront faire preuve d'une très grande prudence pour fixer les taux d'intérêt au niveau approprié : trop hauts, ils induiront des afflux excessifs de capitaux à court terme ; trop bas, ils provoqueront des investissements excessifs et, partant, de l'inflation.

Des politiques prudentes sont essentielles pour la convergence

Pour réduire au minimum les risques correspondants, les pays candidats pourraient estimer avantageux de satisfaire aux critères de Maastricht dès leur adhésion au MCE II. Cependant, des cas comme ceux de l'Italie et de l'Espagne au début des années 90 montrent que, plus la convergence semble proche, plus elle peut s'avérer difficile. Parvenir à une convergence nominale dans les deux ou trois prochaines années pourrait ainsi se révéler plus délicat pour les décideurs des PECO que ne le suggèrent les données actuelles, d'où la nécessité de poursuivre des politiques macroéconomiques prudentes.

## Afrique et Moyen-Orient

Ralentissement de la croissance en Afrique en 2002

Grâce notamment à des politiques budgétaires et monétaires plus prudentes et à sa dépendance limitée vis-à-vis du commerce extérieur, l'Afrique a été préservée du ralentissement mondial en 2001. La croissance a tout de même fléchi l'année dernière (tableau III.8), en raison de la faiblesse persistante dans la zone euro (principal partenaire commercial) et de divers problèmes locaux : mauvais contrôle des déficits budgétaires et quotas de production pétrolière au Nigeria ; déficits budgétaires substantiels et saisie des fermes commerciales au Zimbabwe ; recul des recettes du tourisme à la suite des attentats, sévère sécheresse dans le Nord et le Sud du continent ; accentuation des dommages causés par l'épidémie du sida. Dans le même temps, le taux médian d'inflation n'a atteint que 4 1/2 % l'an passé, non loin de celui de l'Amérique latine et de l'Asie, et a même été inférieur dans les pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) qui sont dotés d'objectifs d'agrégat monétaire. Parmi ces trois pays, les résultats économiques de l'Algérie en 2003 devraient s'améliorer, grâce aux exportations de pétrole et de gaz.

Dans les pays de la zone CFA, croissance inférieure aux prévisions

Dans les pays de la zone CFA, la croissance en 2002 a été légèrement inférieure aux prévisions, la crise en Côte-d'Ivoire et les conditions défavorables sur les marchés internationaux des produits de base ayant pesé sur plusieurs économies de la région.

Détérioration des finances publiques et des paiements courants au Nigeria

Au Nigeria, l'accroissement des dépenses budgétaires a été supérieur à celui des recettes pétrolières en 2001, entraînant une détérioration du solde budgétaire et des paiements courants. Il s'en est suivi une dépréciation de la monnaie, une hausse des prix et une récession. Au second semestre de

Afrique et Moyen-Orient : croissance de la production et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation			
	1995-2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>	1995-2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
Afrique	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Maghreb <sup>2</sup>	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
Zone CFA	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Afrique du Sud	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Moyen-Orient	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Arabie Saoudite	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0
Égypte	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Iran	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israël	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8

<sup>1</sup> Prévisions. <sup>2</sup> Algérie, Maroc et Tunisie.  
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales.

Tableau III.8

l'année dernière, le pays a été contraint de suspendre les paiements du service de la dette sur ses emprunts officiels bilatéraux, en raison d'une sévère contraction de ses réserves de change.

En Afrique du Sud, la Banque de Réserve a aidé le rand à regagner l'essentiel du terrain perdu lors d'une dépréciation antérieure, en relevant à titre préventif son taux directeur à quatre reprises l'an dernier. L'inflation a néanmoins dépassé notablement l'objectif, et les exportations ont diminué sous l'effet d'une perte de compétitivité. Cependant, le PIB a tout de même progressé de 3 % en 2002 et devrait connaître une croissance analogue cette année ; le mérite en revient notamment à une politique budgétaire de soutien de la croissance, rendue possible par plusieurs années d'assainissement et de réduction de la dette publique. En Ouganda et en Tanzanie, la dépréciation de change a contribué à compenser les pertes importantes des termes de l'échange dues à la chute des cours du café et des autres exportations traditionnelles. En outre, les dépréciations, conjuguées à la stabilité des prix, ont encouragé une diversification vers de nouveaux secteurs d'exportation, grâce aux entrées d'IDE.

En Afrique du Sud, la croissance a été soutenue par la politique budgétaire

Au Moyen-Orient, la faible compétitivité des exportations égyptiennes et les baisses des recettes du tourisme ainsi que des entrées de capitaux ont contribué à une détérioration en termes de croissance. Le développement rapide d'un marché des changes parallèle a suscité des doutes sur le caractère durable du rattachement de la monnaie, incitant les autorités à adopter un cours de change flottant en janvier 2003. Bien que le recul ultérieur de la livre semble avoir rétabli la compétitivité extérieure, les perspectives demeurent incertaines. La dépréciation pourrait faire monter sensiblement l'inflation, en l'absence d'un nouvel ancrage nominal pour la politique monétaire. Il pourrait s'avérer également nécessaire de durcir la politique budgétaire pour enrayer l'alourdissement de la dette publique et éviter un nouvel abaissement de la note de crédit de l'Égypte.

En Égypte, la dépréciation pourrait faire monter l'inflation

Les prix ont augmenté en Iran mais baissent en Arabie Saoudite

En Iran, la croissance s'est intensifiée ces dernières années et le solde des paiements courants s'est amélioré. Toutefois, l'inflation élevée (à cause notamment de la dégradation des finances publiques) demeure préoccupante. En revanche, les prix à la consommation baissent en Arabie Saoudite depuis 1998, malgré un déficit budgétaire substantiel et un ratio dette publique/PIB proche de 100 %. En dépit du ralentissement de la progression du PIB en 2002, dû à la diminution des exportations de pétrole, l'excédent courant a continué d'avoisiner 5 % du PIB. Cela a permis de renforcer les réserves officielles et de maintenir ainsi les taux d'intérêt à un niveau très bas. La croissance devrait s'améliorer en 2003, même si les perspectives restent étroitement dépendantes de l'évolution du marché pétrolier.

Récession en Israël

En Israël, la récession apparue avec l'éclatement de la bulle informatique s'est aggravée et le chômage a dépassé 10 %. Le déséquilibre budgétaire demeure important et le déficit des paiements courants s'est amplifié, passant à plus de 2 % du PIB. Pour éviter un dépassement de l'objectif d'inflation et une flambée des anticipations d'inflation consécutive à la dépréciation du shekel, la banque centrale a relevé de plus de 500 points de base son taux débiteur. Cette mesure a fini par enrayer la dépréciation et stabilisé l'inflation. Les enquêtes menées auprès des entreprises et des consommateurs semblent indiquer, dans le meilleur des cas, une remontée modeste du PIB cette année, les questions de sécurité continuant à peser sur les recettes liées au tourisme et aux exportations.



## IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

### Faits marquants

Durant la période considérée, la politique monétaire des économies industrielles a été expansive, en réaction à la timidité du redressement économique en 2002 et aux risques de fort repli de l'activité dans un environnement plus incertain. En particulier, les décideurs ont dû s'efforcer de soutenir les dépenses de consommation, contrer l'incidence sur la demande des inquiétudes financières à la fin de 2002 et ranimer la confiance dans un climat de risques géopolitiques début 2003.

Aux États-Unis, les effets persistants des déséquilibres antérieurs ont continué de peser lourdement sur les chances d'une forte reprise. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a maintenu son taux-objectif constant sur la majeure partie de la période, ne procédant qu'à un seul assouplissement, fin 2002. De son côté, la BCE a, dans un premier temps, conservé des taux plus élevés, car l'inflation demeurerait source de préoccupations, puis les a abaissés quand la croissance a marqué un fléchissement imprévu. Le Japon présente un environnement particulier : l'activité a montré des signes de stabilisation, mais avec un avenir toujours très incertain. La Banque du Japon a donc poursuivi et intensifié sa politique d'assouplissement quantitatif. Dans les autres pays industriels, la situation s'est révélée plus mitigée, quelques banques centrales relevant leurs taux en anticipation de tensions inflationnistes.

S'il est généralement admis que la croissance repartira dans un environnement de faible inflation, les économies semblent toujours menacées par divers déséquilibres. Dès lors, il n'est pas impossible que la morosité perdure, scénario dans lequel la déflation pourrait déborder des frontières de l'Asie. À la fin de ce chapitre, une section spéciale examine le risque de déflation et ses conséquences pour les banques centrales des économies industrielles avancées.

### Synthèse des évolutions

#### *États-Unis*

Face à une activité obstinément atone, à des risques économiques et géopolitiques et à un éventuel grippage du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la Réserve fédérale a maintenu son orientation très accommodante durant la période analysée. Cependant, à mesure que les conditions économiques évoluaient, elle a jugé nécessaire de procéder à plusieurs ajustements.

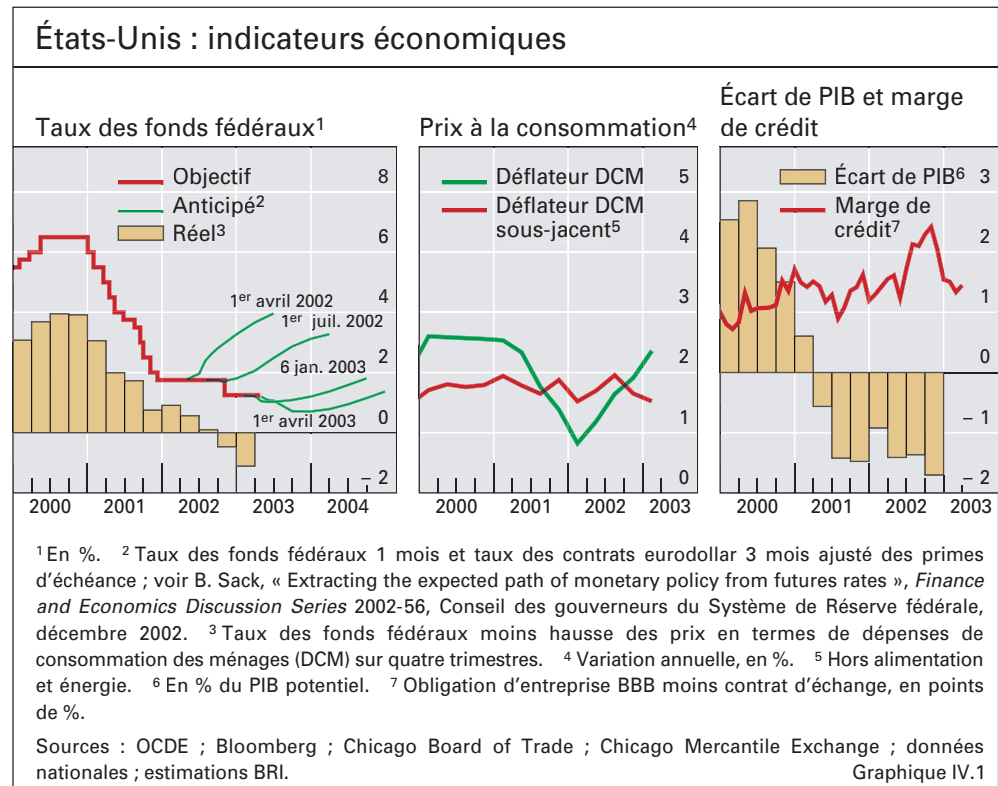
La politique monétaire est restée très accommodante aux États-Unis



Les fonds fédéraux abaissés à leur plus bas niveau depuis 40 ans

Début 2002, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) a modifié son évaluation des risques : jusque-là essentiellement attentif à la faiblesse de l'économie, il estimait alors plus équilibrées les perspectives de croissance et d'inflation. Les dépenses de consommation avaient mieux résisté qu'escompté et le cycle des stocks était devenu plus favorable. Avec cette embellie et un taux directeur à 1,75 % seulement, les marchés s'attendaient à un relèvement significatif du taux-objectif des fonds fédéraux à brève échéance (graphique IV.1). En août, toutefois, le CFOM avait révisé à la baisse ses prévisions sur l'ampleur de la reprise et les tensions inflationnistes, plaçant à nouveau l'accent sur le risque d'une croissance inférieure au potentiel. En novembre, les conditions s'étaient suffisamment affaiblies pour justifier une détente de 50 points de base, plus marquée que prévu. Avec une hausse des prix proche de 2 % en glissement annuel, le taux des fonds fédéraux corrigé de l'inflation est ainsi tombé à quelque -1 % pour la première fois depuis le milieu des années 70.

En raison de son effet négatif sur les dépenses, la production et l'emploi, la montée des incertitudes a été citée comme l'un des principaux motifs de cette décision de novembre. L'inquiétude des marchés consécutive aux scandales financiers et aux irrégularités comptables a également constitué un frein inhabituel, qui s'est manifesté par un tassement des cours des actions et une augmentation des marges de crédit (chapitre VI). Le CFOM a quelque peu surpris en accompagnant cette détente d'une évaluation équilibrée des risques, ce qui a apparemment suscité une certaine hésitation parmi les opérateurs quant à la véritable opinion du CFOM sur l'orientation prochaine du taux directeur.



Début 2003, le taux directeur a été maintenu, malgré les incertitudes accrues entourant les perspectives économiques à court terme. Cependant, le CFOM a temporairement renoncé à son habitude d'annoncer son appréciation des risques à l'issue de ses séances régulières. Dans un communiqué de presse, il a déclaré qu'il lui était impossible de formuler une information utile, parce que la situation était devenue trop insaisissable. En mai, toutefois, il avait renoué avec sa pratique antérieure, précisant que les préoccupations lui semblaient plutôt venir de la faiblesse de l'activité. Si la probabilité d'un retour rapide à une croissance durable était jugée assez neutre, il concluait que celle – certes minimale – d'une chute non souhaitable de l'inflation l'emportait sur le risque d'un mouvement inverse.

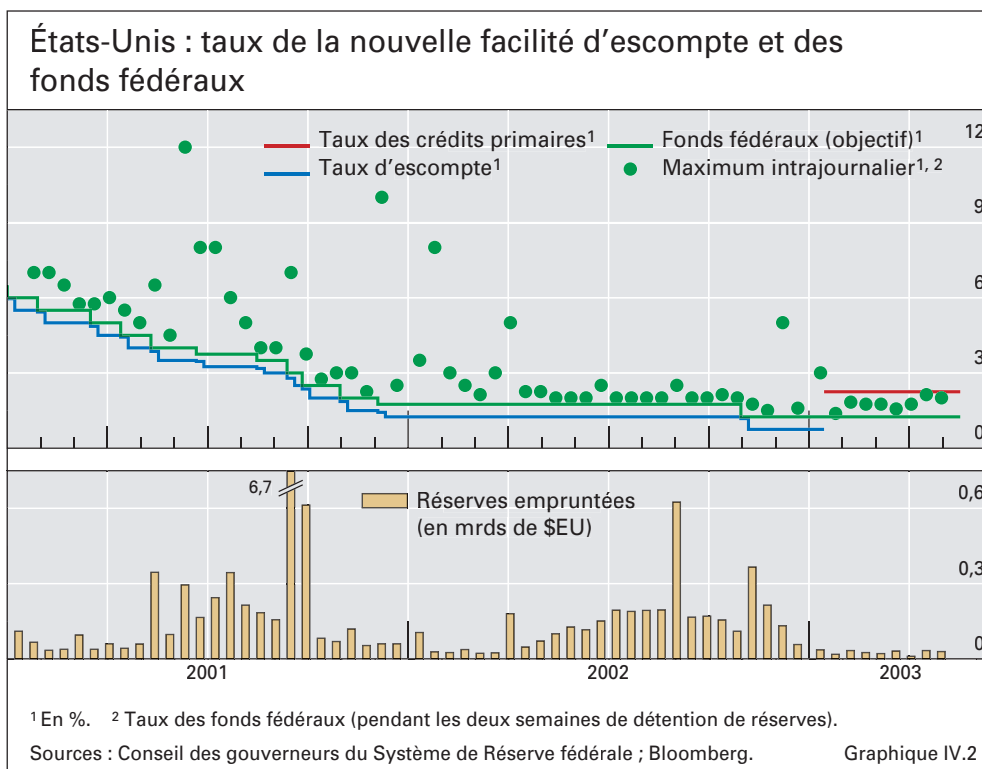
Intensification des incertitudes, surtout géopolitiques

Deux autres aspects stratégiques ont particulièrement retenu l'attention pendant la période considérée : la déflation et l'efficacité de la politique monétaire. La perspective d'une déflation, bien que peu vraisemblable, ne pouvait être complètement exclue, étant donné la modération des prix, l'atonie économique persistante, les déséquilibres financiers potentiellement graves et une reprise encore fragile. Durant la période, les responsables de la Réserve fédérale ont affirmé que, même dans l'hypothèse peu probable de taux nominaux tombant à zéro, il existait d'autres instruments jugés suffisants pour combattre la déflation (voir ci-après).

Les autorités attentives aux préoccupations concernant la déflation ...

La timidité de la reprise a aussi soulevé des interrogations sur l'efficacité de la politique monétaire dans un tel environnement. Il ne fait guère de doute que des postes comme les dépenses d'investissement et l'immobilier commercial se sont montrés particulièrement décevants. En outre, la confiance des entreprises et des consommateurs a paru assez peu sensible à la baisse des taux. Si cela peut s'expliquer par les incertitudes croissantes, le recul des

... et aux interrogations sur l'efficacité de la politique monétaire



places boursières et la nécessité d'assainir les bilans des entreprises ont également pesé. Ces évolutions, conjuguées à la chute du dollar, ont semblé provoquer un certain repli vers la qualité, mais en bon ordre et dans des limites maîtrisables (chapitre VI). D'une manière générale, la persistance de ces tendances adverses appelait des taux directeurs plus bas qu'à l'ordinaire, afin de donner la stimulation souhaitée. Il n'en demeure pas moins que l'orientation monétaire a produit un effet positif sur plusieurs autres secteurs sensibles au niveau des taux, tels que le logement, les produits et services connexes et les biens de consommation durables, notamment les véhicules à moteur (chapitre II). Jusqu'ici, rien ne prouve donc que, dans l'ensemble, cette politique soit restée sans effet.

La Réserve fédérale a adopté une facilité d'avances sur titres

En janvier 2003, la Réserve fédérale a adopté un nouveau dispositif pour son guichet de l'escompte, remplaçant les crédits d'ajustement et les avances exceptionnelles par une facilité d'avances sur titres comparable à celles d'autres grandes banques centrales. Les « crédits primaires », qui constituent maintenant son principal instrument, consistent à accorder, à la demande des établissements de dépôt dont le bilan est sain, des liquidités à un taux d'intérêt supérieur à l'objectif des fonds fédéraux (graphique IV.2). La nouvelle formule supprime une bonne partie du fardeau administratif du mécanisme d'escompte. Son taux devrait également servir de plafond à la volatilité intrajournalière des fonds fédéraux. Cette refonte n'était pas destinée à traduire une évolution de l'orientation monétaire, qui reste déterminée, pour l'essentiel, par le taux-objectif des fonds fédéraux.

### *Zone euro*

Orientation monétaire prudemment incitative dans la zone euro

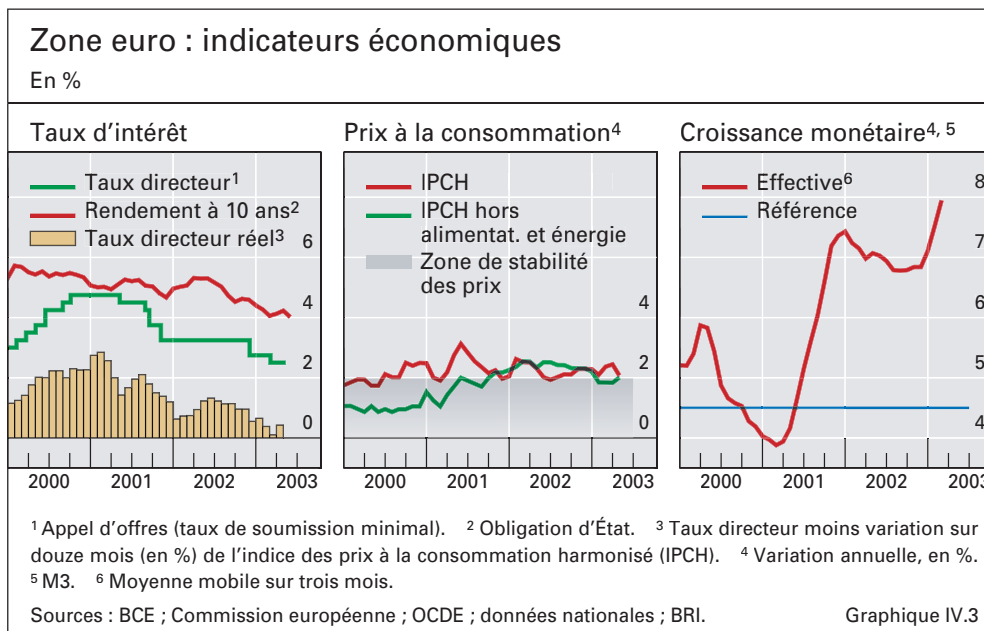
Dans la zone euro, le taux directeur est resté inchangé pendant la majeure partie de 2002 (graphique IV.3). L'environnement s'est caractérisé par une croissance étonnamment faible et une inflation obstinément élevée, excédant la limite de stabilité des prix de la BCE. Pour un temps, cette dernière s'est montrée particulièrement préoccupée par la possibilité que les anticipations d'inflation demeurent ancrées au-dessus de ce plafond.

Les tensions inflationnistes ont été préoccupantes au premier semestre 2002 ...

L'opinion de la BCE sur les risques d'instabilité des prix s'est cependant modifiée en cours d'année. À l'été 2002, l'expansion persistante de la masse monétaire, l'évolution des salaires et la perception par le public des effets inflationnistes du passage à l'euro fiduciaire ont conduit la BCE à considérer que les risques d'inflation étaient en hausse. Elle est revenue à un point de vue plus neutre au début de l'automne, alors même que la tendance de la masse monétaire et des salaires demeurait défavorable et que le prix du pétrole augmentait. Début novembre, elle a jugé que les risques de dégradation de la conjoncture, en raison du haut degré d'incertitude sur la croissance, avaient clairement pris le dessus.

... mais ensuite les risques pour l'activité ont été plus sensibles

En décembre, la BCE a abaissé de 50 points de base son taux principal de refinancement, estimant que les tensions inflationnistes se dissipaient sous l'effet de l'atonie de l'activité et de risques de plus en plus manifestes de dégradation. Pendant ce temps, la croissance de M3 restait bien supérieure à sa valeur de référence (4,5 %). La BCE a expliqué que cette progression était essentiellement due à des ajustements de portefeuille suscités par la montée



des incertitudes économiques, les tensions sur les marchés financiers et le recul des taux d'intérêt. Néanmoins, l'écart persistant de M3 par rapport à sa référence amenait à s'interroger : combien de temps faudrait-il pour que la demande de monnaie au sens large redevienne suffisamment stable pour servir d'indicateur fiable à la politique monétaire ?

Une baisse supplémentaire des taux directeurs a été décidée début mars 2003, en anticipation d'une nouvelle modération des tensions inflationnistes, sous l'effet d'une croissance toujours atone et de l'appréciation de l'euro. Face aux grandes incertitudes géopolitiques, la BCE, comme la Réserve fédérale, a indiqué qu'il était difficile d'évaluer le rapport des risques à brève échéance. En outre, l'orientation et les résultats à attendre de la politique monétaire à moyen terme étaient jugés soumis à d'autres décisions stratégiques dans la zone euro, notamment la poursuite de l'assainissement budgétaire et des réformes sur les marchés du travail et des produits.

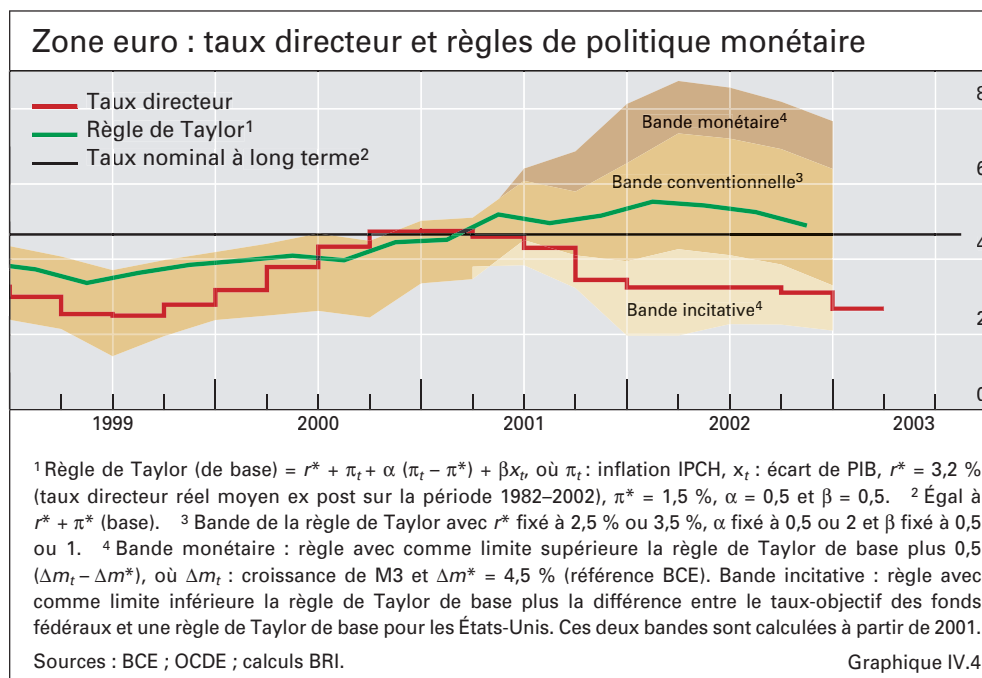
Pendant une bonne partie de la période étudiée, la politique de la BCE a été critiquée pour son orientation jugée trop restrictive, particulièrement par rapport à celle de la Réserve fédérale. Il est possible que des différences touchant aux mécanismes de transmission monétaire et au cadre de la politique aient joué un rôle à cet égard, notamment parce que la BCE accorde une priorité plus explicite à la stabilité des prix et une place plus importante aux agrégats de monnaie. En même temps, les spécificités de l'environnement économique européen pouvaient expliquer le maintien de taux relativement plus élevés qu'aux États-Unis.

Il y a d'ailleurs lieu de penser que, étant donné les circonstances propres à leur économie, la BCE et la Réserve fédérale ont mené des politiques assez concordantes. Le graphique IV.4 illustre une évaluation de la politique suivie dans la zone euro. Il représente le taux directeur effectif en rapport avec ses valeurs possibles selon diverses définitions de la règle de Taylor. D'après ces mesures, non seulement le taux directeur a été inférieur à son niveau neutre sur le long terme mais, en outre, la politique de la BCE se révèle plus incitative

Les taux ont été abaissés début 2003

L'orientation de la BCE a été critiquée pour sa rigueur excessive ...

... ce que ne confirment pas les références conventionnelles



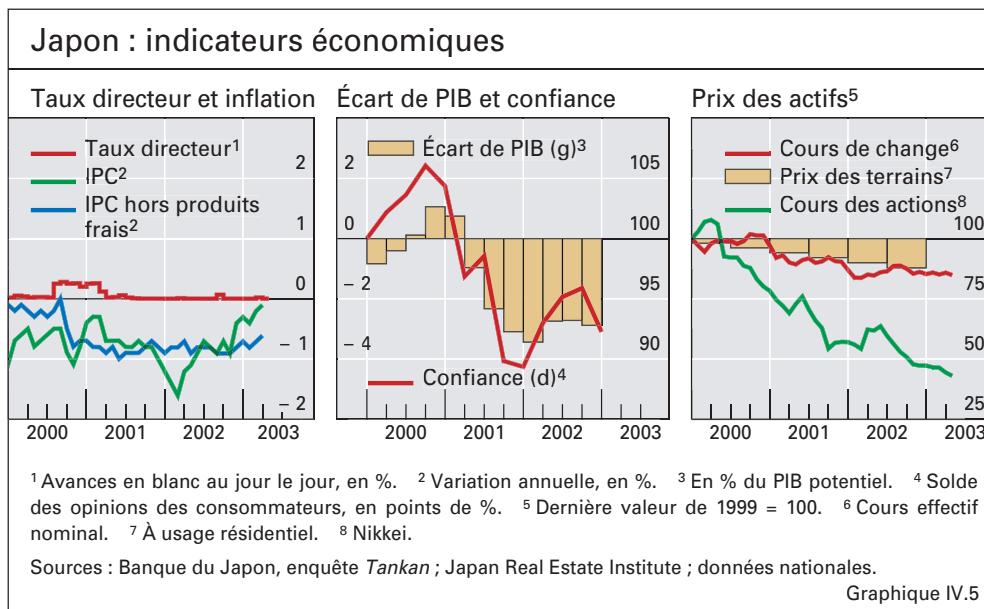
que la bande définie par la règle de Taylor conventionnelle. La conclusion est encore plus nette si le calcul suppose que la politique réagit directement à la croissance de l'agrégat M3, en plus de l'inflation et de l'écart de PIB. Cependant, comme aux États-Unis, où le taux des fonds fédéraux est, lui aussi, resté inférieur aux niveaux découlant de l'application de la règle de Taylor, l'orientation particulièrement stimulatrice au regard de ces références simples pourrait être considérée justifiée par plusieurs circonstances inhabituelles : effondrement antérieur des cours des actions ; situation géopolitique ; éventualité même de toucher le seuil du taux zéro ; soit autant de facteurs qui ne s'intègrent pas facilement à des cadres d'action conventionnels.

En mai 2003, la BCE a présenté les résultats de son évaluation de stratégie de politique monétaire. Tout en conservant sa définition de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a précisé qu'il entendait maintenir le taux d'inflation proche de 2 % à moyen terme, exprimant ainsi sa volonté de se prémunir contre la déflation. En outre, confirmant l'approche des deux piliers, il a souligné que ceux-ci relèvent de deux horizons distincts de la politique monétaire. Les risques pour la stabilité des prix à court-moyen terme seront évalués dans le cadre d'une analyse économique, avec un regard particulier sur les chocs subis par la zone euro et les projections des principales variables. L'analyse de l'agrégat monétaire permettra de s'assurer de la tendance de l'inflation sur le moyen-long terme.

### *Japon*

Pendant la période considérée, la déflation, quoique modérée, s'est prolongée au Japon avec un recul de l'IPC sous-jacent à un peu moins de 1 % (graphique IV.5). Parallèlement, l'économie nipponne a donné quelques signes de stabilisation en 2002, sous l'effet de la demande extérieure. Dans ce contexte, la Banque du Japon a maintenu sa politique d'assouplissement quantitatif, ce qui a contribué à ancrer les taux courts à un niveau quasiment nul. Initialement

La Banque du Japon a poursuivi l'assouplissement quantitatif



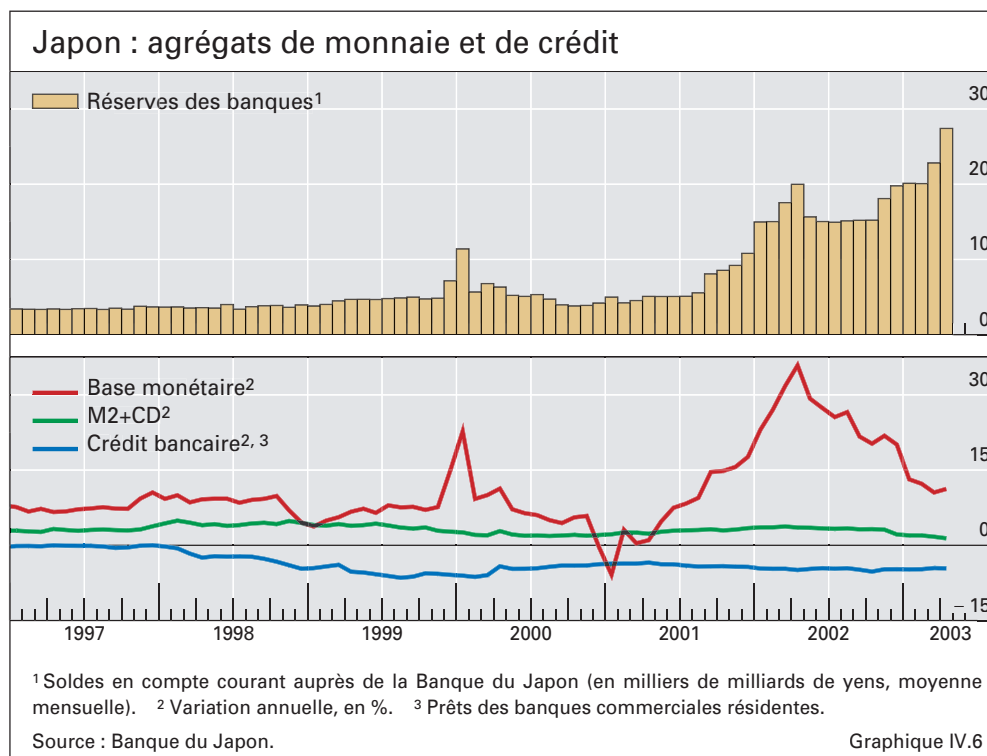
fixé à ¥10 000–15 000 milliards, l'objectif pour l'encours des comptes courants a été porté à ¥15 000–20 000 milliards en octobre (graphique IV.6). En outre, la Banque du Japon a augmenté d'environ 20 % ses achats fermes d'obligations d'État à long terme. La croissance de la base monétaire s'est ralentie au second semestre 2002, même si le rythme de progression de l'agrégat large (M2+CD) est resté constant, à quelque 3 %. Le crédit commercial a continué de se contracter, reflétant la tendance de l'investissement en capital fixe des entreprises, qui s'efforcent de redresser leur bilan, ainsi que les critères de prêts plus restrictifs appliqués par les établissements financiers.

L'assouplissement s'est poursuivi début 2003 devant les risques accrus pour la reprise, suite au raffermissement du yen face au dollar et aux tensions géopolitiques. En outre, les cours des actions et les prix de l'immobilier commercial et résidentiel ne cessaient de baisser. Lors d'une réunion extraordinaire, en mars, le Conseil de la Banque du Japon a réaffirmé son intention d'injecter massivement des liquidités dans l'économie, même au-delà de l'objectif d'encours des comptes courants. Il a également annoncé qu'il relevait, de ¥2 000 milliards à ¥3 000 milliards, le plafond de ses rachats d'actions aux banques privées. Il a aussi créé un comité chargé de traiter les éventuelles réactions négatives des marchés à l'évolution de la guerre en Irak. La Banque du Japon a de nouveau augmenté son objectif pour les comptes courants, à ¥22 000–27 000 milliards en avril, puis à ¥27 000–30 000 milliards en mai.

Étant donné que la déflation persiste et que l'économie japonaise ne présente aucun signe évident de rebond, certains se sont interrogés sur l'efficacité de l'assouplissement quantitatif. Avec d'autres initiatives, comme l'abaissement des critères d'acceptation des sûretés, le rachat d'actions aux banques est venu compléter le programme d'assouplissement quantitatif. Cette mesure avait notamment pour objet de contribuer à protéger les bilans des banques contre une nouvelle baisse des cours. Les autorités espéraient aussi, plus généralement, restaurer la confiance dans le marché des actions.

Mise en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles

Doutes sur l'assouplissement quantitatif ...



Jusqu'ici, ces rachats sont restés relativement limités. Plus fondamentalement, la décision de la Banque du Japon d'acheter des actions pourrait être également motivée par la volonté de souligner la gravité des problèmes financiers du pays.

... et appels en faveur de mesures plus radicales

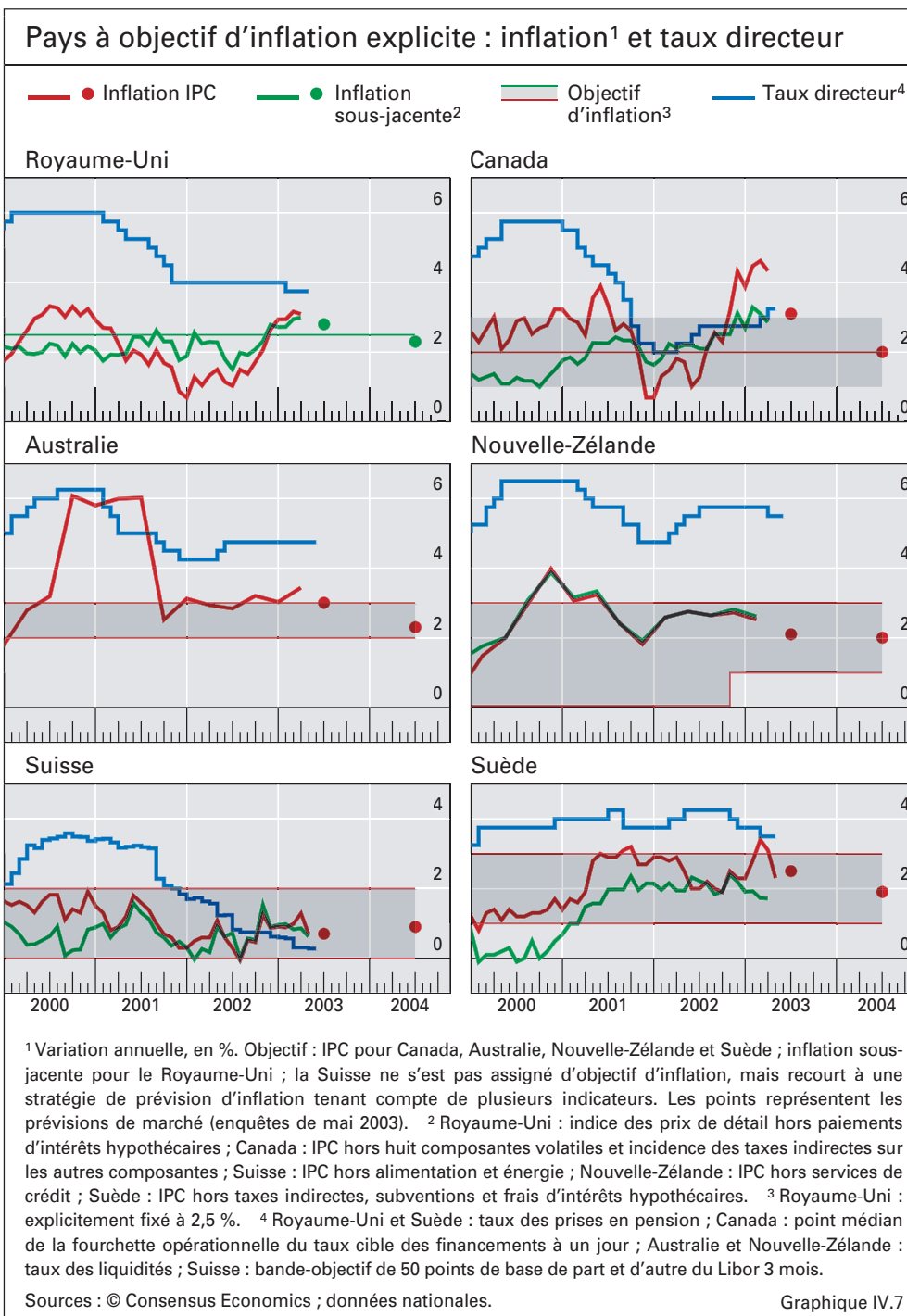
La Banque du Japon a continué d'être fortement incitée à s'attaquer plus radicalement à la déflation. Une possibilité a reçu un large soutien : étendre ses achats d'actifs à risque aux titres adossés à des actifs, aux fonds immobiliers et aux fonds de créances cotés en Bourse. En avril 2003, la Banque du Japon a d'ailleurs fait connaître son intention d'acquérir des titres adossés à des prêts et créances à recouvrer, afin d'apporter directement des ressources aux petites et moyennes entreprises. Il a aussi été suggéré d'adopter un objectif d'inflation, même si la Banque du Japon s'est déjà engagée à maintenir sa politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que les prix cessent de régresser. D'autres ont également préconisé des mesures monétaires visant une dépréciation du yen, de manière à compléter la politique de change formulée par le ministère des Finances. En fait, les autorités sont intervenues à plusieurs reprises sur les changes, surtout début 2003, mais davantage pour endiguer l'appréciation du yen face au dollar que pour en favoriser la baisse.

#### *Pays à objectif d'inflation*

Politique monétaire incitative dans l'ensemble

Dans les pays à objectif d'inflation explicite, la banque centrale a généralement maintenu une orientation accommodante pendant la période analysée. Plusieurs facteurs communs expliquent cette attitude : le ralentissement mondial de la demande, les incertitudes géopolitiques et les effets persistants du recul antérieur des cours des actions. Cette politique incitative a été mise





en œuvre, alors même que les tensions inflationnistes à court terme étaient globalement élevées, voire en hausse (graphique IV.7). Dans une certaine mesure, ces tensions ont été attribuées au renchérissement de l'énergie et à d'autres évolutions défavorables de l'offre. Elles ont été perçues comme de nature temporaire, de sorte que leurs effets se dissiperaient vraisemblablement sur la période de prévision et que les taux d'inflation diminueraient, considérant surtout l'appréciation du cours de change et la morosité économique.

Les évolutions propres à chaque pays soulignent les autres défis majeurs auxquels les autorités ont dû faire face l'an dernier. Le ciblage de l'inflation en



Taux directeurs généralement stables au second semestre 2002

présence de grandes incertitudes n'est pas le moindre d'entre eux, par exemple face à des risques liés à une envolée des prix immobiliers. Devant une production demeurant en deçà de son potentiel et une inflation fluctuant autour de son objectif de 2½ %, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur pendant la majeure partie de la période. Elle était quelque peu réticente à l'abaisser, en raison des tensions nées de la demande intérieure et d'une éventuelle aggravation des déséquilibres dans le secteur des ménages, découlant en particulier de la flambée du marché du logement. Après un resserrement monétaire début 2002, la Banque du Canada, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande se sont abstenues de modifier leurs taux pendant un certain temps – mesure de précaution qui s'explique par les risques significatifs de détérioration de l'activité, malgré une croissance intérieure soutenue et une diminution des capacités non utilisées. L'appréciation du cours de change et une modération des perspectives de croissance mondiale ont contribué à maintenir l'inflation à un niveau proche de la limite supérieure de la fourchette cible. La Banque de Réserve d'Australie et, dans une moindre mesure, celle de Nouvelle-Zélande ont été amenées à se montrer plus attentives aux problèmes pouvant résulter de la montée rapide des prix du logement. En Suède, la Riksbank a conservé un taux directeur à près de 4 % en 2002. Elle a principalement veillé à éviter que la hausse des prix, qui persiste à la limite supérieure de la fourchette cible, ne s'incruste dans des anticipations d'inflation plus forte.

Les incertitudes géopolitiques ont contribué au reflux des taux

Plusieurs banques centrales ont trouvé des raisons d'assouplir leur politique en 2003, surtout avec la détérioration des perspectives économiques internationales et la perte de confiance liée à la montée des incertitudes juste avant la guerre en Irak. La Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base en février, à 3,75 %, niveau le plus bas depuis 1955. Pour prévenir tout risque de dégradation de la production, la Riksbank a réduit son taux des prises en pension de 25 points de base, mi-mars. De son côté, la Banque nationale suisse a réagi au tassement de l'activité internationale en ramenant sa bande-objectif pour le Libor 3 mois à 0 %–0,75 %, mais le taux au jour le jour est tombé jusqu'à 0,29 %. Disposant d'une marge de manœuvre restreinte à court terme, les autorités helvétiques ont également annoncé leur intention d'intervenir, si nécessaire, sur les changes pour stimuler la demande. La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a réduit son taux de 25 points de base, lorsque l'allègement des tensions inflationnistes lui a paru plus assuré. En revanche, l'accélération persistante de l'inflation a conduit la Banque du Canada à relever son taux de 50 points de base début 2003.

Taux proches du seuil zéro en Suisse

Des ajustements sectoriels pourraient s'avérer encore nécessaires

Même si la reprise mondiale se confirme, les économies à objectif d'inflation resteront placées devant plusieurs difficultés. Tout d'abord, les évolutions temporaires défavorables du côté de l'offre, l'an passé, comme les sommets atteints par les prix du pétrole et les tarifs des services dans certains pays, pourraient attiser l'inflation. Dans la pratique, ces évolutions, même si elles persistaient, ne devraient toutefois pas affecter les prix autant que dans les années 70. Depuis, les anticipations se sont mieux ancrées à un niveau inférieur, en partie grâce à la crédibilité, durement acquise, des politiques

suivies dans ce domaine. La mise en place des objectifs d'inflation a assuré les agents économiques que les autorités ne laisseront plus les prix grimper inexorablement.

Ensuite, l'envolée des prix du logement dans certains pays amène à s'interroger. Si, comme au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande, elle s'inscrit dans une tendance à long terme, la banque centrale n'a pas besoin d'y prêter une attention particulière. Si, au contraire, ce mouvement n'était pas tenable, et devait donner lieu à une correction substantielle, les décideurs pourraient être confrontés à une phase d'ajustement potentiellement déstabilisatrice. En présence d'autres déséquilibres financiers, un recul marqué des dépenses pourrait même conduire à la déflation si le niveau de départ de l'IPC était suffisamment bas.

Préoccupations suscitées par les prix du logement

## Risques de déflation et leurs conséquences

Le terme de déflation – baisse du niveau général des prix – était tombé en désuétude durant la majeure partie de l'après-guerre, période de forte inflation, mais depuis peu il resurgit de plus en plus souvent dans les discussions des décideurs. L'action des autorités est parvenue à juguler l'inflation, de sorte qu'il suffirait aujourd'hui d'une grave récession pour que la plupart des pays industriels avancés connaissent la déflation. En fait, étant donné les distorsions dans la mesure des indices standards de prix, la fréquence des trimestres de « déflation effective » s'est notablement accrue (tableau IV.1 ; chapitre III). L'expérience récente du Japon ainsi que l'époque de la Grande dépression montrent clairement qu'un environnement d'inflation faible, à première vue dépourvu de tout danger, peut faire place à une déflation porteuse de perturbations.

La déflation est devenue source de préoccupations générales

En période déflationniste, l'une des grosses difficultés pour les banques centrales réside dans le fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas descendre au-dessous de zéro. Cette contrainte incontournable du seuil zéro dépend *in fine* de la gravité de la déflation et du niveau du taux d'intérêt réel naturel. Ce dernier varie dans le même sens que le taux de croissance potentiel de la production et diffère selon les pays. Le principal problème des banques

Déflation effective : fréquence <sup>1</sup> , 1960 T1–2002 T4						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflation affichée	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Déflateur du PIB <sup>2</sup>	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflation sous-jacente <sup>3</sup>	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Services hors logement <sup>4</sup>	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Hausse des prix de gros <sup>5</sup>	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

<sup>1</sup> Nombre de trimestres (en %) pendant lesquels la hausse annuelle a été inférieure à 1% pour les indices respectifs dans les économies suivantes : Allemagne, Argentine, Belgique, Brésil, Canada, Chili, Chine, Colombie, Corée, États-Unis, France, Hong-Kong RASS, Indonésie, Italie, Japon, Malaysia, Mexique, Pays-Bas, Pérou, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (Chine), Thaïlande et Venezuela. <sup>2</sup> Hors Argentine, Chili, Chine, Colombie, Pérou, Singapour et Venezuela. <sup>3</sup> Hors pays de la note 2 et Brésil, Hong-Kong RASS, Indonésie, Malaysia et Taiwan (Chine). <sup>4</sup> Hors pays de la note 2 et Hong-Kong RASS, Malaysia, Taiwan (Chine) et Thaïlande. <sup>5</sup> Hors Chine et Hong-Kong RASS.

Tableau IV.1

centrales serait la nécessité de recourir à des moyens non conventionnels pour assouplir leur orientation si les taux nominaux à court terme tombaient à zéro.

Puisqu'il vaut mieux se préparer au pire, même s'il n'est pas certain, cette section tire quelques enseignements des épisodes de déflation passés, en examinant particulièrement le rôle de la politique monétaire et du seuil zéro.

### *Problèmes posés par la déflation*

La déflation est incompatible avec les objectifs des banques centrales

Les banques centrales jugent la déflation indésirable, car elle va à l'encontre de leur mission qui consiste à favoriser la prospérité par la stabilité des prix. En pratique, la plupart d'entre elles estiment que la stabilité des prix correspond à un taux d'inflation faible mais positif. Cet objectif reflète les habituels coûts économiques engendrés par l'inflation en période de hausse conjoncturelle, et par la déflation lors d'un retournement de cycle : distorsion des prix relatifs et redistribution arbitraire de la richesse, par exemple. De plus, la déflation entraîne d'autres coûts qui, pour une large part, dépendront des conditions économiques propres à chaque épisode.

Les coûts de la déflation sont fonction des circonstances

D'une part, la déflation peut, dans certains cas, être relativement bénigne. Dans une économie caractérisée par la flexibilité des marchés du travail et des produits, une déflation modérée peut n'être ni plus coûteuse ni plus risquée qu'une inflation dépassant dans des proportions comparables le taux souhaité par la banque centrale. Elle peut donc ne pas être considérée comme un événement appelant des mesures exceptionnelles. Ainsi, un pays enregistrant une inflation moyenne peu élevée est susceptible de connaître de brefs épisodes de déflation, au gré des fluctuations cycliques normales de l'activité, suite à des chocs de demande et d'offre. Un tassement inattendu de la demande peut provoquer un ralentissement économique qui, à son tour, freine l'inflation, parfois au point de mener à la déflation. De la même façon, une évolution favorable de l'offre, par exemple des gains de productivité rapides ou une baisse des prix des biens intermédiaires importés, peut créer des pressions déflationnistes lorsque les prix des produits s'inscrivent en repli, tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre restent contenus. Cette forme de déflation induite par l'offre est peut-être la moins grave de toutes, puisqu'elle tendrait à s'accompagner d'une forte croissance de la production ainsi que d'une hausse des prix des actifs physiques et financiers.

La déflation peut entraîner des perturbations ...

D'autre part, la déflation peut être plus pernicieuse que l'inflation, en raison de différentes asymétries. Premièrement, si les salaires nominaux sont particulièrement rigides à la baisse, les corrections sur les marchés du travail en sont entravées. Dans ce cas, les salaires réels augmentent, ce qui a pour effet de ralentir la reprise ou d'accentuer les forces dépressives en aggravant le chômage et en comprimant la croissance du revenu. Deuxièmement, la déflation par la dette – c'est-à-dire le renchérissement, imputable à la déflation, du service réel des prêts nominaux – peut peser sur la demande ; cependant, cet effet ne diffère guère, en soi, de celui d'une désinflation inattendue. La dégradation de leur situation financière pourrait inciter des emprunteurs à réduire leurs dépenses pour assainir leurs comptes, rendre plus difficile le recours à un financement externe et, dans le cas extrême, accroître les faillites et éroder gravement la qualité des actifs des établissements financiers.

Troisièmement, la déflation peut empêcher la politique monétaire de stimuler efficacement l'activité économique lorsque le seuil zéro est atteint, puisque les taux réels augmentent si les agents anticipent une accélération de la déflation. En l'absence d'impulsion monétaire, les risques pour la croissance sont plus grands et la reprise est plus lente.

La déflation pourrait avoir des répercussions particulièrement perturbatrices si elle est précédée par une accumulation de dettes importantes et accompagnée de fortes baisses des prix des actifs. La correction des déséquilibres financiers pourrait même déclencher une spirale déflationniste. Dans ce scénario extrême, un enchaînement de déflation par la dette, une érosion importante de la valeur des garanties et des ratios emprunts/capitaux propres, un ancrage des anticipations de déflation risqueraient d'avoir de graves conséquences pour le système financier, avec notamment des faillites d'établissements financiers et un dysfonctionnement des marchés. L'issue pourrait en être très dommageable, avec une contraction de la production et une envolée du chômage. La Grande dépression aux États-Unis constitue un excellent exemple de ces processus, aggravés par la mise en œuvre de politiques peu adaptées.

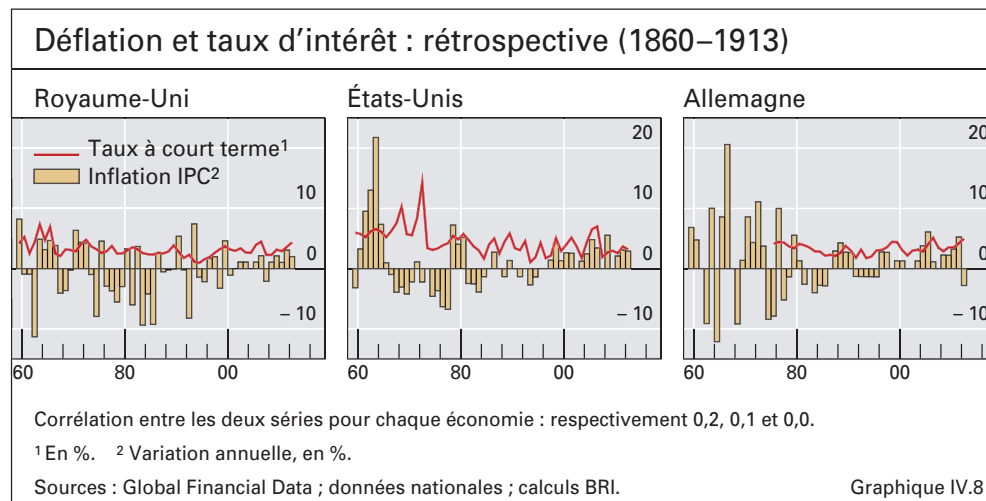
... surtout si elle s'accompagne de baisses des prix des actifs

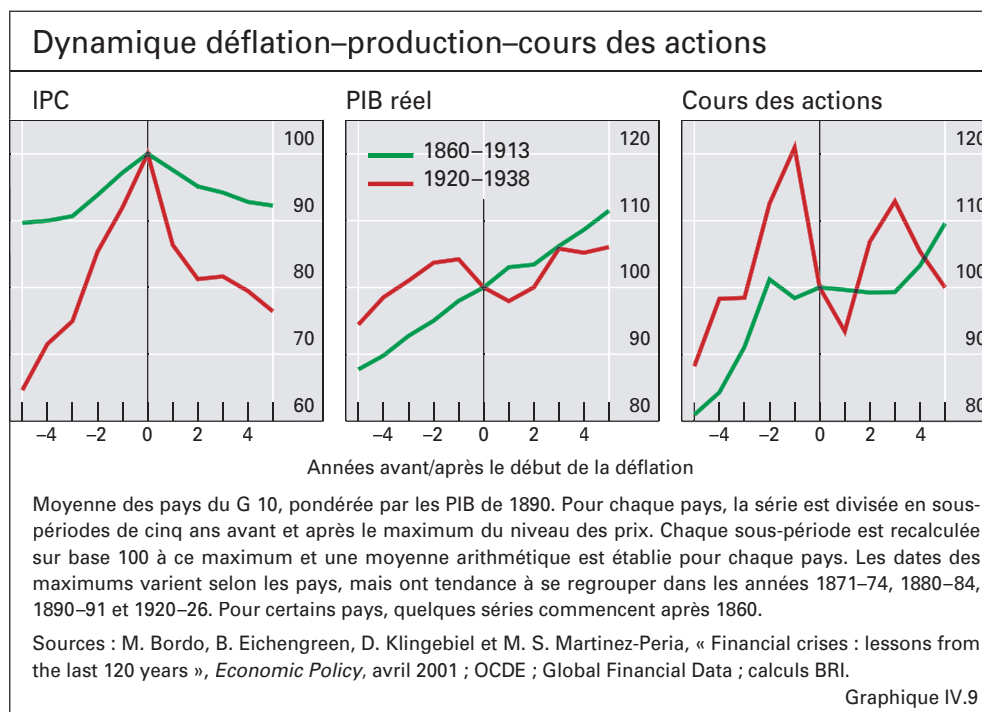
### Rappel historique

Les antécédents de déflation, en particulier au dix-neuvième siècle et au début du vingtième, permettent de mieux comprendre la nature du phénomène et les défis qu'il représente pour les autorités monétaires. Plusieurs conclusions se dégagent.

Le plus frappant, c'est que les épisodes de déflation étaient beaucoup plus nombreux que dans l'histoire récente. Ainsi, la déflation a été aussi fréquente que l'inflation de 1860 à 1900 au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Allemagne (graphique IV.8), pour partie en raison des règles de fonctionnement du système monétaire d'alors. Dans le cadre de l'étalon-or, chaque pays appliquait une parité faisant correspondre la monnaie nationale à un poids d'or fixe, ce qui limitait les tensions inflationnistes. Le niveau des prix ne pouvait donc pas augmenter continuellement, contrairement à ce qui s'est passé dans la dernière moitié du vingtième siècle, à moins d'un gonflement

Les épisodes de déflation ont été fréquents dans le passé





persistant des réserves d'or. Au fil du temps, les phases d'inflation et de déflation ont donc alterné et, sur la durée, les prix ont eu tendance à être relativement stables.

Une faible déflation n'empêchait pas de bons résultats économiques

Il est également intéressant de noter que, dans un certain nombre de pays, la déflation s'est rarement accompagnée d'une décélération manifeste du PIB réel. En effet, sous réserve de l'exactitude des statistiques annuelles anciennes, la production a généralement continué de croître, même après les pics du niveau des prix (graphique IV.9). Plusieurs explications sont possibles : la relative flexibilité des salaires nominaux, la nature du régime monétaire, le mode de formation des anticipations de prix (voir ci-après) et un endettement traditionnellement modéré. La Grande dépression constitue l'exception notable, avec un affaissement de la production, un effondrement des prix des actifs et d'importantes tensions financières. Dans un contexte historique large, il serait approprié de considérer que cette crise est unique, en ce sens que de nombreux facteurs économiques et politiques particulièrement défavorables se sont conjugués pour engendrer la plus grave contraction jamais observée au cours des cent dernières années.

Par le passé, les phases de déflation ont été le plus souvent inattendues

Les données historiques montreraient également que, au dix-neuvième siècle, les déflations, y compris les plus profondes, n'avaient généralement pas été anticipées. Plus fondamentalement, il apparaît que les anticipations de prix ne s'adaptèrent que lentement aux développements économiques. Malgré l'absence de données d'enquêtes pour la période, le comportement des taux d'intérêt nominaux livre des indications corroborant indirectement cette hypothèse. Les taux nominaux à court terme étaient remarquablement stables, en dépit d'amples retournements des prix (graphique IV.8) ; et cette stabilité était encore plus évidente pour les taux longs nominaux. Une explication résiderait dans le fait que les anticipations d'inflation ne se montraient guère sensibles à l'évolution constatée des prix, car celle-ci était habituellement

communiquée avec retard, la théorie sous-jacente aux indices de prix agrégés en était encore à ses débuts et celles relatives à la détermination des taux d'intérêt nominaux étaient soit embryonnaires, soit mal connues. Autre explication possible, et complémentaire : les anticipations ne faisaient que refléter la nature du système monétaire. Inflation et déflation étant moins tenaces avec l'étalon-or (comme noté ci-avant), les erreurs d'anticipation à court terme tendaient généralement à se compenser sur la durée, d'où un faible coût en moyenne.

La déflation au dix-neuvième siècle et au début du vingtième présente une quatrième caractéristique, un peu plus surprenante : le seuil zéro n'a quasiment jamais été atteint. En effet, sauf entre les guerres, les taux courts ont rarement été proches de zéro. Cette situation tient probablement en partie à la lenteur de l'évolution des anticipations, mais également au régime monétaire. Avec l'étalon-or, le taux directeur (escompte) était le plus souvent maintenu autour de sa tendance historique et ajusté à la hausse uniquement lorsque la parité-or était menacée.

Le seuil zéro n'était généralement pas atteint

### *Les leçons de l'histoire*

Considérée sous l'angle approprié, l'histoire peut fournir des enseignements aux décideurs d'aujourd'hui. Il est à noter tout d'abord que, dans la situation actuelle de régime monétaire fiduciaire, les politiques destinées à endiguer et stabiliser l'inflation ont un effet très comparable à celui des règles implicites imposées par l'étalon-or, malgré des différences évidentes entre les deux systèmes. Dans les deux cas, une évolution des prix déclenche une intervention, qui limite effectivement leur dérive. À l'époque de l'étalon-or, les réserves en devises et en or quittaient tout naturellement les pays à inflation relativement forte. De nos jours, les banques centrales prennent des mesures pour ajuster les conditions monétaires intérieures. Différence fondamentale, le cadre actuel de la politique monétaire permet généralement au niveau des prix de s'orienter durablement à la hausse, alors que, par le passé, les réserves d'or fournissaient un point d'ancrage pour les prix sur le long terme.

Incidence du régime monétaire

Les données historiques comportent, en outre, des enseignements plus spécifiques quant à la probabilité de déflation et de taux zéro, et permettent aussi de déterminer si les problèmes économiques liés à la déflation sont susceptibles d'être plus ou moins graves aujourd'hui.

Premièrement, malgré les progrès de l'analyse économique et des capacités de prévision, l'histoire récente laisse à penser qu'il ne faut pas sous-estimer le risque d'une déflation non anticipée. En Asie, par exemple, la déflation a été dans une large mesure inattendue, une croissance plus faible que prévu ayant anéanti les anticipations de hausse des prix (tableau IV.2).

La déflation non anticipée reste une vraie préoccupation

Deuxièmement, il faut se garder de conclure du passé que le seuil zéro ne jouerait pas de rôle important (graphique IV.8). La politique monétaire est nettement plus interventionniste aujourd'hui. Certes, cette évolution tend à réduire d'emblée le risque de déflation, car les autorités monétaires sont mieux à même de réagir de manière préventive aux événements économiques. En revanche, il est plus probable que, en période de ralentissement de l'activité, les banques centrales rapprocheront leur

Le seuil zéro pourrait être devenu plus contraignant



Déflation : épisodes en 2002					
	Variation des prix			Croissance de la production	
	Valeur observée <sup>1</sup>	Prévision <sup>1, 2</sup>	Erreur de prévision <sup>2, 3</sup>	Valeur observée <sup>1</sup>	Erreur de prévision <sup>2, 3</sup>
Économies en déflation <sup>4</sup>	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
Chine	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong-Kong RASS	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japon	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 <sup>5</sup>
Singapour	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, Chine	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

<sup>1</sup> Variation annuelle moyenne, en %. <sup>2</sup> Consensus, janvier 2001. <sup>3</sup> En points de %. <sup>4</sup> Pondération par les PIB et PPA de 2000. <sup>5</sup> Erreur probablement due en partie à une modification de la méthodologie de la comptabilité nationale au Japon.

Sources : © Consensus Economics ; données nationales ; calculs BRI. Tableau IV.2

taux directeur de zéro si l'inflation menace de descendre sous le taux désiré. C'est ce qu'ont déjà fait la Banque du Japon avec les taux courts et, plus récemment, la Banque nationale suisse avec son taux directeur.

La formation des anticipations joue un rôle essentiel

Troisièmement, il semble à présent que les anticipations soient plus sensibles aux évolutions économiques. Les données historiques indiquent, en effet, un degré de corrélation croissant, sur la durée, entre inflation et taux d'intérêt nominaux. Dans la mesure où elles reposent sur une information plus rapidement disponible, les anticipations risquent davantage, au début de la déflation, d'aller plus facilement dans le sens d'une poursuite de la baisse des prix. La capacité des cadres monétaires actuels à endiguer et stabiliser l'inflation doit, par conséquent, être crédible pour que les anticipations réagissent moins à une dynamique des prix à court terme indésirable. L'étalon-or, surtout à son apogée, entre 1880 et 1913, a joué un rôle d'ancrage stable. Une question clé se pose aujourd'hui : la crédibilité des objectifs d'inflation, explicites ou non, aura-t-elle un effet stabilisateur comparable ?

La déflation est peut-être plus perturbatrice de nos jours, avec des salaires nominaux plus rigides

Quatrièmement, l'inélasticité à la baisse des salaires nominaux est plus fréquente de nos jours, car, au cours des siècles, les pratiques ont beaucoup évolué sur les marchés du travail : progression de la syndicalisation, indemnités de chômage plus généreuses et meilleure protection des droits des travailleurs. Il semble bien que ces facteurs aient accru la rigidité des salaires nominaux. De surcroît, les travailleurs, ayant en mémoire la forte inflation des années 70 et 80, seront d'autant plus enclins à s'opposer à une diminution des salaires. La conjugaison d'anticipations plus sensibles aux évolutions et de salaires nominaux plus rigides indique qu'une déflation associée à une demande déficiente pourrait avoir des effets plus perturbateurs, à certains égards, qu'il y a un siècle. L'expérience récente de Hong-Kong montre un décalage entre flexibilité réelle et attendue des salaires dans un contexte de déflation persistante et de chômage en hausse.

Les systèmes financiers actuels sont probablement plus résistants

Enfin, les systèmes financiers ont évidemment subi, depuis la fin du dix-neuvième siècle, des mutations qui ont pu renforcer leur résistance aux pressions déflationnistes. Ainsi, la gestion du risque est aujourd'hui

nettement plus élaborée et la réglementation prudentielle s'est bien améliorée (chapitre VII). En revanche, le taux d'endettement plus élevé a amplifié l'exposition à la déflation par la dette.

### *Politique monétaire et déflation*

La déflation présente des défis spécifiques aux autorités monétaires, essentiellement en raison de la contrainte du seuil zéro. Lorsque celui-ci est atteint, les banques centrales doivent recourir à d'autres instruments pour tenter de stimuler la demande, ce qui appelle trois questions. Tout d'abord, quelle est la meilleure approche monétaire face au risque de déflation ? Ensuite, que doivent faire les banques centrales en situation de déflation ? Enfin, et plus généralement, l'expérience récente de lutte contre la déflation, particulièrement au Japon, donne-t-elle à penser qu'il est nécessaire d'adapter les objectifs ou les stratégies actuels de la politique monétaire ? Ces interrogations sont traitées successivement ci-après.

### *Moyens à mettre en œuvre pour éviter la déflation*

Étant donné que le seuil zéro engendre une asymétrie dans les mouvements des taux d'intérêt, certains ont proposé que la politique monétaire elle-même soit mise en œuvre de façon asymétrique à mesure que l'inflation se rapproche de zéro. Concrètement, les taux seraient abaissés de manière un peu plus énergique et prompte si un ralentissement de l'activité intervient dans un contexte d'inflation déjà faible. Cette tactique viserait à limiter d'entrée de jeu le risque de déflation. De plus, le taux directeur pourrait être maintenu très bas jusqu'à l'apparition de signes clairs du redressement de la demande et de la remontée des prix. C'est, dans une certaine mesure, l'orientation suivie par la Réserve fédérale, qui a vite réduit le taux-objectif des fonds fédéraux en 2001 et continue de le conserver à un niveau bas en 2003. Sur la même période, d'autres pays ont également suivi des politiques résolument incitatives.

La proximité du seuil zéro impose un assouplissement énergique

En même temps, une forte baisse du taux directeur risquerait, dans certaines circonstances, de saper la confiance. Ce pourrait être le cas si les agents économiques considéraient ces décisions comme révélatrices d'informations négatives sur les perspectives d'activité ou bien redoutaient de voir la banque centrale se retrouver à court de moyens d'action. Dans l'une ou l'autre hypothèse, les autorités monétaires pourront, par leurs explications, influencer fortement sur les anticipations concernant leurs intentions et leur évaluation de la situation économique. En exposant leur point de vue, elles pourraient exercer sur l'économie un impact allant au-delà des conséquences directes de la seule modification des taux.

Une deuxième complication pourrait apparaître, selon les circonstances dans lesquelles les pressions déflationnistes se développent. Les données historiques indiquent notamment que, lorsque le niveau d'inflation de départ est faible, la correction des déséquilibres financiers peut, de manière insidieuse, engendrer des pressions déflationnistes. Cependant, ces déséquilibres pourraient se concentrer essentiellement sur quelques secteurs ou catégories d'actifs et réagir à l'action monétaire avec une vitesse et un degré de sensibilité variables. Dans ce cas, abaisser le taux directeur pour



parer aux turbulences provenant d'un secteur pourrait contribuer à renforcer les déséquilibres dans un autre. En fixant son taux, la banque centrale risque alors d'être confrontée à un arbitrage délicat.

#### *Moyens à mettre en œuvre pour combattre la déflation*

Briser la déflation peut nécessiter des mesures non conventionnelles :

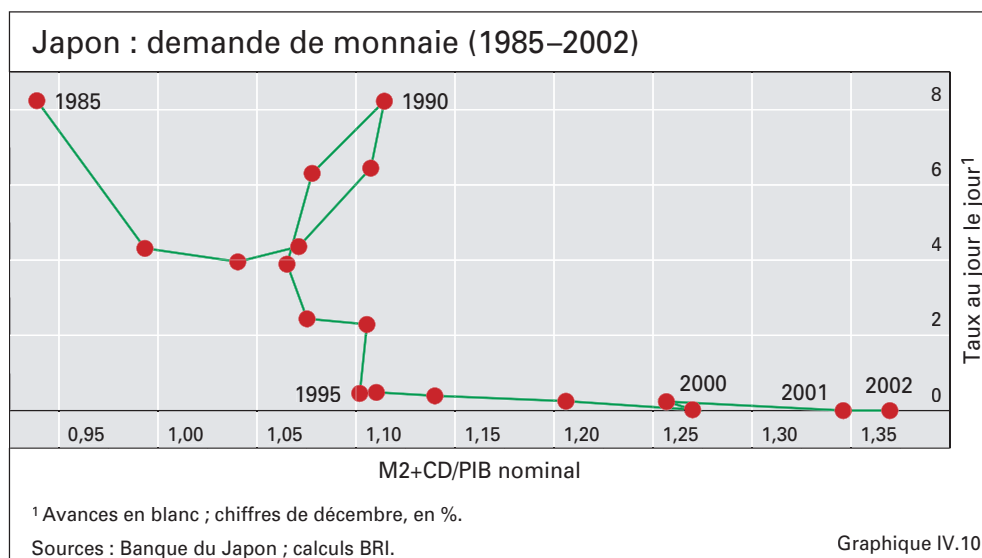
Briser la déflation peut nécessiter un ensemble de moyens d'action monétaire différents des mesures préventives. Tant que le seuil zéro n'est pas atteint, la banque centrale peut utiliser ses instruments conventionnels pour agir sur la demande via les circuits de transmission classiques. En revanche, si ce seuil est atteint et devient une contrainte absolue, il faut envisager d'autres méthodes : injecter massivement des liquidités, peser plus directement sur le prix relatif de certains actifs, modifier par d'autres voies les anticipations d'inflation, éliminer les obstacles à la transmission des impulsions monétaires ou s'appuyer sur les autres politiques macroéconomiques.

... injections massives de liquidités ...

L'injection de liquidités constitue une réponse monétariste traditionnelle. Lorsque le seuil zéro est atteint, cela signifie porter les réserves bancaires bien au-delà du niveau normal ; c'est ce qu'accomplit la Banque du Japon avec son assouplissement quantitatif. Toutefois, si les banques et les autres agents sont prêts à conserver des fonds inutilisés, ils neutralisent les effets stimulants de cette expansion monétaire, comme cela semble avoir été récemment le cas au Japon (graphique IV.10). L'efficacité de la mesure peut également être limitée par la nature des titres de dette que la banque centrale décide d'acheter en contrepartie. S'ils sont très liquides, ce qui pourrait être particulièrement le cas au seuil zéro, l'opération ne ferait que remplacer une forme de monnaie par une autre, avec une incidence limitée sur la fourniture nette de liquidités.

... modification des prix relatifs des actifs ...

Une deuxième voie consiste, pour la banque centrale, à tenter d'agir directement sur les prix des actifs. Même lorsque le taux directeur est nul, des achats ciblés – dette publique sans risque, obligations d'entreprises, actions ou immobilier, notamment – peuvent avoir une incidence directe sur le prix relatif de ces actifs. Outre l'effet de richesse, le renchérissement des actifs entraîne une revalorisation des sûretés, ce qui concourt à atténuer le



resserrement du crédit. Dans un cas extrême, il peut être souhaitable de chercher à administrer certains prix, tel le cours de change. De fait, entre les deux guerres mondiales, de nombreux pays sont sortis de la déflation en dévaluant leur monnaie. Ils ont ainsi atténué la désorganisation économique due à la déflation provoquée par le rétablissement de l'étalon-or aux parités d'avant la Première Guerre mondiale. Bien évidemment, toute modification de la valeur d'une monnaie implique d'autres pays et sa faisabilité dépend donc aussi des conditions économiques extérieures.

Les achats d'actifs à risque, que ce soit pour injecter des liquidités de manière non conventionnelle ou pour provoquer une hausse des prix, soulèvent des questions de principe pour les entités publiques qui s'y essaient. Pour être efficaces, les achats devraient probablement se faire à grande échelle. Ces entités pourraient alors devenir propriétaires d'une proportion significative des moyens productifs du pays, avec des conséquences potentiellement néfastes pour la gouvernance d'entreprise et, au bout du compte, pour l'efficacité économique. Il s'agit, en outre, de savoir si c'est la banque centrale qui devrait réaliser ces transactions. En particulier, son indépendance pourrait être mise en cause si ces achats engendraient d'importantes pertes à son bilan, nécessitant une recapitalisation par l'État.

La banque centrale peut également tenter de faire évoluer les anticipations de prix, afin de contribuer à apaiser les pressions déflationnistes. Elle dispose pour cela de deux moyens : faire savoir qu'elle injecte des liquidités en grande quantité, ou réaffirmer qu'elle vise un taux d'inflation positif et introduire un objectif explicite si elle n'en a pas déjà fixé un. Ainsi, il a été suggéré que la Banque du Japon adopte un cadre comportant expressément un objectif d'inflation. On peut néanmoins se demander si une telle mesure suffirait à enrayer la déflation. L'un des grands avantages d'un objectif d'inflation tient à la façon dont il modifie les anticipations du public, mais, si ce changement ne s'accompagne pas de mesures vigoureuses, il est peu vraisemblable qu'un tel dispositif soit crédible.

Pour toutes les raisons analysées, la lutte contre la déflation pourrait avoir besoin du soutien d'autres formes d'intervention extérieures à la banque centrale. La suppression des obstacles à la transmission des impulsions monétaires en fournit un exemple. Le surendettement des entreprises, la raréfaction du crédit, une réévaluation des risques et une aversion plus forte pour le risque ont tous joué un rôle dans les épisodes de grave déflation. Combattre ces facteurs, c'est faire un pas important vers la réflation de l'économie. Les mesures prises pour mettre fin à la crise du crédit aux États-Unis, pendant la Grande dépression, en fournissent l'une des premières illustrations ; elles avaient essentiellement consisté à stabiliser le secteur bancaire. Une aide massive avait, en outre, été apportée aux entreprises pour assainir leur bilan par la suspension des clauses d'indexation sur l'or dans les contrats obligataires. Plus récemment, le redressement relativement rapide de la Corée, après la crise asiatique de 1997, montre combien l'élimination des créances douteuses des banques peut être efficace. A contrario, la mauvaise santé persistante des banques et des entreprises du Japon sert de mise en garde : l'anémie économique et la déflation peuvent durer lorsque ces

... réorientation  
des anticipations  
d'inflation ...

... et autres  
mesures macro-  
économiques

problèmes ne sont pas réglés. Une politique budgétaire anticyclique peut aussi puissamment contribuer à redonner de l'élan à l'activité, et donc à neutraliser les forces déflationnistes (chapitre II). Elle peut comporter des mesures expansionnistes d'allégement fiscal et de dépenses publiques.

Les initiatives des différents décideurs seront probablement jugées plus crédibles, et retiendront davantage l'attention des agents économiques, si elles sont coordonnées. Cela permettra aux autorités monétaires d'utiliser au mieux leurs ressources en optimisant la chronologie des mesures monétaires, budgétaires et réglementaires. Cette stratégie présente l'avantage de créer une synergie entre les incitations et donne la possibilité de garder en réserve les options de politique monétaire moins attrayantes.

### *Perfectionnements possibles du cadre monétaire*

L'analyse qui précède montre que la déflation peut engendrer des coûts économiques significatifs et que, dans certaines circonstances, les instruments monétaires peuvent manquer d'efficacité. Des perfectionnements du cadre monétaire pourraient se justifier, selon les spécificités de chaque régime et les structures de l'environnement économique. De plus, l'évaluation des arbitrages à opérer pour définir l'orientation monétaire dépendra également de facteurs plus généraux, notamment du mandat de chaque banque centrale. Cela étant, plusieurs possibilités sont envisageables.

Un objectif  
d'inflation à bandes  
asymétriques

Une première solution consisterait à institutionnaliser une politique de détente un peu plus prompte et plus vigoureuse que la normale lorsque le risque de déflation s'accroît. Par exemple, les banques centrales s'assignant un objectif d'inflation pourraient définir des bandes asymétriques, dont le jalon bas serait plus proche du taux cible, par ailleurs inchangé, que le jalon haut. Ainsi, un chiffre d'inflation inférieur à l'objectif déclencherait une réaction plus marquée qu'un dépassement d'ampleur comparable, pour éviter que la limite basse ne soit atteinte plus tôt.

Relèvement de  
l'objectif d'inflation

Deuxième option : relever l'objectif d'inflation. Bien sûr, les banques centrales devraient alors soupeser les coûts relatifs d'une inflation plus forte, qui seraient permanents, et ceux, occasionnels, liés à une éventualité plus grande de déflation, si un objectif inférieur était retenu.

Ciblage souple du  
niveau des prix

En modifiant plus fondamentalement les cadres monétaires existants, il serait possible d'adopter un objectif défini en termes de niveau des prix, peut-être sur une trajectoire ascendante. Dans un tel dispositif, lorsque les prix descendent au-dessous de l'objectif, l'autorité monétaire est censée assouplir son orientation, comme avec un objectif d'inflation. Le principal avantage de cette solution est de faire anticiper une politique monétaire d'autant plus incitative que l'écart est large entre l'objectif et le niveau effectif des prix. À la différence de ce que suppose un régime d'objectif d'inflation, la banque centrale serait prête à tolérer un taux d'inflation temporairement plus élevé pendant que le niveau des prix remonterait vers l'objectif. En outre, il serait plus probable que les anticipations de déflation se transforment en anticipations d'inflation, du moins à court terme. Ce dispositif introduirait un ancrage du niveau des prix analogue, à certains égards, à celui de l'étalon-or. Même si cette approche semble constituer une modification radicale par

rapport aux méthodes actuelles, elle peut être considérée comme le simple ciblage d'un taux d'inflation moyen sur longue période, qui tiendrait compte des déviations antérieures de l'inflation par rapport à l'objectif – ce que négligent en grande partie les pratiques actuelles. Les différences entre ce mécanisme et les cadres existants peuvent toutefois être sources de difficultés de communication avec les agents économiques.

Une autre solution pourrait consister à modifier les cadres existants en accordant plus d'importance à la stabilité financière. Le passé récent et plus éloigné nous enseigne que les déflations profondes s'accompagnent habituellement de sérieuses tensions financières. Prêter attention aux déséquilibres dès qu'ils apparaissent, en période de haute conjoncture, pourrait contribuer à réduire la probabilité et les coûts des perturbations qu'ils entraînent. En corollaire, cela pourrait aider à limiter le risque de crises financières et de déflation. En pratique, une telle modification n'amènerait pas nécessairement à redéfinir les objectifs de la politique monétaire ; il faudrait plutôt perfectionner leurs modalités de mise en œuvre. Tout d'abord, les banques centrales pourraient se fixer un horizon plus lointain (au-delà de la période traditionnelle d'un à deux ans), puisque les processus en jeu ont tendance à s'étirer dans le temps. Ensuite, en évaluant les risques, elles pourraient s'attacher davantage à éviter les conséquences les plus indésirables, telles qu'une déflation prolongée.

Enfin, il convient d'admettre que l'efficacité de la politique monétaire a ses limites. L'expérience japonaise, notamment, a montré que diverses formes d'interaction entre les initiatives monétaires, budgétaires et prudentielles pouvaient être efficaces. Étant donné ces possibilités, les banques centrales pourraient souhaiter examiner systématiquement, avec les autorités budgétaires et prudentielles, la totalité des instruments disponibles pour contrer les forces déflationnistes bien avant leur apparition effective. Dans la mesure où les différentes instances coordonnent leurs stratégies, des questions pourraient se poser à propos de l'indépendance de la banque centrale. Le risque vaudrait d'être couru, peut-être, si l'exploration de ces options contribuait à susciter la confiance dans l'aptitude de la banque centrale, et des décideurs dans leur ensemble, à combattre la déflation.

Action plus résolue en faveur de la stabilité financière

Limites de la politique monétaire

## V. Marchés des changes

### Faits marquants

Sur les principaux marchés des changes, l'année 2002 et le début de 2003 ont été marqués par l'affaiblissement du dollar EU, en particulier face à l'euro et, dans une moindre mesure, au yen, ainsi que par son repli progressif à l'égard d'un nombre de plus en plus grand d'autres devises. Dans un environnement caractérisé par des perspectives de croissance décevantes et la baisse persistante des cours des actions, les écarts de taux d'intérêt sont apparemment redevenus un facteur majeur des variations de change. L'augmentation du déficit courant des États-Unis et les modifications dans la structure de son financement ont été également au centre des préoccupations, suggérant une hausse de la prime de risque sur les actifs américains.

D'après une étude empirique portant sur les corrections substantielles des paiements courants dans de nombreux pays industriels depuis 1973, si ces ajustements ont été associés à un ralentissement de la croissance interne, leur relation avec les dépréciations a été relativement mineure. En revanche, une analyse consacrée spécifiquement aux États-Unis durant la seconde moitié des années 80 montre que la baisse du dollar a exercé alors un effet équilibrant nettement plus important. Toutefois, la situation économique mondiale actuelle est sensiblement différente. En conséquence, si une correction significative des déséquilibres des paiements courants reste probable, un schéma comparable d'ajustement du dollar ne peut être tenu pour acquis.

Plusieurs monnaies européennes extérieures à l'UEM, ainsi que les dollars australien, canadien et néo-zélandais, ont bénéficié de leur écart de taux d'intérêt vis-à-vis des actifs en dollars EU ou en euros ; leur appréciation apparaît, en outre, logique, compte tenu des performances relativement satisfaisantes de leur économie. Exception notable à l'association entre vigueur d'une monnaie et rendement favorable, la hausse du franc suisse entre janvier 2002 et mars 2003 a surtout reflété son rôle de valeur refuge.

La recherche de rendements par les investisseurs internationaux a aussi soutenu certaines monnaies d'économies émergentes durant la période considérée, mais les perspectives économiques mondiales et divers facteurs internes ont eu également beaucoup d'influence.

### Dollar, euro et yen

Le dollar a enregistré un repli sensible face à l'euro et légèrement moindre vis-à-vis du yen ainsi qu'une baisse significative de son cours effectif. Cette faiblesse semble essentiellement résulter d'une réorientation des flux de capitaux vers des actifs à revenu fixe plus sûrs, les écarts de taux d'intérêt

redevenant alors un facteur déterminant des mouvements de capitaux internationaux. De plus, les préoccupations liées à l'élargissement du déficit courant ont pesé sur la monnaie américaine. Comme à l'époque de la précédente guerre du Golfe, elle n'a pas joué le rôle de valeur refuge qui fut le sien à d'autres périodes de grande incertitude.

### Principaux développements

Au terme d'une longue période de fermeté face à la plupart des autres devises, le dollar a culminé fin janvier 2002. Entamé en avril, son repli assez généralisé a coïncidé avec la dégradation du sentiment des investisseurs sur les marchés financiers américains (chapitre VI). En termes effectifs nominaux, il a cédé environ 16 % entre janvier 2002 et ses creux de la mi-mai 2003 (graphique V.1).

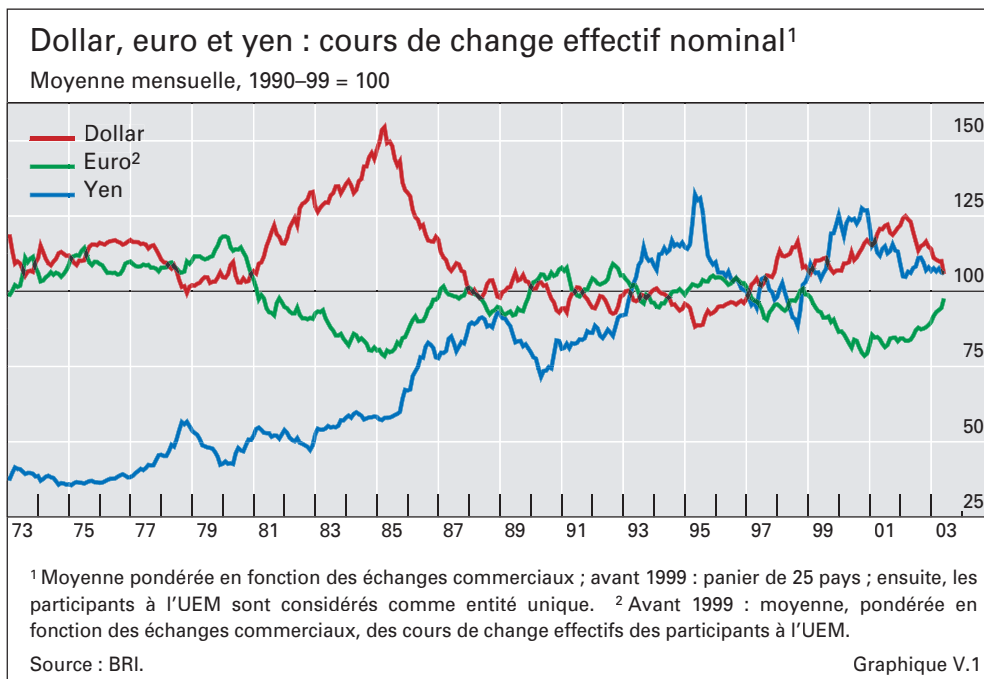
Recul généralisé  
du dollar

La correction a été particulièrement nette vis-à-vis de l'euro, qui s'est apprécié de quelque 30 %, passant de \$0,86–0,89 début 2002 à plus de \$1,15 à la mi-mai 2003, son plus haut depuis quatre ans (graphique V.2). Sur l'ensemble de la période, son cours effectif nominal a gagné environ 15 %, marquant ainsi une forte remontée après la tendance baissière de 1999 et 2000.

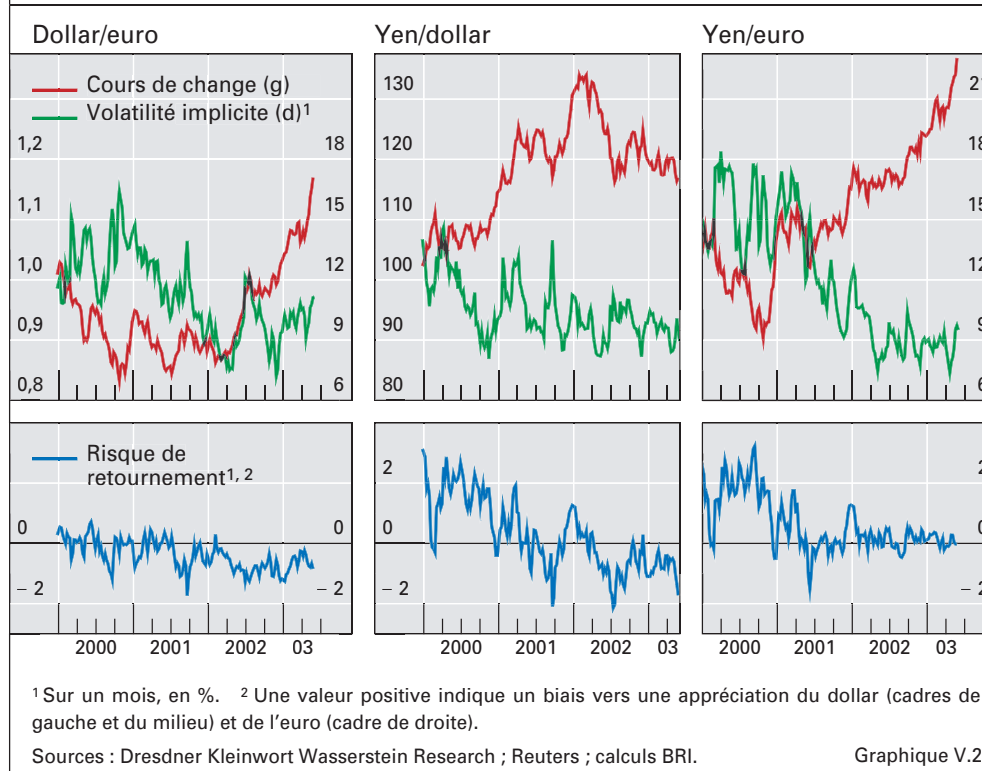
L'affaiblissement du dollar vis-à-vis du yen a été moins prononcé, avec un repli qui l'a amené de plus de ¥134, début 2002, au-dessous de ¥117 en mai 2003. L'ascension du yen a d'ailleurs déclenché plusieurs interventions des autorités japonaises. En revanche, celui-ci a continué de perdre du terrain face à l'euro, sortant de la fourchette ¥115–119 pour s'inscrire à ¥135 à la mi-mai ; globalement, son cours effectif nominal est demeuré inchangé. La monnaie nippone, toujours ferme par rapport à ses valeurs historiques, a néanmoins clôturé la période en cédant 19 % depuis son récent maximum, fin 2000.

La dépréciation du dollar s'est accompagnée de revirements significatifs du sentiment des marchés (graphique V.3). À compter de début 2002, les intervenants ont estimé que les risques de voir le dollar s'apprécier ou se

Revirements du  
sentiment des  
marchés

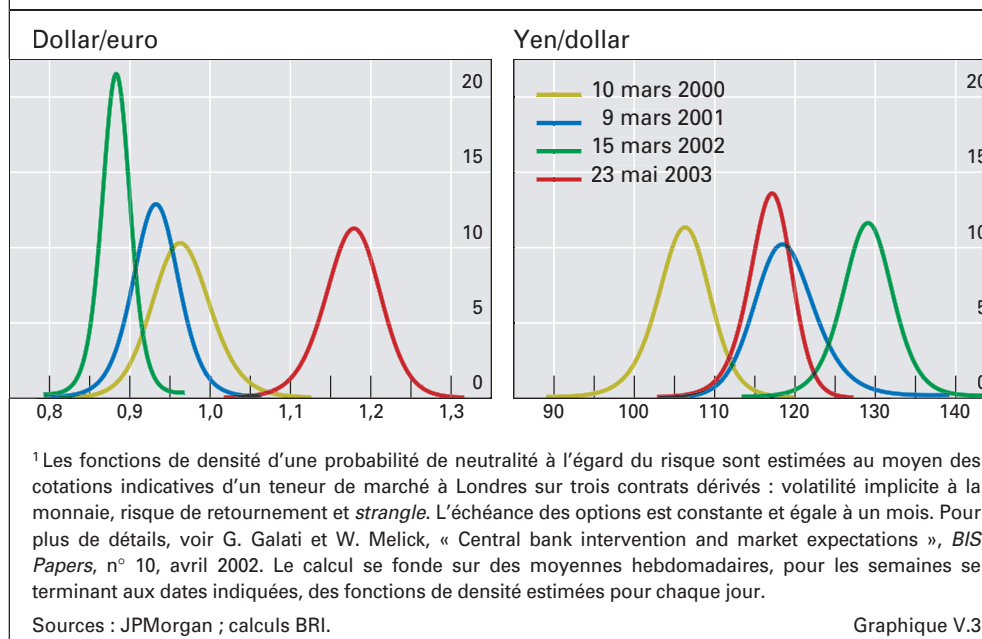


## Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement



déprécier nettement, mesurés par l'asymétrie des fonctions de densité de probabilité de neutralité à l'égard du risque, s'orientaient vers la seconde hypothèse. Des tests économétriques révèlent que, au cours des deux dernières années, la détérioration du sentiment à l'égard du dollar s'est

## Distribution des probabilités du cours du dollar par rapport à l'euro et au yen<sup>1</sup>





généralement traduite par une baisse effective au bout de quatre semaines, même après correction des variations antérieures.

Malgré les fluctuations marquées des monnaies du G3, l'une des caractéristiques notables des grands marchés des changes durant la période considérée est la faible volatilité à court terme par rapport aux années antérieures, alors que l'incertitude régnait sur les marchés des capitaux (chapitre VI).

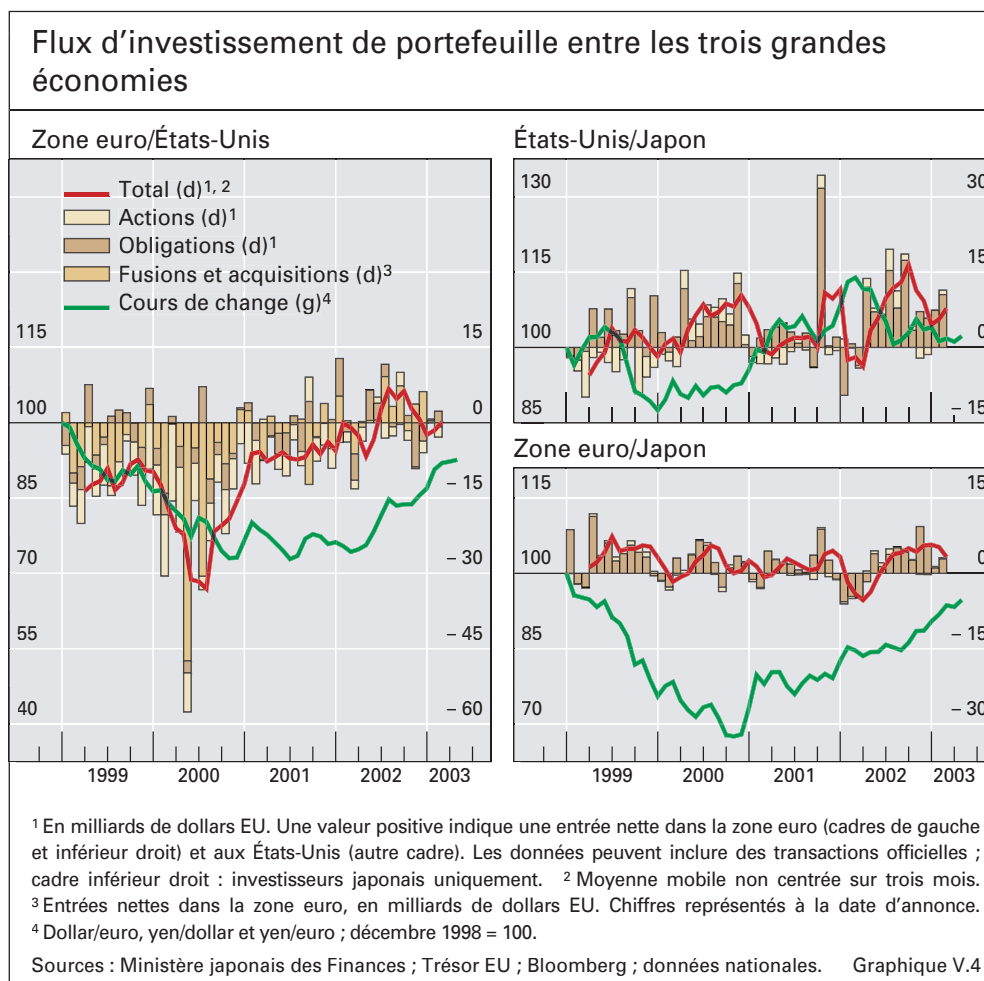
### Facteurs déterminants

Les forces qui déterminent les mouvements des grandes devises ont sensiblement changé. Pour mieux comprendre la baisse du dollar en 2002, il est utile de rappeler les facteurs qui ont été à l'origine de sa vigueur entre le milieu des années 90 et 2001.

À l'époque, les importants gains de productivité effectifs et anticipés aux États-Unis avaient soutenu la progression rapide de l'investissement et l'envolée exceptionnelle des cours des actions américaines. Les perspectives de rendements accrus avaient contribué à attirer des flux de portefeuille substantiels, surtout en obligations d'entreprises et en actions, mais aussi d'investissement direct étranger (IDE). Ces entrées avaient alimenté une hausse appréciable du dollar (graphique V.4), affaiblissant ainsi la balance courante. Il est vrai qu'en 2001 ce boum de l'investissement avait

Modification substantielle des facteurs déterminants

États-Unis : gains de productivité élevés, flux substantiels de capitaux et appréciation de la monnaie jusqu'en 2001



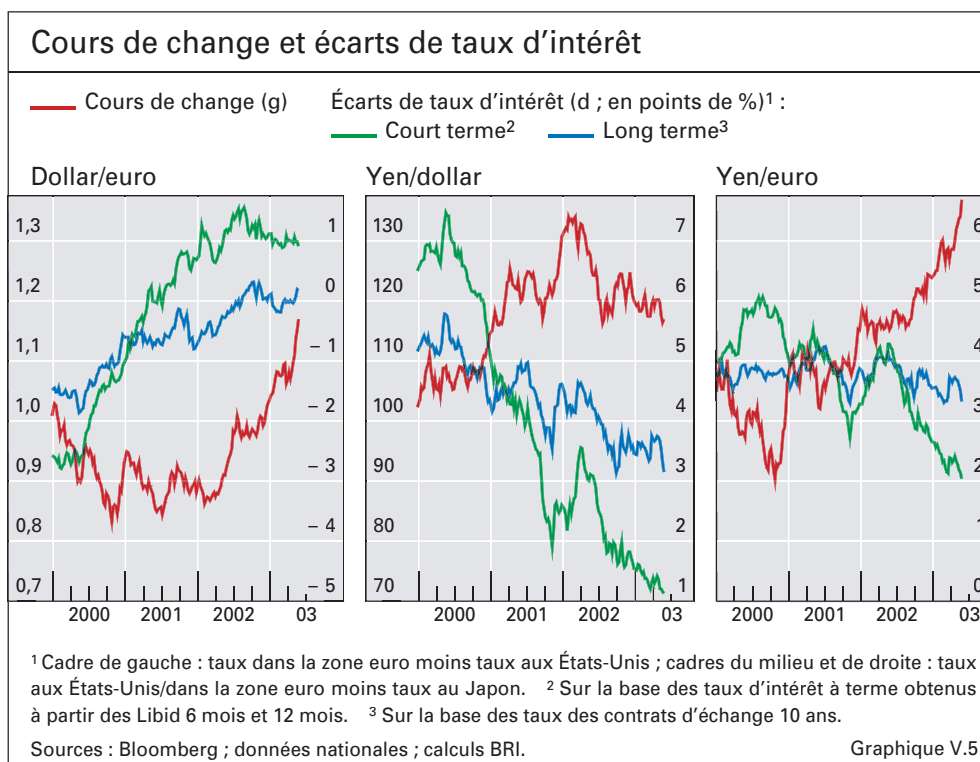


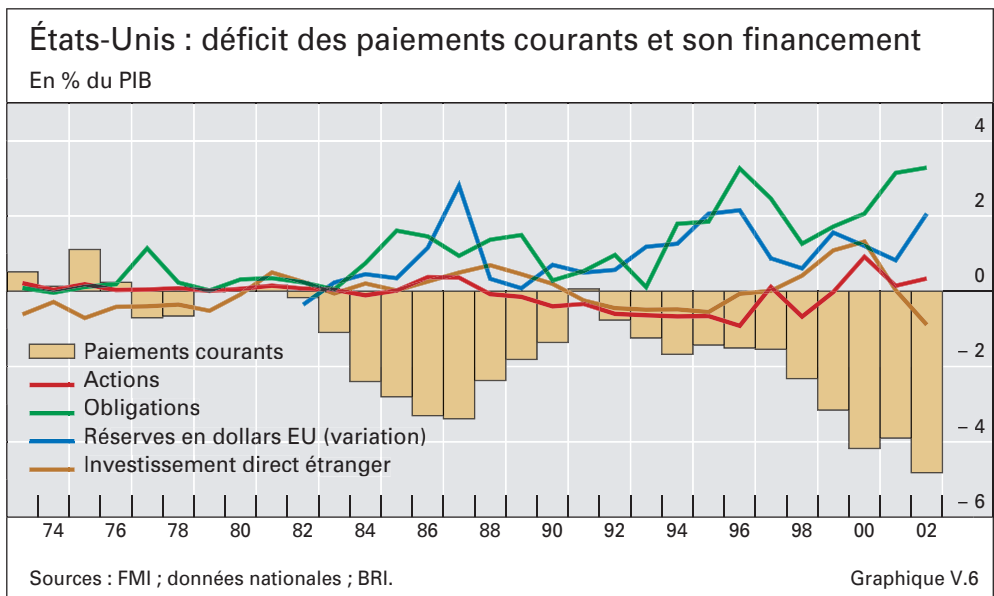
progressivement pris fin, dans un contexte de chute des bénéfices et de ralentissement de l'économie nationale. Les marchés des actions et des obligations à risque d'entreprises américaines avaient également commencé à se replier, les investisseurs recherchant des valeurs plus sûres comme les obligations d'entreprises de haute qualité ou les titres des agences paragouvernementales et du Trésor (chapitre VI). Les flux de capitaux bruts vers les États-Unis s'étaient ralentis, mais les flux de portefeuille privés et d'IDE provenant de la zone euro étaient restés positifs en termes nets, car les perspectives de croissance de l'économie américaine étaient toujours perçues comme meilleures que celles de la zone euro. Le dollar avait donc poursuivi sa progression.

En 2002, recherche d'actifs plus sûrs dans un contexte de détérioration du sentiment

Au premier semestre 2002, en revanche, la destination et la composition des flux de capitaux se sont sensiblement modifiées au fur et à mesure que la confiance sur les marchés financiers américains se détériorait. Cette détérioration a été principalement due à une reprise économique moins vigoureuse que prévu et aux révélations d'irrégularités dans les comptes des entreprises, qui ont suscité l'inquiétude des investisseurs sur la fiabilité des états financiers et l'ampleur des risques encourus. En outre, les restrictions apportées à la politique commerciale des États-Unis ont été interprétées comme un signe montrant que le déficit courant préoccupait de plus en plus les autorités. Les flux de portefeuille privés et d'IDE de la zone euro vers les États-Unis sont devenus négatifs en termes nets et le désengagement des investisseurs internationaux en faveur d'actifs plus sûrs que les actions ou l'IDE s'est accentué.

Les possibilités de gains offertes par les actions américaines à risque étant reléguées au second plan, les écarts de croissance anticipés, qui avaient

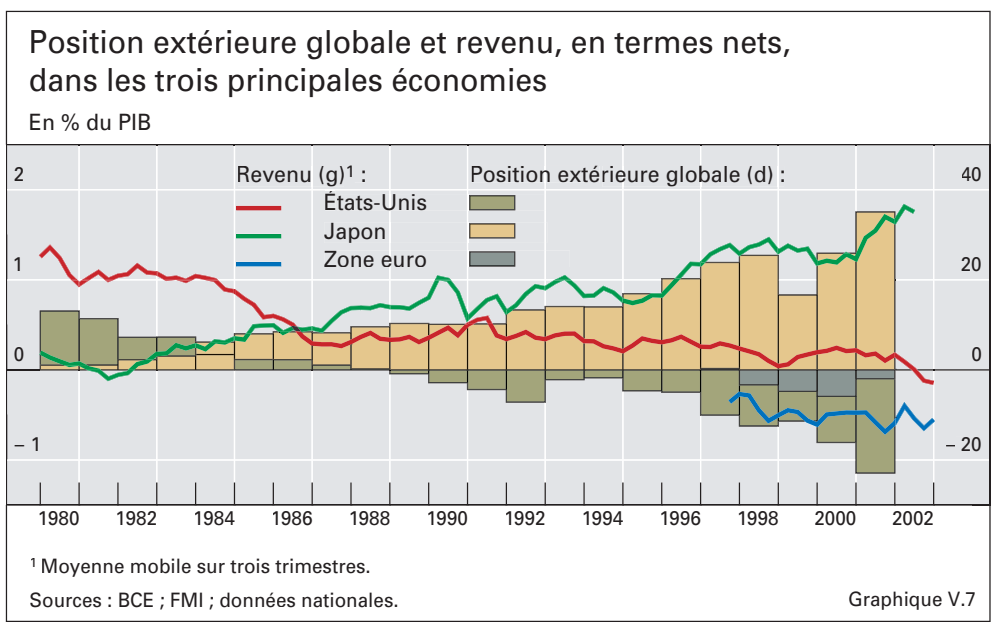




longtemps soutenu les flux de fonds vers les États-Unis et la vigueur du dollar, ont perdu de leur influence. Ce sont plutôt les différentiels d'intérêt qui semblent être redevenus le principal moteur des mouvements de capitaux et, partant, des variations de change. Une corrélation positive significative entre ces différentiels à court terme et les fluctuations de change correspondantes a pu être observée pour un très grand nombre de couples de monnaies, créant une situation bien différente de celle qui prévalait quelques années auparavant.

Importance accrue des écarts de taux d'intérêt

La zone euro, où les taux étaient supérieurs à ceux des deux autres grandes économies, a été la première destination des flux de capitaux à la recherche de rendement, provoquant ainsi l'appréciation de l'euro (graphique V.5). La corrélation positive, en 2002, entre le cours dollar/euro et le différentiel d'intérêt à court terme des deux devises a été la plus étroite depuis le lancement de la monnaie unique. La vigueur relative du yen face



au dollar concorde également avec la diminution de son écart de taux d'intérêt négatif vis-à-vis des États-Unis.

Le déficit courant américain fait de nouveau l'actualité

La réduction, mentionnée précédemment, des flux de capitaux privés vers les États-Unis et la modification de leur composition ont d'autant plus pesé sur le dollar que le déficit courant américain continuait à se creuser. En 2002, il a atteint 5 % du PIB (graphique V.6) et les engagements extérieurs nets ont, pour la première fois, dépassé 20 % du PIB (graphique V.7). Plusieurs facteurs ont accru l'importance de ces deux développements. Premièrement, la part du déficit américain financée par l'IDE a nettement fléchi, tandis que celle des réserves officielles en dollars, essentiellement concentrées dans les pays d'Asie, a fortement augmenté (tableau V.1). En mettant en évidence la

Réserves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Pour mémoire : encours à fin 2002
	À cours de change courants						
Total	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Pays industriels	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
États-Unis	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Zone euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japon	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asie	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
Chine	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corée	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Hong-Kong RASS	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
Inde	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonésie	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Philippines	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Singapour	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, Chine	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thaïlande	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Amérique latine <sup>1</sup>	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentine	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brésil	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chili	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Mexique	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
PECO <sup>2</sup>	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Autres pays	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	À cours de change constants <sup>3</sup>						
Total	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
En dollars	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
En autres monnaies	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

<sup>1</sup> Pays indiqués plus Colombie, Pérou et Venezuela. <sup>2</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. <sup>3</sup> Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin d'année.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.1

réticence croissante du secteur privé à financer le déficit courant des États-Unis, cette situation a rendu le dollar plus vulnérable à l'évolution du sentiment du marché. Deuxièmement, il semblait probable que ce déficit allait encore se creuser car, début 2003, les États-Unis continuaient d'afficher une croissance supérieure à celle de la plupart de leurs partenaires commerciaux. Troisièmement, les changements dans la structure des dépenses américaines ont été perçus négativement par les marchés. Alors que la consommation des ménages est restée élevée, l'investissement s'est contracté ; or, comme la demande intérieure globale a diminué, le déficit budgétaire a augmenté en conséquence, faisant craindre le retour du « double déficit » (chapitre II) qui avait marqué les années 80.

Témoignant de l'attention accrue accordée au déficit courant des États-Unis, le revirement du marché au détriment du dollar est intervenu début 2002, quand l'Administration américaine a imposé de nouveaux obstacles aux importations d'acier et de produits agricoles. Les marchés ont vu dans cette décision le signe que les tensions dans les secteurs soumis à la concurrence internationale préoccupaient les pouvoirs publics. La question du caractère soutenable du déficit courant américain est examinée dans la dernière section, qui tire des conclusions préliminaires d'une analyse historique des ajustements des paiements courants dans plusieurs pays industriels.

## Autres marchés des changes

### *Monnaies des pays industriels*

L'évolution de plusieurs autres monnaies des pays industriels confirme la recherche de rendements à faible risque par les investisseurs internationaux. En 2002, les corrélations entre leurs cours et les différentiels d'intérêt correspondants sont devenues nettement positives, à des degrés divers cependant. L'écart de taux en faveur de ces monnaies reflétait les résultats de leur économie. Le rapport entre différentiels d'intérêt et variations de change s'est aussi renforcé avec le retour des stratégies spéculatives à effet de levier sur les marchés des changes, en particulier de la part de fonds macros délaissant les rendements médiocres des actions.

Parmi les monnaies européennes hors UEM, la livre sterling et la couronne suédoise constituent deux exemples de l'influence des écarts de rendement. Soutenue par des taux d'intérêt comparativement élevés et par la vigueur de la croissance au Royaume-Uni, la livre s'est appréciée de 15 % par rapport au dollar, passant de \$1,43 en janvier 2002 à plus de \$1,65 début février 2003 (graphique V.8). Elle a enregistré quelques pertes contre euro, en raison d'un différentiel d'intérêt moins favorable et du dynamisme de la monnaie unique. La baisse des taux, plutôt inattendue, décidée par la Banque d'Angleterre en février 2003 l'a affaiblie vis-à-vis de l'ensemble des devises, réduisant son avantage en termes de rendement et incitant les intervenants à reconsidérer les données de l'économie. En avril et mai, la livre est remontée à \$1,62 mais s'est encore dépréciée face à l'euro. En Suède, les bons résultats économiques et le durcissement de la politique monétaire au premier

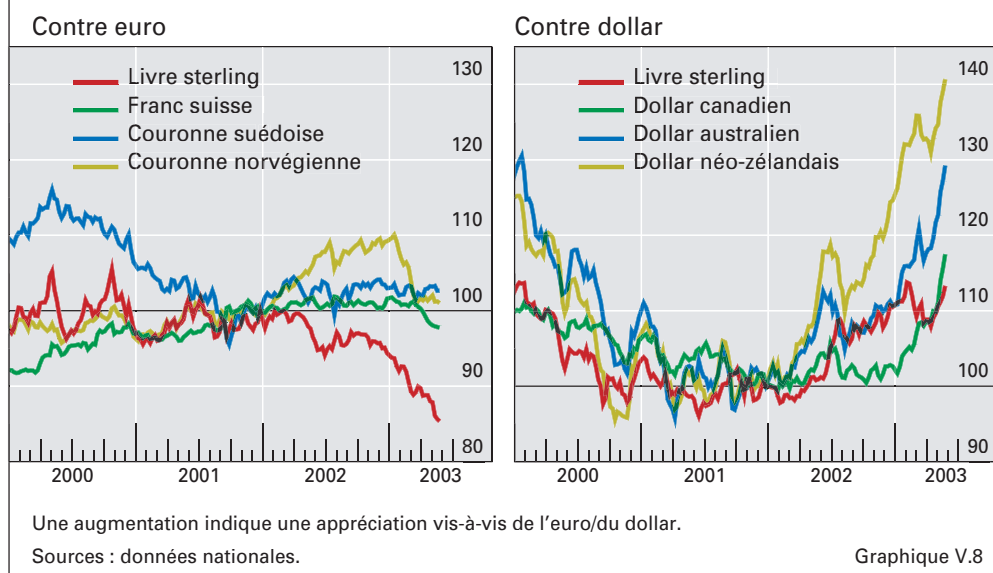
Écarts de rendement et résultats économiques ont aussi contribué ...

... à l'évolution de la livre sterling ...

... de la couronne suédoise ...

## Autres pays industriels : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2001 = 100



semestre 2002 ont provoqué une hausse des taux d'intérêt à court terme, qui ont même dépassé ceux du Royaume-Uni. Ainsi confortée, la couronne a gagné en moyenne 8 % par rapport à ses creux de 2001, qui avoisinaient 10 couronnes pour un euro, et s'est stabilisée dans la fourchette 9,0–9,4. L'évolution du projet d'adhésion à l'UEM a également contribué à son appréciation sur la période considérée.

... et des dollars  
australien,  
canadien et  
néo-zélandais

Une autre illustration du rôle accru des écarts de taux nominaux dans les variations de change est fournie par le redressement spectaculaire des dollars australien, canadien et néo-zélandais. Bénéficiant d'une économie dynamique et d'un avantage de plus en plus substantiel sur la monnaie américaine en termes de taux d'intérêt, le dollar australien a gagné plus de 25 % entre janvier 2002 et mi-mai 2003, passant le niveau de \$0,65 atteint la dernière fois début 2000. S'appuyant sur des rendements encore plus élevés, le dollar néo-zélandais a rebondi plus puissamment. Avec une hausse de 35 %, il a dépassé \$0,57, seuil jamais enregistré depuis début 1998. La remontée du dollar canadien semble s'être amorcée plus tardivement et a été plus modeste en valeur absolue, reflétant un écart de taux en sa faveur relativement moindre mais croissant. En mars 2003, il était néanmoins revenu à ses valeurs de fin 2000. La hausse rapide des cours des produits de base pourrait avoir joué un rôle également : pour la première fois depuis plusieurs années, la corrélation positive traditionnelle avec ces cours s'est vérifiée pour les trois monnaies.

Des taux d'intérêt  
propices au *carry  
trade*

Sur le thème des écarts de taux, il convient de mentionner le recours aux stratégies spéculatives (*carry trade*), que le faible niveau des taux d'intérêt dans les trois principales économies et en Suisse a rendu attrayantes durant la période étudiée. À cet égard, le cas de la couronne norvégienne, dont les taux courts étaient élevés par rapport à ceux des autres pays industriels et, même, de certaines économies émergentes, est particulièrement instructif. Il semblerait que des fonds spéculatifs et d'autres investisseurs internationaux

levaient des fonds en euros qu'ils plaçaient en titres norvégiens à court terme. En conséquence, la couronne s'est notablement appréciée face à l'euro (11 %) et encore plus vis-à-vis du dollar (29 %) en 2002. Le cours a culminé en janvier 2003 mais était presque revenu à son niveau initial en mars, en raison d'un dénouement précipité de positions spéculatives déclenché par la décision de la banque centrale norvégienne de baisser les taux. Les opérations de *carry trade* auraient également contribué à l'essor rapide des dollars australien, néo-zélandais et, plus récemment, canadien.

Jusqu'en mars 2003, le franc suisse a dérogé à cette association entre vigueur de la monnaie et écart de taux avantageux. Malgré des rendements de plus en plus faibles et la relative apathie de l'économie helvétique, il a continué à bien résister contre euro et a enregistré des gains substantiels vis-à-vis du dollar. En 2002, les phases d'appréciation par rapport à l'euro ont correspondu à des événements économiques et géopolitiques responsables d'une détérioration du sentiment à l'égard du dollar et des marchés financiers en général. La corrélation plus étroite entre le cours du franc suisse et celui de l'or en 2002 rappelle également son statut de valeur refuge. Dans un contexte économique morose, le gain effectif nominal d'environ 15 % enregistré par le franc en regard de son dernier creux de 2000 a compliqué la conduite de la politique monétaire (chapitre IV). Trois ans auparavant, la situation était radicalement différente, puisque les décideurs s'inquiétaient alors des conséquences inflationnistes d'un franc trop faible. La pression à la hausse sur la monnaie helvétique a été néanmoins contrebalancée par un assouplissement de l'orientation de la banque centrale ; le franc suisse s'est replié de 3 % face à l'euro dans les deux mois qui ont suivi la baisse du taux directeur opérée en mars 2003.

Le franc suisse s'est démarqué, essentiellement grâce aux flux liés à son statut de valeur refuge

### *Monnaies des économies émergentes*

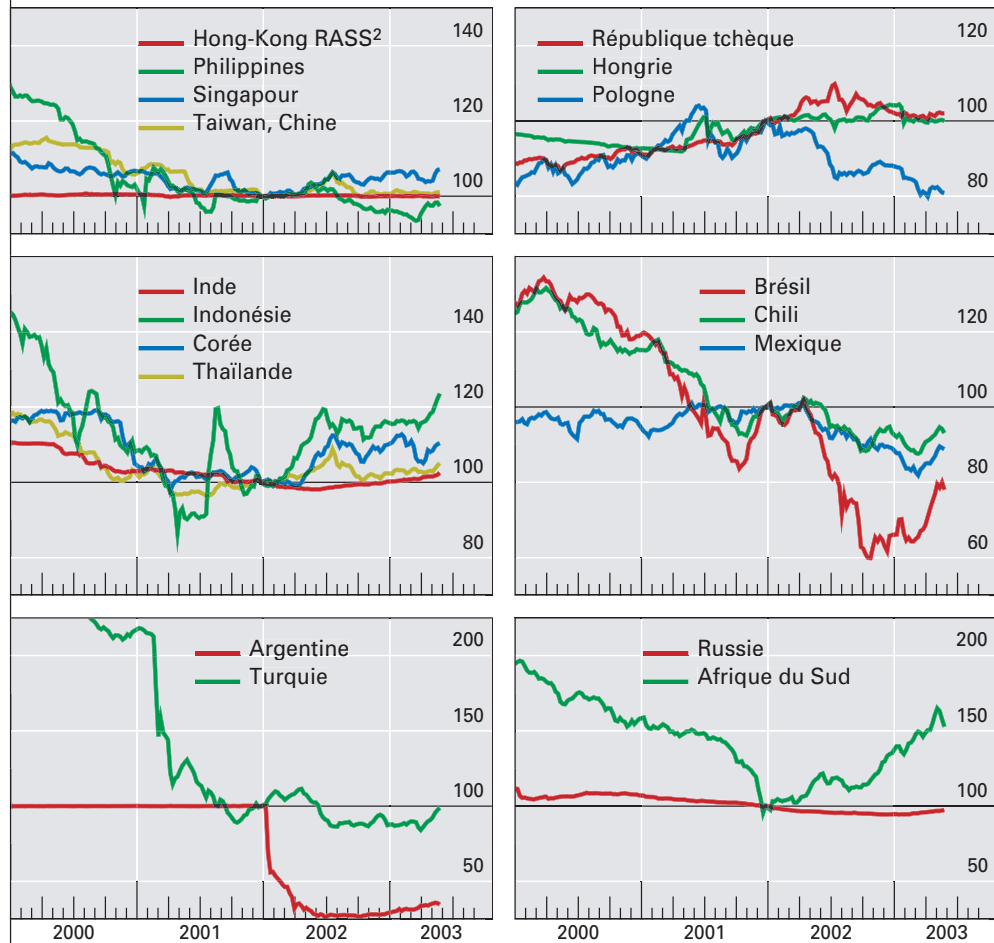
Les perspectives de l'économie mondiale et divers facteurs nationaux ont fortement influencé les monnaies des économies émergentes. Dans certains cas, la quête de rendement des investisseurs internationaux a également joué un rôle.

Les facteurs nationaux ont été prépondérants en Amérique latine, où les turbulences économiques et/ou politiques ont sensiblement affecté plusieurs monnaies (graphique V.9). Au Brésil, la dépréciation du real s'est accélérée dans les mois qui ont précédé l'élection présidentielle d'octobre 2002, concrétisant les incertitudes qui entouraient alors l'avenir de la politique économique. Le bolívar, que les autorités du Venezuela ont laissé flotter début 2002, a subi en cours d'année les conséquences de l'intensification des troubles politiques et d'une grève du secteur pétrolier, ce qui s'est soldé par l'instauration d'un contrôle des changes. Suite à la dévaluation en Argentine, les autorités uruguayennes ont consenti une dévaluation de la monnaie pour atténuer les difficultés financières. Les effets de ces facteurs régionaux ont été aggravés par les incertitudes au sujet de l'activité aux États-Unis et de l'économie mondiale. Le peso mexicain, par exemple, à son maximum début 2002, a inscrit des creux historiques en mars 2003, alors que les implications – pour les exportations et l'économie mexicaines – d'une reprise différée aux

Reculs significatifs des monnaies latino-américaines en 2002

## Économies émergentes : cours de change<sup>1</sup>

Moyenne hebdomadaire, fin 2001 = 100



<sup>1</sup> Par rapport au dollar EU (monnaies du cadre supérieur droit : par rapport à l'euro) ; une baisse indique une appréciation du dollar (de l'euro). Cadres inférieurs : échelles comprimées. <sup>2</sup> Taux à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.9

États-Unis suscitaient des préoccupations. Les doutes engendrés par les perspectives mondiales ont également pénalisé le peso chilien.

À l'inverse, les monnaies asiatiques se sont en général raffermies ou sont restées stables vis-à-vis du dollar EU, en raison notamment de résultats économiques relativement bons dans cette région mais aussi de l'évolution du couple yen/dollar. Le cours de certaines monnaies, en particulier du renminbi et, dans une moindre mesure, de la roupie, a suivi de près celui du dollar (tableau V.2). La constitution d'importantes réserves officielles par la Chine et l'Inde semble répondre au souci d'éviter de fortes appréciations. Dans ce contexte, le recul effectif du renminbi dans le sillage du dollar a soulevé des inquiétudes dans les économies en concurrence avec les exportations de la Chine. D'autres monnaies, dont le won, se sont quelque peu découplées du dollar par rapport aux années précédentes. Globalement, les monnaies asiatiques ont été un peu moins volatiles en termes effectifs nominaux. Le fait que certaines aient été moins sensibles que le yen au recul du dollar pourrait fort bien avoir des implications pour l'évolution future

Raffermissent  
ou stabilité de la  
plupart des  
monnaies  
asiatiques



Cours de change : volatilité <sup>1</sup>						
	Bilatéral <sup>2</sup>			Effectif <sup>3</sup>		
	1995–96	1999–2001	Jan. 2002– mai 2003	1995–96	1999–2001	Jan. 2002– mai 2003
Chine	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corée	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Hong-Kong RASS	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
Inde	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonésie	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Philippines	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Singapour	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thaïlande	3,6	7,6	5,0	...	...	...

<sup>1</sup> Écart type, calculé pour les périodes indiquées, des variations quotidiennes annualisées (en %).  
<sup>2</sup> Par rapport au dollar. <sup>3</sup> Pondéré en fonction des échanges commerciaux.

Sources : données nationales ; calculs BRI. Tableau V.2

des paiements courants des États-Unis (voir ci-après). Des monnaies comme le won, la rupiah et le peso philippin ont subi l'influence des facteurs économiques mais se sont aussi ressenties des questions de sécurité dans la région.

Dans le même temps, les questions d'écart de rendement et d'opérations de type *carry trade* ont également eu des répercussions sur certaines monnaies d'économies émergentes. Avec un écart de taux très avantageux vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies et grâce à la hausse de l'or, le rand, par exemple, était revenu en mars 2003 au niveau qu'il occupait avant sa forte chute de fin 2001 et début 2002. Le real brésilien, après plusieurs mouvements de baisse, semble avoir également bénéficié en 2003 de l'attraction des investisseurs pour le rendement, tandis que les incertitudes concernant la politique économique de la nouvelle équipe gouvernementale commençaient à se dissiper. Son appréciation s'est nettement accélérée en mars.

Si les taux d'intérêt relativement élevés et l'optimisme général engendré par l'adhésion à l'UE ont favorisé, en outre, les monnaies de certaines économies émergentes d'Europe, les appréciations rapides qui en ont résulté ont déclenché des réactions officielles (chapitre III). Les autorités hongroises, par exemple, ont effectué des interventions et baissé les taux d'intérêt quand le forint s'est rapproché de la limite supérieure de sa bande de fluctuation, en janvier 2003. La tendance haussière affichée depuis plusieurs années par la couronne tchèque s'est atténuée au second semestre 2002, dans un contexte où l'inflation était inférieure à l'objectif et où une série de réductions des taux directeurs a fini par annuler le différentiel d'intérêt par rapport à l'euro.

Impact additionnel des rendements élevés et du *carry trade*

## Dynamique des paiements courants et comportement du change

Au cours de la période, le déficit des paiements courants et l'endettement international net des États-Unis n'ont cessé d'augmenter, alors que la structure de financement de ce déficit s'est modifiée. Un tel déficit apparaît-il soutenable

et comment opérer, sinon, les ajustements nécessaires ? Si le cours effectif du dollar devait baisser, quelles seraient les monnaies les plus affectées ?

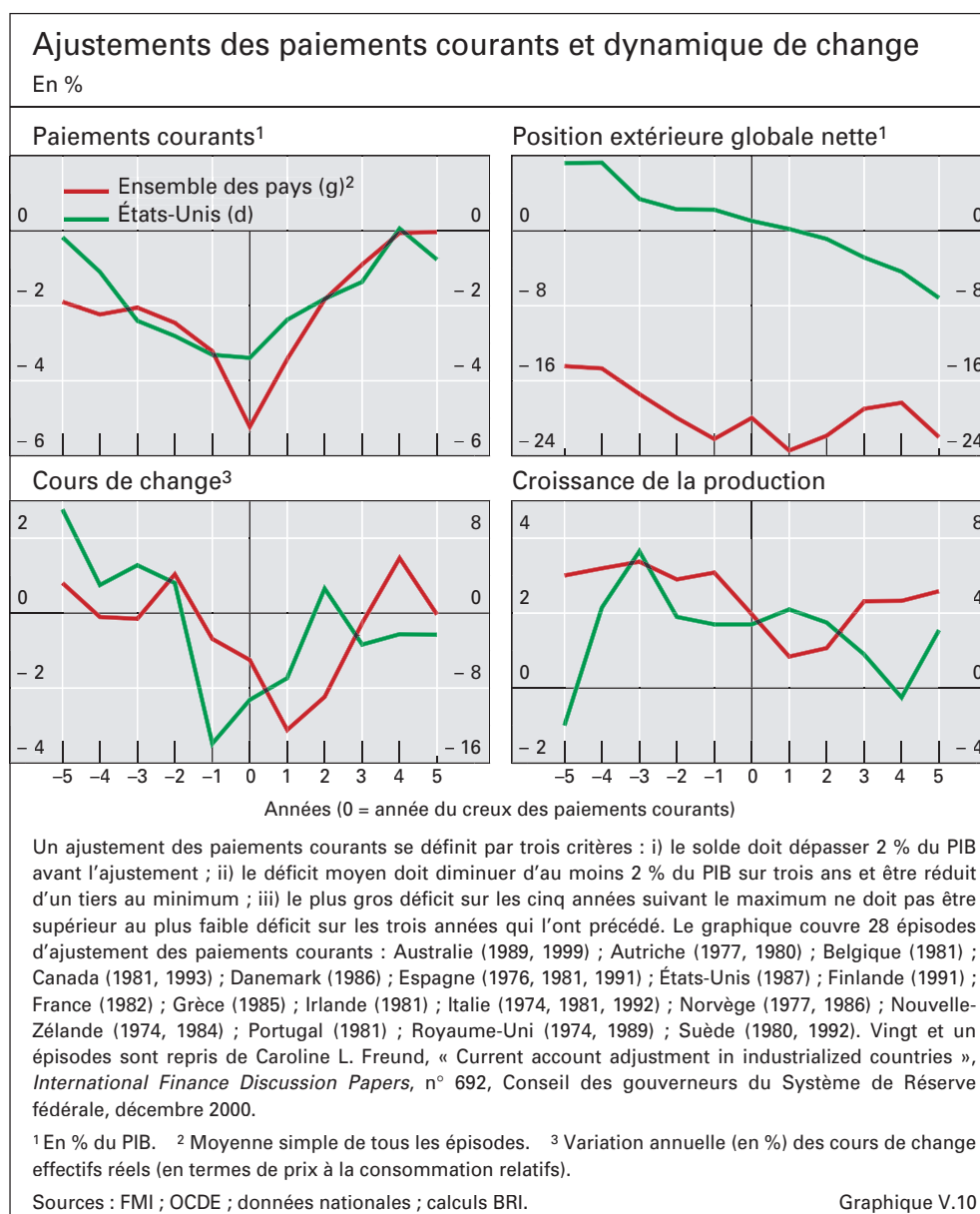
### Ajustements du déficit courant dans les pays industriels depuis 1973

Corrections des paiements courants : antécédents

L'histoire des ajustements des paiements courants dans les pays industriels peut apporter des éléments de réponse à ces questions. Pour les besoins de l'analyse, seules les corrections substantielles et durables ont été retenues (graphique V.10). Depuis 1973, vingt-huit cas de ce type ont été recensés.

Seuil du déficit courant et PEGN

L'analyse de ces différents épisodes révèle trois grands axes communs. Premièrement, il existe un seuil de tolérance du déficit courant en termes de pourcentage du PIB. En moyenne, la correction s'opère aux alentours de 4-5 %. En revanche, rien n'atteste clairement l'existence d'un seuil pour le ratio position extérieure globale nette (PEGN)/PIB. Les ajustements interviennent en général vers 20 %, mais cette limite varie sensiblement selon les épisodes.

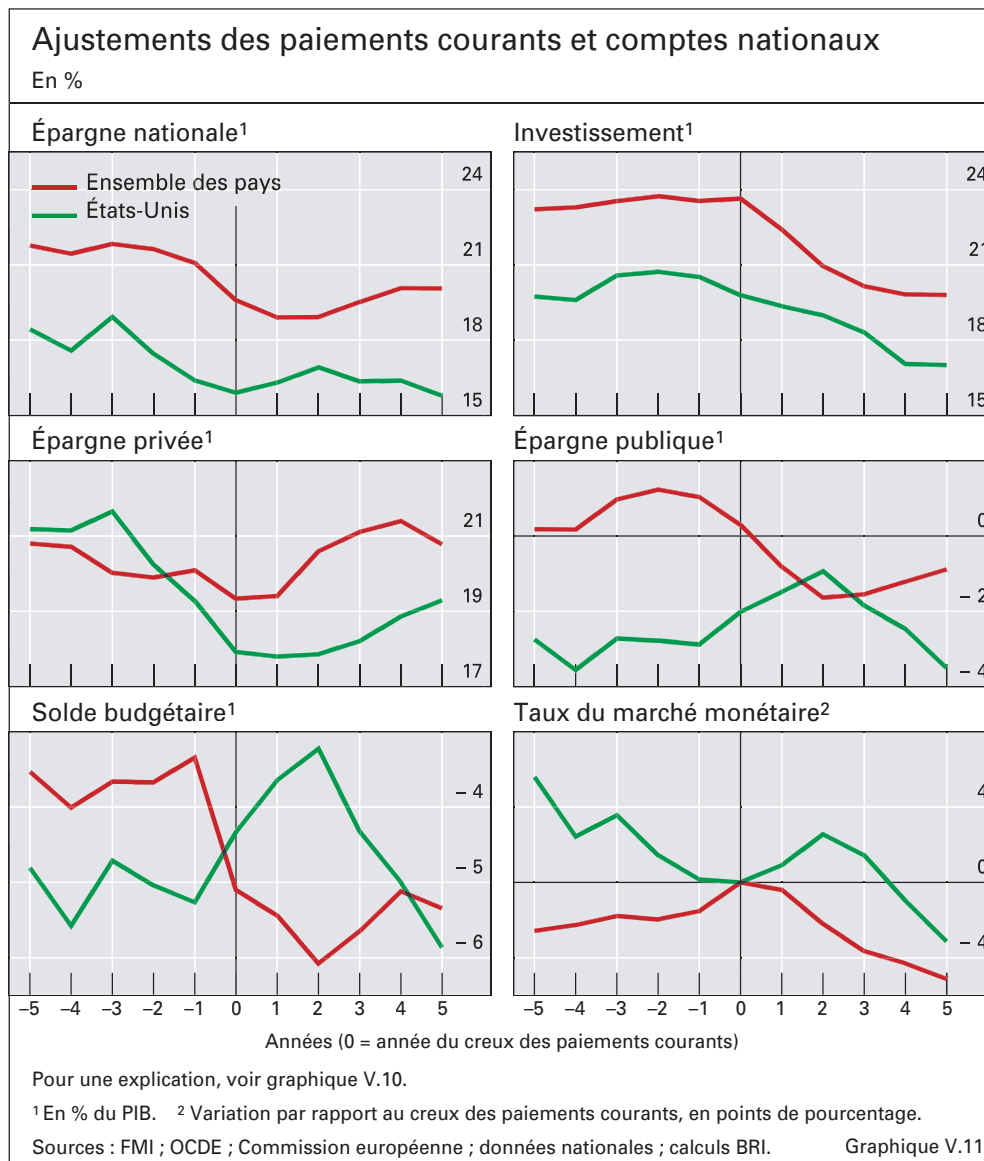


Deuxièmement, le processus d'ajustement visant à corriger un déficit courant s'appuie généralement sur une dépréciation de la monnaie locale et un ralentissement de la croissance. En moyenne, le cours de change effectif réel a baissé d'environ 4 % lors de ces épisodes, suggérant que le rôle du cours réel a été plutôt modeste dans l'ajustement. Toutefois, l'ampleur de la correction de change est très variable et il est arrivé que la monnaie chute fortement. En général, la dépréciation débute deux ans avant que le déficit courant n'atteigne son niveau maximal et se poursuit encore une année. Ce schéma confirme un effet classique de courbe en J, avec une détérioration initiale de la balance commerciale quand la monnaie commence à s'affaiblir, puis une amélioration au bout de trois ans environ.

Des ajustements moins fondés sur une dépréciation ...

Troisièmement, les ajustements des paiements courants s'accompagnent en général d'un ralentissement marqué de la croissance intérieure dans l'année qui précède et celle qui suit le pic du déficit. La croissance du PIB chute en moyenne de 2 points de pourcentage. Très souvent, cette décélération est associée à une baisse de l'investissement, qui commence

... que sur un ralentissement de la croissance



habituellement vers le pic et se poursuit pendant trois ans. L'épargne intérieure évolue globalement en fonction de l'épargne publique, qui diminue en moyenne par rapport au PIB (graphique V.11). Rien n'indique donc que l'équilibre budgétaire s'améliore en même temps que le solde des paiements courants. La trajectoire des taux d'intérêt à court terme commence généralement par être haussière puis s'inverse, suggérant que le ralentissement de la croissance et de l'investissement est lié à un resserrement monétaire.

Deux différences essentielles entre les États-Unis et les autres pays

L'analyse de ces divers épisodes d'ajustement dans les pays industriels est intéressante mais, pour les États-Unis, sa valeur prédictive est peut-être limitée de par la spécificité de ce pays, essentiellement sur deux aspects. Premièrement, il convient de rappeler que le dollar est la principale monnaie de réserve internationale et que, par conséquent, les actifs en dollars occupent une place importante dans les portefeuilles en devises des non-résidents. Deuxièmement, les États-Unis ont bénéficié d'un écart de rendement persistant entre leurs avoirs et engagements internationaux, qui leur permettait encore très récemment d'enregistrer un revenu net positif malgré un endettement international croissant (graphique V.7). De ce fait, le déficit courant pourrait être plus facile à financer aux États-Unis qu'ailleurs et le processus d'ajustement pourrait y être différent.

Ces deux points donnent à penser qu'il serait peut-être judicieux de voir plus précisément comment le déficit courant américain était apparu dans les années 80 et comment il s'est ensuite inversé. Cette analyse sera complétée par une réflexion sur les différences entre la situation actuelle et celle de 1987 et sur leurs effets éventuels sur le processus d'ajustement.

#### *Inversion du déficit courant américain en 1987*

Le cas des États-Unis dans les années 80

La balance américaine des paiements courants a commencé à être déficitaire en 1983. En 1987, le déficit atteignait 3,5 % du PIB et résultait essentiellement de l'expansion rapide de la demande intérieure stimulée, entre autres, par un déficit budgétaire croissant et une hausse substantielle du dollar : son ascension a été supérieure à 50 % en termes effectifs nominaux entre 1980 et 1985 (graphique V.1) et s'est appuyée sur une conjoncture et des perspectives plus favorables aux États-Unis qu'au Japon et en Allemagne. Un tel contexte a donné lieu à des anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis et de stabilité, voire d'assouplissement, des politiques monétaires japonaise et allemande. De plus, la progression de l'investissement étranger aux États-Unis a contribué à stimuler le dollar et à creuser le déficit extérieur.

Malgré deux similitudes avec d'autres cas ...

Globalement, le mécanisme qui a résorbé le déficit courant aux États-Unis entre 1987 et 1991 s'apparente, à deux égards, à ceux qui ont opéré ailleurs dans des circonstances analogues (graphique V.10). Le premier point commun est que la baisse du déficit américain a commencé quand le ratio solde courant/PIB s'est approché du seuil réputé critique. Deuxièmement, le retournement s'est accompagné d'une dépréciation de la monnaie et d'un ralentissement de la croissance.

Il existe toutefois des différences notables entre le renversement du déficit américain en 1987 et les autres épisodes. La plus importante tient au

dosage des mécanismes d'ajustement. Aux États-Unis, la correction a surtout affecté le dollar, qui s'est beaucoup plus déprécié que la plupart des monnaies des pays se trouvant dans le même cas. De 1985 à 1987, il a cédé 35 % en valeur nominale et 27 % en termes effectifs réels. Les principales monnaies concernées par cet ajustement ont été le yen, qui s'est apprécié de 65 % face au dollar dans un contexte de croissance très vigoureuse de l'économie japonaise (tableau V.3), et le mark allemand, qui a pratiquement gagné 60 % : sans égaler celle du Japon, la croissance de l'Allemagne a toujours été supérieure à celle des États-Unis entre 1988 et 1990.

... les mécanismes d'ajustement ont été différents

Trois facteurs ont contribué à la dépréciation marquée du dollar. Tout d'abord, sa hausse exceptionnelle dans la première moitié des années 80 avait conduit à une surévaluation, laissant ainsi une marge de correction importante. Deuxièmement, l'ajustement a été amplifié par des interventions coordonnées des banques centrales au début de 1985 et par l'accord du Plaza de septembre 1985 montrant l'opportunité d'une nouvelle appréciation concertée des autres grandes monnaies vis-à-vis du dollar. Dans cette optique, les pays du G 5 s'étaient également déclarés disposés à coopérer plus étroitement. Troisièmement, le krach boursier d'octobre 1987 et l'assouplissement de la politique monétaire américaine qui a suivi ont contribué à affaiblir encore le dollar EU.

Forte correction du dollar résultant de trois facteurs

Par ailleurs, la comparaison avec les autres cas considérés montre que la croissance aux États-Unis a joué un rôle moins important en 1987 au début du processus d'ajustement. Après un recul marqué courant 1985, la progression du PIB américain est restée relativement constante les années suivantes. Elle est toutefois descendue de 3,5 % en 1989 à -0,5 % en 1991, à mesure que le déficit courant diminuait. Ce schéma d'ajustement se démarque des autres, en ce sens que le retournement coïncide généralement avec une baisse de la production intérieure.

Rôle plus mineur de la croissance dans le processus d'ajustement

Croissance, dépréciation de change et solde commercial des États-Unis								
	Taux de croissance			Cours de change <sup>1</sup>			Solde commercial EU par pays <sup>2</sup>	
	1985-87 <sup>3</sup>	1988-90 <sup>3</sup>	2002	1985-87	1988-90	Mars 2003 <sup>4</sup>	1987	2002
Chine	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Zone euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Allemagne	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japon	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asie <sup>5</sup>	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canada	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Pays OPEP	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabie Saoudite	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Royaume-Uni	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
États-Unis	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Variation cumulée, en % ; une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar. <sup>2</sup> En %. <sup>3</sup> Taux annuel ; moyennes pour les périodes indiquées. <sup>4</sup> Par rapport à janvier 2002. <sup>5</sup> Corée, Hong-Kong RASS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande : moyenne simple.

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales.

Tableau V.3

Ratio PEGN/PIB  
différent

Une seconde différence importante entre le scénario américain de 1987 et les autres épisodes d'inversion du solde courant concerne le ratio PEGN/PIB. Aux États-Unis, il est resté nettement plus faible qu'ailleurs en valeur absolue, alors que le dollar baissait pourtant fortement.

#### *Situation actuelle des États-Unis*

Trois différences  
avec la situation  
de 1987

Globalement, les différences entre la situation actuelle et l'épisode des années 80 suggèrent que les implications d'une correction des paiements courants pour la croissance aux États-Unis pourraient être plus importantes, et celles sur le dollar moins, que précédemment. Néanmoins, il est difficile d'aboutir à des conclusions claires car presque tous les raisonnements peuvent aller dans un sens ou dans un autre.

Rôle de l'épargne  
privée ...

L'une des différences fondamentales avec le début des années 80 est que le déficit courant actuel semble lié davantage à l'insuffisance de l'épargne privée (notamment des ménages) plutôt que de l'épargne publique (chapitre II). Si cette situation est jugée « insoutenable », son retournement peut très facilement freiner la croissance réelle tout en corrigeant le déséquilibre des paiements courants. Ce scénario dépendrait toutefois de l'impulsion initiale : si elle vient du côté des débiteurs, c'est-à-dire des ménages américains décidés à accroître leur taux d'épargne, la dépense faiblira et les taux d'intérêt s'orienteront à la baisse. Inversement, si l'impulsion est donnée par les créanciers, de moins en moins disposés à financer le déficit courant, ce sera le dollar qui baissera en premier et, peut-être, plus fortement. En toute hypothèse, comme la surévaluation initiale est moins importante, la chute du dollar serait sans doute moins significative que dans les années 80.

C'est en fonction du niveau de richesse global, associé aujourd'hui en premier lieu à leur perception du potentiel de croissance, que débiteurs et créanciers jugeront du caractère soutenable ou non du niveau de l'épargne américaine. Cette perception se fondera d'ailleurs sur les anticipations de gains de productivité. À l'heure actuelle, l'expansion de la productivité et le potentiel de l'économie américaine semblent plus élevés que dans les années 80, ce qui devrait être bénéfique à la croissance et au dollar. S'agissant de l'épargne intérieure, un accroissement de la richesse devrait permettre de mieux s'accommoder des faibles taux actuels et de soutenir ainsi la demande intérieure. Cependant, il n'est pas certain que la croissance potentielle puisse atteindre un rythme suffisant pour se contenter longtemps d'un taux d'épargne privée aussi bas. Les investisseurs non résidents ont déjà commencé à exprimer leurs préoccupations au sujet du futur rendement attendu des actifs en dollars et des risques correspondants.

La viabilité des scénarios d'épargne intérieure dépendra également de la façon dont les ponctions sur l'expansion future des bénéficiaires seront réparties entre secteur domestique et secteur extérieur. Les engagements au titre du service de la dette extérieure sont en forte hausse depuis le milieu des années 80 et paraissent devoir encore augmenter. Actuellement, comme une part croissante du stock de capital américain est détenue par les non-résidents, il faudrait, pour reconstituer la richesse nationale, que la propension des résidents à épargner augmente.

Déficit courant EU et corrélation de la monnaie avec le dollar EU		
	Solde commercial EU par pays <sup>1</sup>	Sensibilité du cours de change <sup>2</sup>
Chine	23,7	0,00
Zone euro	18,9	–
Japon	16,1	.
Asie	11,6	0,17
Corée	3,0	0,34
Hong-Kong RASS	–0,8	0,00
Inde	1,8	0,01
Indonésie	1,6	0,14
Malaysia	3,1	0,00
Philippines	0,9	0,09
Singapour	–0,3	0,31
Thaïlande	2,3	0,30
Canada	11,4	0,14
Mexique	8,5	–0,24
Pays OPEP	7,9	.
Arabie Saoudite	1,9	0,00
Royaume-Uni	1,8	0,30

<sup>1</sup> 2002, en %. <sup>2</sup> Coefficient d'une fonction de régression des variations monnaie locale/dollar par rapport à une constante et au cours yen/dollar, de janvier 2002 à mai 2003. Un coefficient proche de zéro (un) indique que la monnaie de ce pays suit étroitement le dollar (yen).

Sources : FMI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.4

La deuxième différence entre la conjoncture actuelle et celle des années 80 réside dans la situation économique des autres grands pays. L'Europe et le Japon n'affichent plus la croissance vigoureuse qui, à la fin des années 80, leur avait permis d'absorber assez facilement la réduction du déficit courant des États-Unis. Aujourd'hui, toute correction impliquerait un ajustement plus sensible du côté américain. De surcroît, près de la moitié de l'actuel déficit courant se concentre sur des pays dont la monnaie suit étroitement le cours du dollar (tableau V.4). Il en résulte que les monnaies qui flottent plus librement (en particulier le yen et l'euro) pourraient être soumises à d'importantes tensions. Comme, en outre, les investisseurs européens et japonais détiennent d'énormes quantités d'actifs en dollars aux États-Unis, ils ne seraient pas à l'abri d'effets de patrimoine négatifs en cas de forte dépréciation du dollar. Cela pourrait également ralentir la croissance et rendre le problème d'absorption encore plus délicat.

Naturellement, tout serait facilité si davantage de pays acceptaient de laisser leur monnaie s'apprécier dans le sillage de la baisse du dollar. Des politiques visant à stimuler la demande hors des États-Unis seraient, en outre, particulièrement utiles en favorisant l'absorption et en atténuant les effets d'une telle hausse du change. Dans un contexte plus désinflationniste que celui des années 80, les créanciers devraient en tout cas supporter une plus grosse part de l'ajustement. Enfin, si les expositions brutes en dollars EU des non-résidents étaient couvertes de diverses manières, le problème posé aux créanciers par l'appréciation des monnaies s'en trouverait atténué.

... de la  
conjoncture  
économique dans  
les autres grandes  
économies ...



... et de l'euro  
comme monnaie  
de réserve

Troisième différence avec la décennie 80, le dollar n'est plus la seule monnaie de réserve. La grande liquidité des marchés financiers permet aujourd'hui de détenir des réserves en euros. Cela étant, il faudra peut-être attendre longtemps pour que l'euro soit totalement validé comme instrument de réserve, sachant que les préférences sont bien ancrées et que le dollar demeure l'unité de compte du commerce international.

En résumé, il y a lieu de croire que les probabilités d'une baisse de la croissance aux États-Unis ainsi que du dollar sont plus élevées aujourd'hui que dans les années 80. Certains aspects apparaissent aussi plus positifs cependant, en particulier la possibilité de gains de productivité sensiblement plus rapides qu'ailleurs. En raison des surcapacités substantielles dans le secteur américain exposé à la concurrence internationale, une variation de change, même assez modeste, pourrait entraîner un important transfert de ressources.

## VI. Marchés financiers

### Faits marquants

L'année 2002 a été essentiellement marquée par une nouvelle détérioration de la confiance des investisseurs. Sur des marchés déjà mis à mal par la découverte d'irrégularités dans les comptes des entreprises et portés à un certain pessimisme au sujet de la reprise économique, l'événement le plus retentissant d'une série de révélations déconcertantes a été la révision des états financiers de WorldCom, géant américain des télécommunications. En faisant monter les primes de risque sur actions, ces coups portés à la confiance ont non seulement contribué à la poursuite, une troisième année, de la morosité générale, mais ont infligé des pertes plus lourdes que lors des deux précédentes. Les investisseurs ont effacé cependant une partie de leurs pertes, les marchés des actions s'étant redressés au printemps 2003.

Le marché des obligations d'entreprises a été touché, lui aussi, pendant quelque temps par cette crise de confiance. Mi-2002, les marges de crédit atteignaient des niveaux jamais observés depuis plus de dix ans. Dans un tel contexte défavorable, la demande de fonds des entreprises a chuté au deuxième semestre. Le volume d'émission a souffert, en outre, des efforts d'assainissement des bilans, après les excès accumulés durant le boum des actions. Ces initiatives ont permis de rétablir la confiance auprès d'investisseurs recherchant alors des placements mieux rémunérés que les titres d'État. En conséquence, le marché des obligations d'entreprises a amorcé, fin 2002, un net redressement qui se prolongeait au premier semestre 2003.

La volatilité sur les principaux marchés a gagné les économies émergentes. Si le contexte politique intérieur a aussi focalisé l'attention, les changements d'attitude des investisseurs mondiaux à l'égard du risque ont parfois semblé prendre le dessus. Les pays lourdement endettés ont dû renoncer à émettre des titres de dette internationaux mi-2002, les mieux notés eux-mêmes se voyant imposer des primes plus élevées. La désaffection pour les actifs de qualité inférieure s'est notablement atténuée début 2003, en raison de la recherche de meilleurs rendements. Les conditions d'emprunt sont restées néanmoins sensibles aux difficultés rencontrées dans la mise en œuvre des politiques annoncées.

Les marchés immobiliers ont paru préservés de ces développements mondiaux. Trois ans après le pic des cours des actions, les prix dans ce secteur ont généralement fait preuve d'une fermeté surprenante, alors qu'ils avaient tendance auparavant à suivre le repli des actions avec un décalage de deux ans environ. Lors de ces épisodes antérieurs, cependant, les autorités monétaires avaient souvent relevé les taux d'intérêt pour enrayer l'inflation.

Plus récemment, en revanche, l'inflation étant devenue moins préoccupante, les banques centrales ont nettement abaissé leurs taux directeurs, soutenant ainsi les prix immobiliers.

## Courbes des rendements et situation macroéconomique

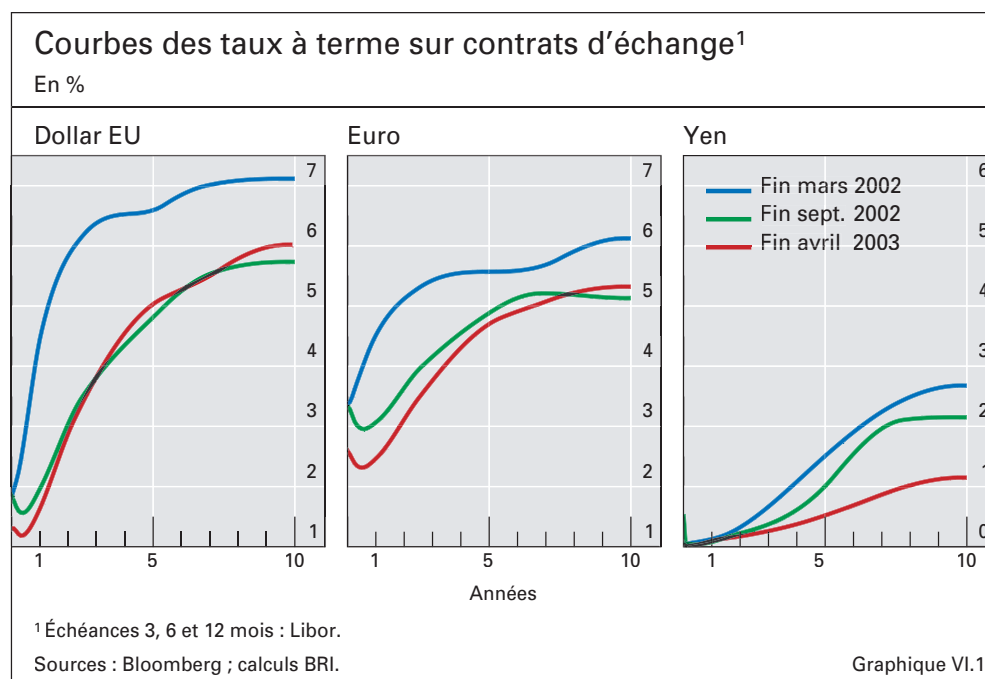
Les investisseurs sur l'obligataire s'intéressent généralement davantage aux indicateurs macroéconomiques que sur les marchés des actions. À chaque annonce importante, ils revoient leur opinion, non seulement sur la situation économique mondiale, mais aussi sur les réactions possibles des banques centrales. Puisqu'ils passent de l'optimisme au pessimisme au gré de données fondamentales difficiles à interpréter, la tendance du marché peut exercer une influence autonome sur l'économie. Ces perceptions changeantes se manifestent surtout au niveau des rendements et des courbes à terme sur les marchés des contrats d'échange, considérés de plus en plus comme la référence pour les taux d'intérêt dans les grandes économies.

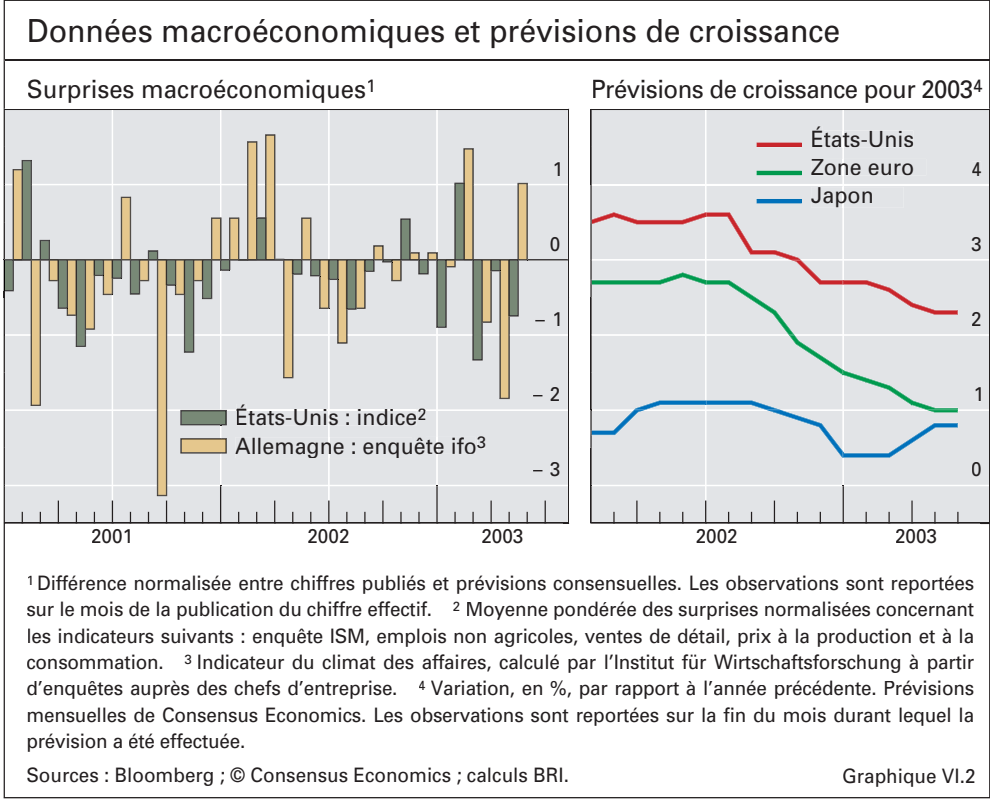
Les courbes des contrats d'échange reflètent le sentiment sur l'économie

### Modifications du sentiment des investisseurs

Durant la période considérée, l'évolution des marchés obligataires a reflété les révisions en baisse sensibles des anticipations de croissance économique. Tout au long de 2001 et début 2002, les courbes des taux à terme sur contrats d'échange s'étaient accentuées, traduisant un certain optimisme quant à l'imminence d'une reprise mondiale. En avril 2002, cependant, leur pente a commencé à s'infléchir sur les marchés du dollar EU et de l'euro, marquant ainsi un retournement du sentiment ; la tendance s'est confirmée les six mois suivants (graphique VI.1), en raison de la disparition progressive de l'optimisme sur les perspectives économiques mondiales. Survenant à un moment où l'économie se reprenait, ce revirement a surpris. Entre octobre

Érosion de l'optimisme durant la première moitié de la période





2002 et février 2003, les courbes des marchés américains et européens se sont maintenues dans une fourchette étroite. Au Japon, en revanche, la courbe des taux à terme sur contrats d'échange s'est nettement aplatie, notamment parce que les retards dans la mise en œuvre des réformes financières semblaient réduire les chances d'une reprise à court terme. En mars, la chute des prix pétroliers liée au déclenchement de la guerre en Irak a paru ramener un semblant de confiance sur l'obligataire, de sorte que les courbes à terme se sont accentuées.

Cette évolution illustre le caractère versatile du sentiment des investisseurs, même sur un marché aussi dépendant des statistiques. Aux États-Unis, le résultat décevant des chiffres des biens de consommation durables publié le 24 avril 2002 paraît à l'origine du revirement. Cet indicateur ne représente pas d'ordinaire une annonce clé mais, à l'époque, les investisseurs attendaient des signes d'un redémarrage de l'investissement des entreprises qu'ils jugeaient essentiel à une reprise économique. Dans leurs réactions aux annonces macroéconomiques qui ont suivi, les intervenants ont semblé accorder moins d'importance aux surprises positives qu'aux négatives. Sur les marchés de l'euro, les investisseurs ont eu tendance à se guider sur les indicateurs publiés aux États-Unis pratiquement d'aussi près que leurs homologues américains. Cependant, la grève déclenchée début mai par le syndicat allemand IG Metal a manifestement pesé, elle aussi, sur le sentiment des marchés européens. En juin et juillet, les données les plus surveillées confirmaient le ralentissement économique mondial. C'est alors seulement que les économistes ont commencé à réviser en baisse leurs projections de croissance (graphique VI.2). Les investisseurs avaient, pour la plupart,

Un seul indicateur semble à l'origine du revirement

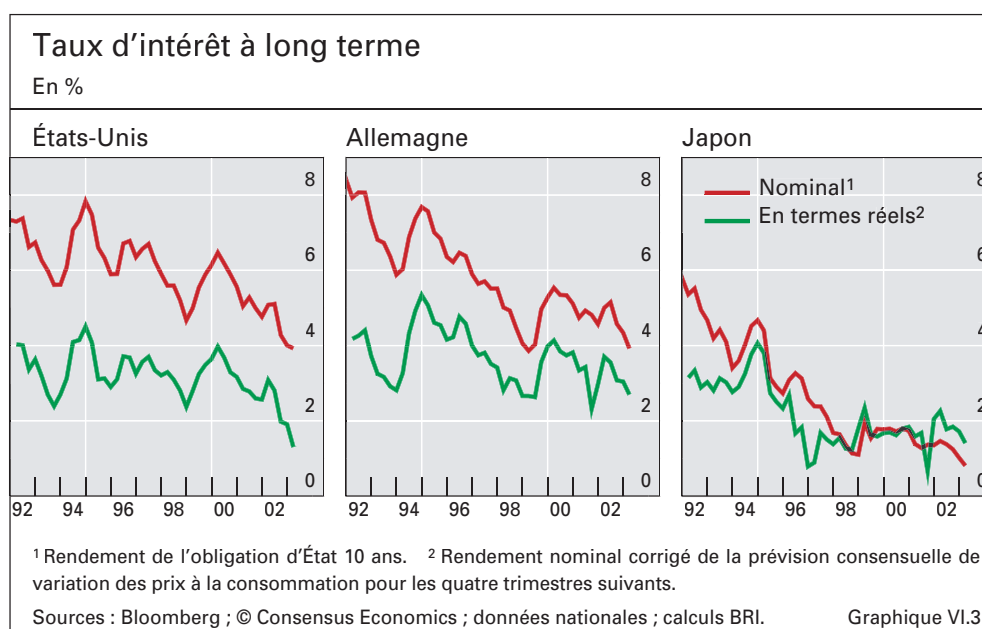
reconsidéré leurs anticipations dès septembre 2002, mais les prévisions pour les États-Unis et l'Europe n'ont cessé d'être corrigées jusqu'en mars 2003.

Les réactions des autorités monétaires ont fortement influencé également les anticipations des investisseurs. Les grandes banques centrales avaient nettement réduit leurs taux directeurs en 2001 (chapitre IV), et l'impression que l'effet stimulant de cette mesure serait suffisant avait été apparemment la principale cause de l'optimisme des investisseurs. Comme l'illustrent les pentes relativement accentuées des courbes à terme dans le compartiment court, les opérateurs anticipaient, dès le début de 2002, les premiers relèvements de taux dans l'année. Au fur et à mesure que l'optimisme se dissipait, cependant, ces segments de courbe s'aplatissaient, traduisant des attentes accrues d'un nouvel assouplissement monétaire. La Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre ont toutefois attendu respectivement novembre, décembre et janvier pour abaisser leurs taux. La réduction d'une ampleur surprenante opérée par la banque centrale américaine a constitué un signal particulièrement fort indiquant que l'institution était prête à agir de nouveau pour atteindre ses objectifs, malgré un taux cible déjà fixé à 1,75 %.

La Fed a envoyé un signal fort en novembre

#### Préoccupations concernant la faiblesse des rendements

La chute des rendements obligataires à des niveaux historiquement bas a suscité un sentiment inhabituel chez les investisseurs. Lorsque les rendements à long terme ont touché un creux de quarante ans, début octobre, la perspective d'une bulle du marché obligataire a commencé à susciter des préoccupations. À l'époque, le rendement du titre du Trésor EU 10 ans s'inscrivait à 3,56 % et celui du titre correspondant au Japon était encore inférieur (graphique VI.3). Pourtant, par rapport au compartiment court, ancré sur les taux directeurs, les rendements à long terme n'étaient pas déraisonnables, en ce sens qu'ils semblaient incorporer des hausses probables



des taux courts. La courbe à terme implicite des rendements américains, par exemple, correspondait au schéma d'une augmentation des taux courts de quelque 100 points de base sur deux ans. En octobre, cependant, des ventes d'investisseurs nerveux ont contribué à une poussée des rendements, sans lien avec les données macroéconomiques fondamentales.

Fait sans précédent, la faiblesse des rendements a aussi incité des investisseurs habituellement prudents à se tourner vers les obligations à risque en vue d'obtenir des placements plus rémunérateurs. Les titres d'État et d'agences paragonnementales très bien notés avaient procuré à ces investisseurs, grâce à la détente monétaire, des plus-values exceptionnelles. Cependant, comme les rendements étaient tombés si bas, tant en termes nominaux que réels, il leur semblait peu probable de réaliser de nouveaux gains dans ce domaine. C'est surtout vers la fin de la période analysée que ces conditions ont rendu attrayants les titres à haut risque et à meilleur rendement. Les sections suivantes montrent que ce goût accru pour le risque a permis aux entreprises de même qu'aux emprunteurs des économies émergentes de bénéficier de conditions plus favorables pour mobiliser des capitaux.

En amplifiant le recul des taux longs, le pessimisme sur les marchés à revenu fixe peut même avoir contribué à la croissance en 2002. Cette incidence s'est exercée, d'une part, à travers une recherche de meilleurs rendements en faveur des entreprises et des emprunteurs des économies émergentes et, d'autre part, par le biais des répercussions des taux d'intérêt sur les prix immobiliers, comme l'indique la fin du chapitre.

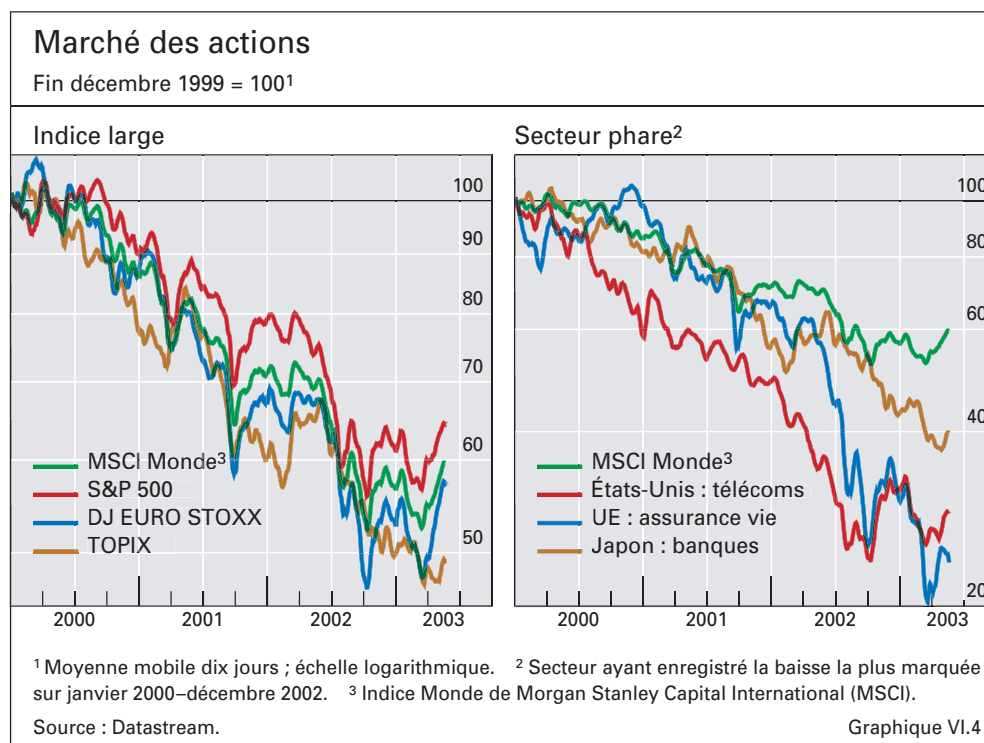
La faiblesse des taux d'intérêt a entraîné une recherche de rendement généralisée

## Marchés des actions

Durant la période analysée, les investisseurs en actions ont dû encore composer avec les séquelles des excès de la décennie précédente. Leur réexamen de la situation semble avoir été moins guidé par les annonces de résultats des sociétés que par des faits qui ont ébranlé la confiance dans les perspectives de l'ensemble du secteur des entreprises, en mettant en cause, en particulier, la fiabilité de l'information financière. Jamais, ces dernières années, l'intégrité des procédures comptables et de notification n'avait suscité de telles interrogations. D'autres développements ont alimenté les incertitudes concernant la situation fondamentale de l'économie. La crise de confiance qui en est résultée à l'échelle mondiale a revêtu un caractère exceptionnel et s'est traduite par une vive augmentation des primes de risque sur actions et un effondrement simultané des cours.

Une crise de confiance mondiale d'un caractère exceptionnel

Pour la troisième année consécutive, le recul des cours des actions a infligé de lourdes pertes aux investisseurs. Entre avril 2002 et mars 2003, l'indice MSCI Monde s'est contracté de 23 %, après avoir déjà chuté de 31 % sur les deux années précédentes (graphique VI.4). Depuis mars 2000, la capitalisation boursière mondiale a été amputée de quelque \$13 000 milliards. Sur ces trois années, l'indice S&P 500 a abandonné 45 %, de sorte que le patrimoine des actionnaires s'est amenuisé d'un montant équivalant à la moitié du PNB américain en 2000. Les cours des actions européennes et



japonaises se sont encore repliés davantage, le Dow Jones EURO STOXX cédant 52 % et le TOPIX 50 %. Toutefois, l’anticipation d’une guerre de courte durée en Irak a relancé les cours sur les marchés mondiaux en mars 2003, le mouvement étant prolongé en avril et mai par la publication de résultats d’entreprises favorables, permettant aux investisseurs d’effacer une partie de leurs pertes.

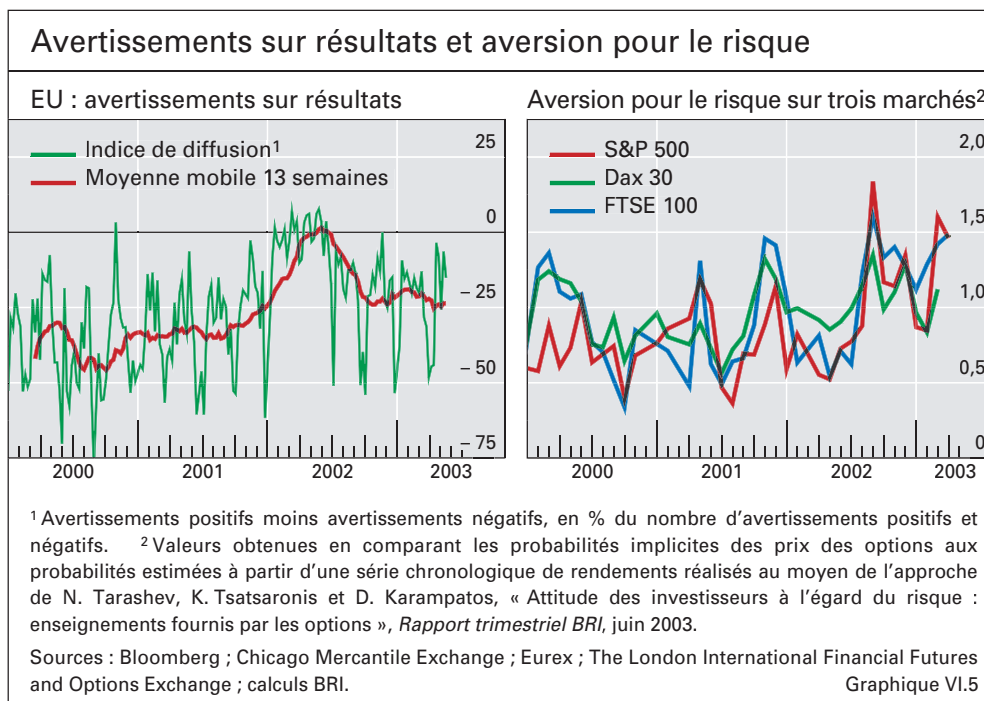
#### *Information et aversion pour le risque*

Une analyse de l’histoire financière révèle que les cours des actions sont généralement fonction du changement d’attitude des investisseurs à l’égard du risque. Cette tendance vaut particulièrement pour la période considérée, puisque les opérateurs ont davantage réagi à des événements qui attisent l’aversion pour le risque qu’aux informations sur les résultats des entreprises. Fin mai 2002, les cours mondiaux des actions sont repartis en baisse, alors même que les indicateurs de bénéfices les plus surveillés laissaient présager une amélioration (graphique VI.5, cadre de gauche). Ce schéma s’explique par le fait qu’à ce moment-là l’aversion pour le risque, implicite dans les prix des options sur indice boursier (graphique VI.5, cadre de droite), s’amplifiait à nouveau. En général, comme le montre la comparaison des graphiques VI.4 et VI.5, les périodes de chute des cours correspondent à des pics dans cette mesure de l’aversion pour le risque.

La période considérée a été particulièrement riche à cet égard. Juste au moment où les intervenants semblaient se remettre des révélations liées à la faillite d’Enron en décembre 2001, une série de chocs a de nouveau ébranlé leur confiance. Fin mai et début juin 2002, des mises en garde contre la menace d’autres attentats et la montée des tensions politiques entre l’Inde et le Pakistan provoquaient un repli des cours. L’élément déterminant a toutefois

Chute des cours  
alors même que les  
profits paraissent  
s’améliorer





été la révision, à hauteur de \$3,8 milliards, des états financiers de WorldCom, géant américain des télécommunications, le 25 juin 2002. Si la réaction immédiate du marché n'a pas été très spectaculaire, elle a semblé conditionner les réactions aux nouvelles ultérieures. En l'espace de quelques jours, le fabricant américain de photocopieurs Xerox révisait, lui aussi, ses rapports financiers, tandis qu'un journal français accusait la firme de médias Vivendi Universal d'avoir gonflé ses bénéfices. Ces développements ont alors déclenché, sur les marchés mondiaux des actions, la baisse généralisée la plus prononcée sur deux mois depuis septembre 2001. Entre le 21 mai et le 23 juillet 2002, l'indice MSCI Monde perdait 26 %, revenant à son niveau de 1997. À la mi-janvier 2003, le conflit avec l'Irak a également commencé à se faire lourdement sentir, le marché américain abandonnant 12 % de sa valeur et son homologue européen 14 % les cinq semaines suivantes.

Le fait marquant a été la révision des états financiers de WorldCom

#### *Assureurs et banques*

Sur les marchés européens, les investisseurs ont surtout été affectés par les pertes subies par les compagnies d'assurances, qui semblent d'ailleurs être la principale raison pour laquelle les indices larges ont davantage fléchi en Europe qu'aux États-Unis. À l'inverse de leurs homologues américains, les assureurs européens avaient fait la part belle aux placements en actions, en jouant sur l'effet de levier. Cela explique que le tassement général du marché durant la période s'est trouvé amplifié dans leur cas. En outre, comme les pertes sur leur portefeuille d'actions s'alourdissaient, des dispositions prudentielles de la profession les ont souvent contraints à vendre. Les incertitudes concernant l'ampleur et le moment de ces désengagements ont plutôt accéléré les baisses des cours sur l'ensemble du marché. Ces transactions, purement motivées par le besoin de liquidités, et non par des données financières, ont engendré des réactions de cours d'autant plus

Des courants vendeurs incertains entraînent des chutes des cours disproportionnées

disproportionnées que l'ampleur du courant vendeur était imprévisible. Ce phénomène s'apparente à ce qui s'est passé, en octobre 1987, lors de l'effondrement des marchés des actions, ainsi qu'en 1998, avec l'épisode du fonds spéculatif Long-Term Capital Management sur l'obligataire.

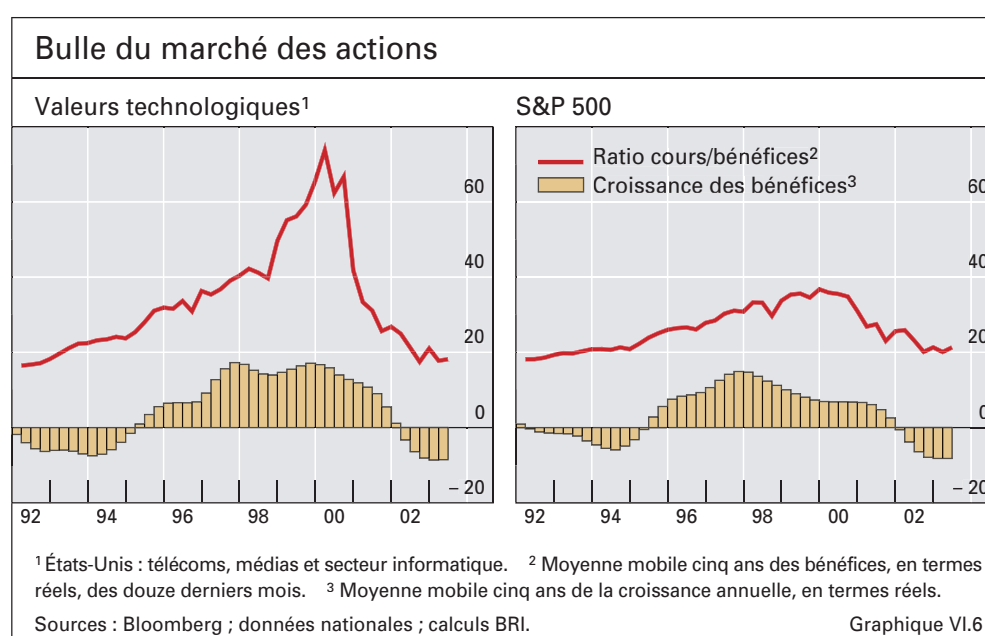
Sur la Bourse de Tokyo, la confiance a été sapée par les modifications des anticipations au sujet des réformes financières attendues depuis longtemps. La période la plus marquante concerne septembre et octobre 2002, où les investisseurs hésitaient entre deux scénarios possibles, aux effets très différents sur les cours des actions. Dans celui qui avait leur préférence, le gouvernement apportait des fonds aux banques en mauvaise posture en leur rachetant des actions détenues en portefeuille. Le second, plus extrême, se traduisait par des injections forcées de capitaux qui aboutissaient à une mainmise de l'État sur la gestion des banques. Le 18 septembre, lorsque la Banque du Japon a annoncé son plan de rachat d'actions de sociétés, c'est le premier scénario qui a semblé le plus plausible ; le Nikkei 225 a fait un bond de 2 % ce jour-là. Le 30 septembre, date à laquelle un partisan de réformes radicales a été nommé ministre des Services financiers, c'est le second scénario qui a pris le dessus dans les anticipations ; le Nikkei 225 a alors perdu 11 % en dix jours.

La Banque du Japon annonce un plan de rachat d'actions

### Évaluations et lent dégonflement de la bulle

La poursuite du repli des cours, ces trois dernières années, peut se définir comme le lent dégonflement d'une bulle boursière. La lenteur du processus laisse penser que les investisseurs ne disposaient guère d'informations sur les données économiques fondamentales, qui auraient pu leur permettre d'agir avec plus de détermination. Comme l'analyse précédente l'a montré, la confiance des investisseurs a joué un rôle important dans ces circonstances. Les crises de confiance sont survenues à des moments différents dans des secteurs différents, en réaction souvent à des événements inattendus. Dans

Le manque d'informations a conduit à un lent effondrement



un premier temps, les investisseurs ont subitement douté de la capacité du secteur de haute technologie à maintenir un rythme élevé de progression des bénéfices (graphique VI.6), ce qui a fait chuter leurs cours. Mi-2002, la révision des états financiers de WorldCom a eu un effet similaire mais plus vaste. Comme les investisseurs ont généralement considéré leurs hypothèses secteur par secteur, l'ensemble du marché ne s'est donc pas effondré tout de suite.

Les ratios cours/bénéfices donnent une idée de la durée possible du repli des marchés. Leur redressement généralisé en mars 2003 a porté les évaluations au-delà des normes historiques. Sur la base d'une moyenne mobile sur cinq ans des bénéfices, le ratio pour le S&P 500 atteignait presque 22 en mars, dépassant nettement le chiffre moyen de 17 de la période 1961-95. Comme ce calcul repose sur l'hypothèse d'un retour des bénéfices à leur moyenne sur cinq ans, il surestimerait les évaluations actuelles si les bénéfices venaient à progresser plus fortement dans une économie en sortie de récession. De fait, sur la base des prévisions actuelles des analystes, qui tablent sur un puissant dynamisme des bénéfices, le ratio cours/bénéfices redescendrait à 16. Il s'avère cependant que ce type de prévisions de bénéfices a toujours péché par optimisme.

## Marchés de la dette des entreprises

À l'instar des actions, les obligations d'entreprises, qui avaient particulièrement bien résisté pendant la majeure partie de 2001 et début 2002, ont été touchées à leur tour par la perte de confiance en milieu d'année. Alors que les marges, cependant élevées, s'étaient maintenues dans une fourchette étroite pour les meilleures signatures, en dépit de l'effondrement des marchés des actions, les tensions ont été extrêmes aux États-Unis et en Europe entre fin juin et mi-octobre. Les emprunteurs de moins bonne qualité ont été pratiquement exclus. La marge moyenne pondérée par rapport aux titres du Trésor sur les obligations d'entreprises américaines BBB à 7-10 ans s'est accrue de 130 points de base, pour se situer à un record de 400 points de base environ. En Europe, l'évolution a été similaire (graphique VI.7). Une détérioration si marquée et si rapide ne s'était pas vue depuis la crise financière de 1998 et la marge sur obligations BBB n'avait jamais atteint un tel niveau en cinquante ans. Le redressement qui a suivi s'est avéré tout aussi spectaculaire.

La perte de confiance s'est étendue aux obligations d'entreprises ...

### *Extrêmes tensions pendant l'été*

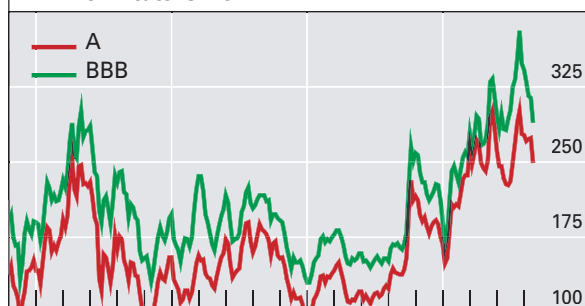
Paradoxalement, la défiance vis-à-vis des obligations d'entreprises s'est manifestée au moment même où la qualité de crédit des sociétés non financières montrait des signes de stabilisation, voire d'amélioration. Les déclassements avaient atteint leur maximum fin 2001, pour diminuer ensuite (graphique VI.8), comme les faillites d'émetteurs notés ; les marges bénéficiaires progressaient légèrement aux États-Unis et au Royaume-Uni, un peu moins dans la zone euro et au Japon (chapitre II) ; enfin, les entreprises commençaient à assainir leur situation (voir ci-après). Les seules données fondamentales ne suffisent donc pas à expliquer l'élargissement des marges mi-2002.

... malgré des signes d'amélioration des données fondamentales

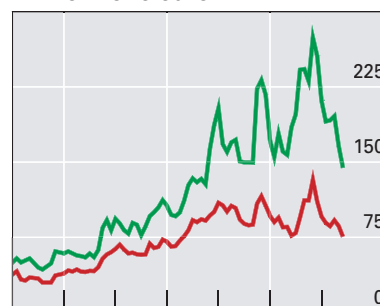
## Obligations d'entreprises : primes et rendements

Moyenne mensuelle, en points de base<sup>1</sup>

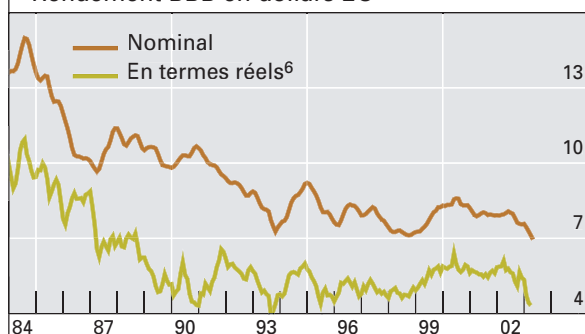
Prime : États-Unis<sup>2, 3</sup>



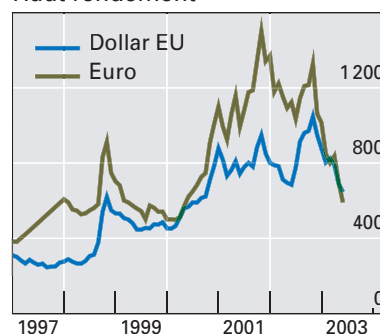
Prime : zone euro<sup>4</sup>



Rendement BBB en dollars EU<sup>2, 5</sup>



Haut rendement<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Sauf cadre inférieur gauche : en %. <sup>2</sup> Sur titres d'entreprises à long terme ; calculs Moody's. <sup>3</sup> Par rapport au titre du Trésor EU 10 ans. <sup>4</sup> Écart entre indices d'obligation d'entreprise et obligation d'État, après ajustement pour clauses optionnelles ; calculs Merrill Lynch. <sup>5</sup> Moyenne mobile trois mois. <sup>6</sup> Rendement nominal corrigé de la prévision consensuelle de variation des prix à la consommation pour les quatre trimestres suivants.

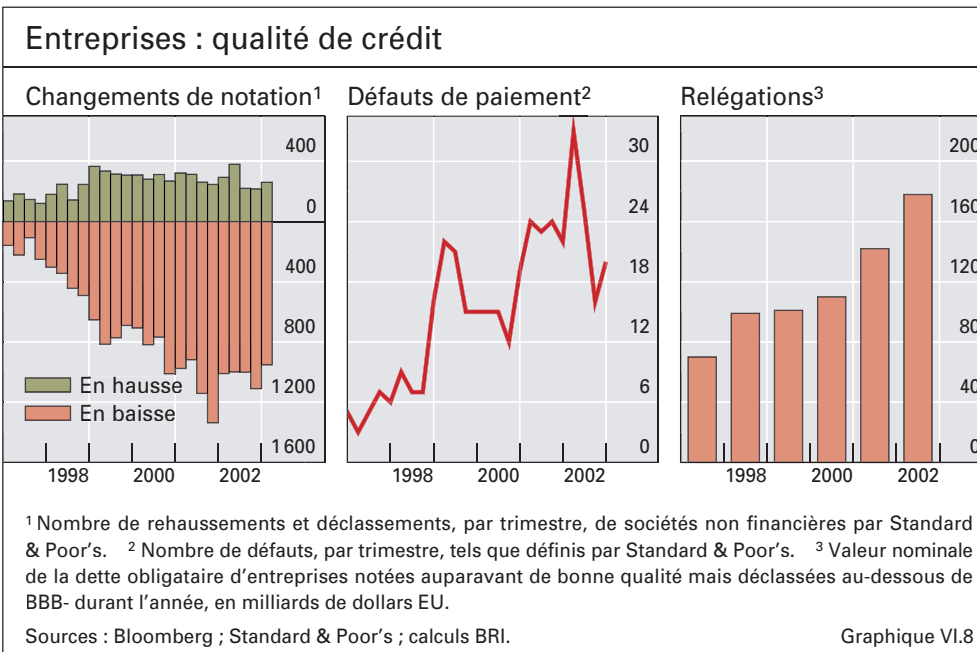
Sources : Bloomberg ; Merrill Lynch ; Moody's ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VI.7

Lien ténu entre marges de crédit et probabilités de défaut

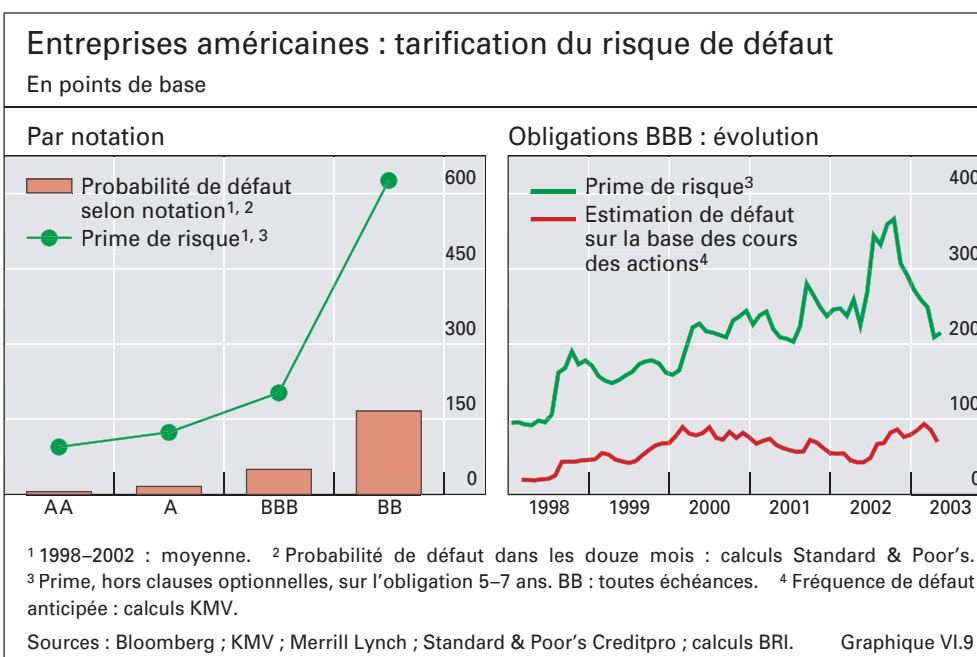
Le lien entre marges de crédit et données fondamentales (en particulier prévisions de pertes sur défaut) est toujours plutôt ténu. En général, les marges sont bien supérieures à la valeur implicite dans les anticipations de pertes sur défaut (graphique VI.9). Observées à basse fréquence, par exemple annuelle, elles ont tendance à varier dans le même sens que les probabilités sous-jacentes de défaut ; à plus haute fréquence, toutefois, elles sont beaucoup plus instables que ces probabilités, que celles-ci soient estimées par rapport aux notations, qui ne sont pas volatiles, ou aux cours des actions, qui le sont. De surcroît, elles évoluent de façon beaucoup plus homogène, pour l'ensemble des entreprises, que les probabilités de défaut.

Les inflexions de l'attitude des investisseurs face au risque jouent un rôle important dans la variabilité des marges et leur corrélation. Il est évident que les investisseurs exigent une prime de risque bien supérieure aux prévisions de pertes sur défaut, peut-être en contrepartie de la difficulté inhérente à la diversification des risques avec des expositions comportant une légère probabilité de lourdes pertes, puisqu'il y a une incertitude sur le moment où se produira le défaut et sur l'ampleur des pertes dans ce cas. Cette prime peut fluctuer indépendamment des données fondamentales. Par exemple, le goût des investisseurs pour le risque peut évoluer avec le temps. Ou leur aversion effective pour le risque peut être modifiée par une recombinaison des



intervenants. Enfin, les systèmes de gestion du risque pourraient aboutir à des stratégies de négoce impliquant une plus grande aversion pour le risque.

Comme sur les marchés des actions, la prime de risque exigée par les investisseurs sur l'obligataire s'est fortement accrue au milieu de l'année. La réévaluation du risque de crédit a surtout affecté des sociétés « déchuées », telles que WorldCom et l'équipementier français de télécommunications Alcatel, reléguées de bonne qualité à moins de BBB-, ainsi que de gros débiteurs comme Ford et Tyco, conglomérat implanté aux Bermudes, qui ont presque subi le même sort. Pour ces emprunteurs, les marges se sont envolées lorsque les investisseurs se sont tournés vers des titres présentant moins de risques de déclassement.



Les lourdes pertes subies sur les titres d'entreprises déchues ont entraîné une réévaluation du risque

Cette réévaluation du risque s'explique par de lourdes pertes imprévues sur les titres d'entreprises déclassées. Échaudés notamment par le cas WorldCom, les investisseurs ont été réticents à détenir des positions importantes sur des sociétés déchues ou pouvant le devenir : ceux qui, privilégiant les rendements élevés, avaient acheté des obligations WorldCom après leur déclassement à BB en mai, pour enregistrer immédiatement des pertes en juin quand le groupe a publié des comptes révisés, ont hésité à acquérir des titres de sociétés en situation semblable ; pour leur part, les investisseurs institutionnels, que leur mandat n'autorise souvent qu'à détenir de bonnes signatures, s'en sont défaits.

Par un simple effet de volume, les obligations déclassées en 2002 ont accentué le déséquilibre entre offre et demande de titres de qualité inférieure. Plusieurs sociétés déchues ou menacées de l'être comptaient en fait parmi les plus gros emprunteurs sur le marché des obligations d'entreprises aux États-Unis et en Europe. À elle seule, la dette de WorldCom s'élevait à \$30 milliards. Au total, près de \$180 milliards d'obligations notées de bonne qualité ont été reléguées en titres à haut rendement ou en situation de défaut en 2002, soit un quart des obligations à caractère spéculatif en circulation à la fin de l'année (graphique VI.8).

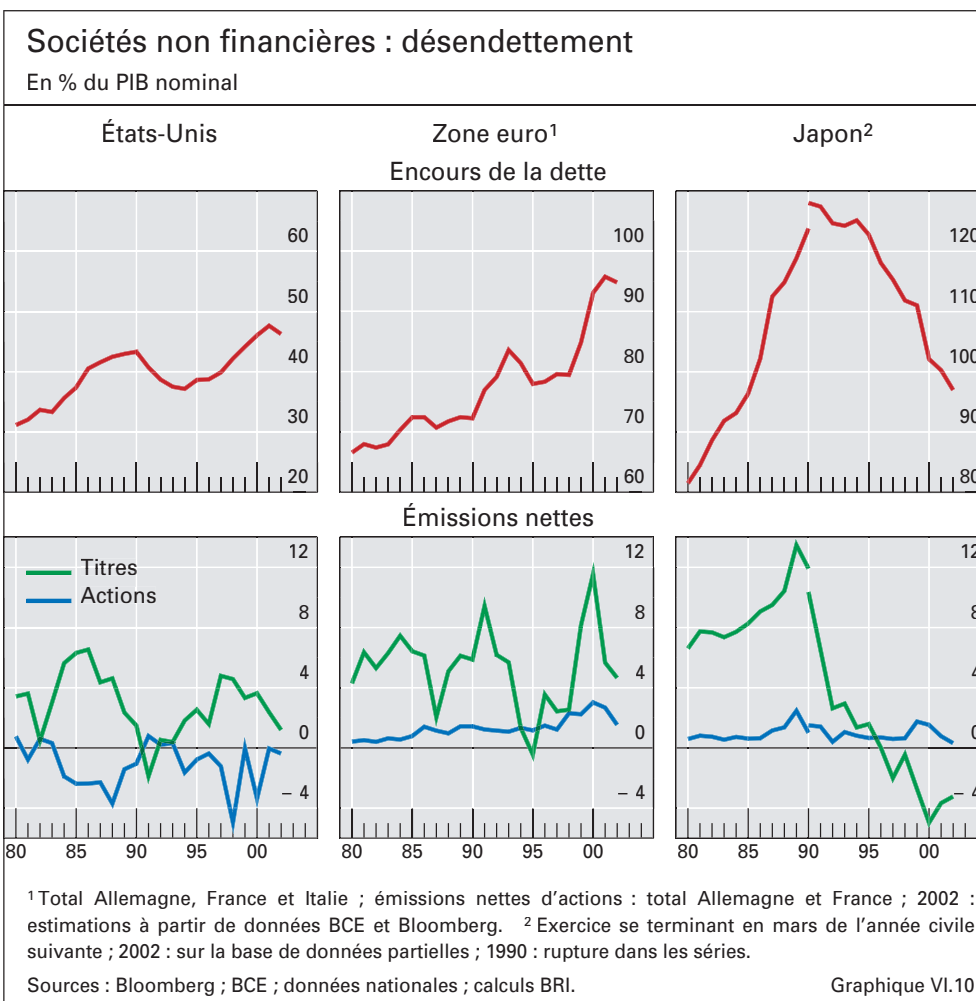
Vers le milieu de 2002, l'inquiétude suscitée par la sous-capitalisation des fonds de pension est venue accroître les tensions. La chute des places boursières amorcée en 2000 a, en effet, infligé de lourdes pertes aux régimes de retraite à prestations déterminées dont les portefeuilles comportaient une large proportion d'actions (chapitre VII). En octobre 2002, Standard & Poor's déclassait la note de plusieurs sociétés américaines, en partie à cause de l'ampleur du déficit de capitalisation de leurs fonds de pension, puis en faisait autant début 2003, au même motif, pour quelques sociétés européennes.

#### *Les entreprises commencent à assainir leur situation financière*

Dès mi-octobre 2002, les conditions de crédit ont commencé à s'améliorer dans l'ensemble. Même lorsque les cours des actions ont chuté pendant les premiers mois de 2003, les cotations des différentes catégories d'obligations ont poursuivi leur redressement. Les marges sur obligations d'entreprises américaines BBB ont perdu d'abord 130 points de base entre début octobre et fin 2002, puis 70 points durant les quatre premiers mois de 2003.

Tout comme l'augmentation de la prime de risque exigée par les investisseurs avait beaucoup compté dans l'élargissement des marges, son repli a fortement contribué à amorcer le rétrécissement. Ce sont les mêmes sociétés déchues, dont les marges s'étaient largement accrues, qui ont emmené la reprise. Attirés par leur faible coût, les investisseurs ont acheté, en effet, les obligations d'entreprises disposant d'actifs à céder ou appliquant des plans de restructuration prometteurs. En novembre, l'offre d'achat d'HSBC sur Household International, importante société américaine de crédit à la consommation dont l'accès aux marchés des capitaux avait été compromis à l'époque, a contribué à rassurer les investisseurs sur les perspectives d'autres sociétés se trouvant en situation financière difficile.

Un fort rebond de l'obligataire s'est amorcé en octobre 2002 ...



Les progrès réalisés par les entreprises pour consolider leur situation ont permis aux marchés obligataires de poursuivre leur redémarrage en 2003. Bien que les sociétés aient déjà commencé d'assainir leur bilan dès 2001, il s'agissait, dans la plupart des cas, d'un réaménagement plutôt que d'une diminution de leur dette, l'échéance étant allongée de manière à atténuer l'exposition au risque de liquidité. De surcroît, la compression des dépenses d'équipement avait permis de stabiliser le niveau de l'endettement, aux États-Unis et en Europe, après plusieurs années de forte expansion des emprunts (graphique VI.10). Les entreprises américaines avaient également réduit leurs rachats d'actions, intensifs à la fin des années 90.

En 2002, le mouvement de restructuration a semblé s'accélérer. Les entreprises qui avaient intensifié leurs emprunts pendant les années d'expansion, soit pour acheter des actifs maintenant très dévalorisés, soit pour racheter des actions à des prix gonflés, ont redoublé d'efforts pour redresser leur situation financière. Ce sont les principales sociétés déchuées qui sont allées le plus loin dans ce processus, en raison de difficultés pour refinancer leurs engagements venant à échéance à cause du désintérêt des investisseurs pour leur signature. Par suite de la baisse de la demande de financement et de la quasi-fermeture du marché des obligations d'entreprises en milieu d'année, les émissions nettes sont tombées en 2002 à leur plus bas niveau des dix dernières

... avec l'assainissement des bilans des entreprises

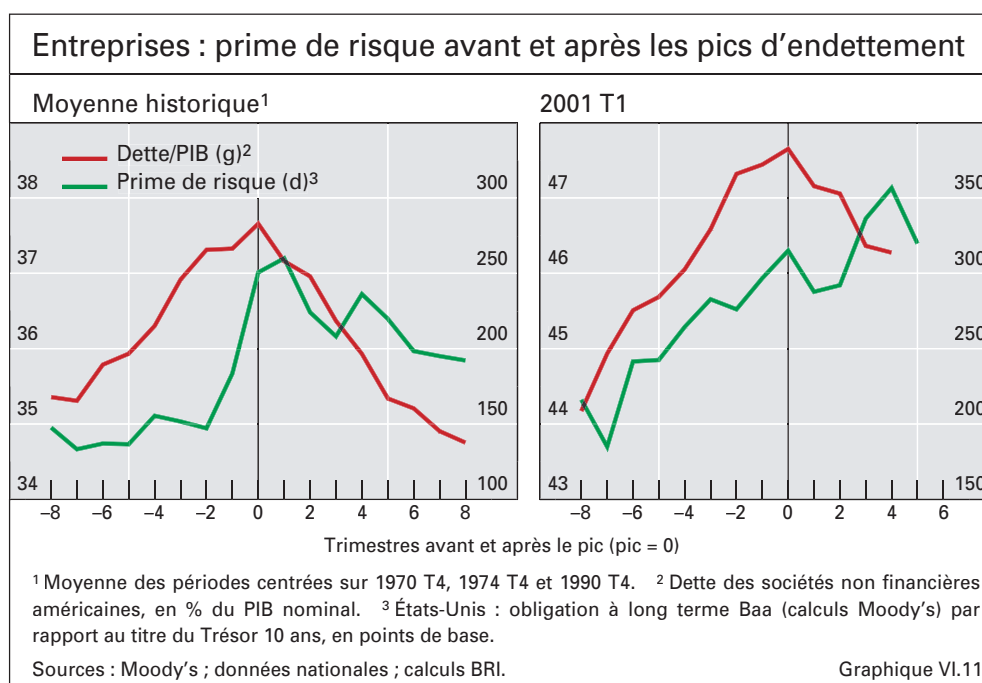


années aux États-Unis, tout en restant cependant positives. Elles ont également fléchi en Europe et, au Japon, les entreprises ont continué à rembourser leurs dettes, poursuivant un processus commencé dix ans plus tôt.

Les sociétés qui doivent rééquilibrer leur bilan lèvent normalement des capitaux sous forme d'actions. Or, la longue chute des cours a rendu cette solution peu attrayante. C'est pourquoi, contrairement à ce qui s'était passé lors des restructurations du début des années 90, les émissions nettes d'actions sont restées faibles en 2002 (graphique VI.10). Cela n'a pas empêché quelques entreprises de faire appel, malgré tout, à ce marché. Plusieurs compagnies d'assurances européennes ont notamment proposé à leurs actionnaires des bons de souscription leur donnant le droit d'acheter de nouvelles actions à un prix extrêmement réduit. Les banques japonaises ont procédé à des émissions d'actions ordinaires et préférentielles début 2003, notamment en faveur d'établissements de leur groupe (chapitre VII), dont le plus important placement d'actions ordinaires jamais proposé par une société privée dans l'archipel et le premier par une banque nippone depuis les années 80. D'autres entreprises ont également mis sur le marché des obligations avec clause de conversion obligatoire en actions.

Contrairement à leur habitude, les investisseurs n'ont pas tout de suite récompensé les entreprises pour leurs efforts de restructuration. Les marges de crédit ont continué à progresser en 2002, même après l'inversion de tendance du ratio endettement d'entreprise/PIB (graphique VI.11). Ce n'est que près d'un an après son pic aux États-Unis que les investisseurs ont commencé à revoir les risques de défaut et à réviser en baisse leurs prévisions de pertes dans ce cas.

Alors que les rendements sur obligations d'État et autres titres de premier ordre se situaient à des planchers historiques fin 2002 et début 2003, les investisseurs en quête d'un placement plus rémunérateur sont apparus



prêts à assumer davantage de risques, anticipant de nouvelles améliorations de la qualité de crédit. Si ces espoirs s'avéraient trop optimistes, la reprise du marché obligataire pourrait être sans lendemain. Mesuré à partir des cours des actions, le risque de défaut demeure élevé pour les sociétés non financières américaines et européennes, ce qui laisse penser que les bilans sont toujours fragiles (graphiques VI.9 et VII.2). De plus, le niveau d'endettement des entreprises aux États-Unis, et surtout en Europe, est toujours élevé par rapport à la taille de l'économie. Avec des rendements nominaux exceptionnellement bas, le coût du service de la dette reste supportable ; corrigés de l'inflation, cependant, les rendements ne sont pas très inférieurs à leur moyenne de 1990–2000 (graphique VI.7) et, en termes réels, sont même plus élevés pour les entreprises (dans les industries manufacturières, par exemple) dont les prix à la vente diminuent. Les niveaux d'endettement actuels pourraient donc entraîner, pour certaines sociétés, des difficultés à plus long terme.

L'endettement des entreprises reste élevé

#### *Dérivés de crédit et intégration des marchés*

Pendant la période analysée, l'évolution des marchés obligataires n'a pas été uniquement influencée par les facteurs conjoncturels décrits ci-avant, mais également par des changements structurels. Le marché des actions et ceux de la dette d'entreprise (de même que ses divers compartiments) sont aujourd'hui beaucoup plus intégrés que par le passé. L'intégration améliore le processus de formation des prix en facilitant leur ajustement sur les différents marchés financiers en réponse au flux d'informations. Elle peut, cependant, créer de nouvelles faiblesses.

L'utilisation croissante de la modélisation renforce le lien entre les prix des obligations et des actions. Les établissements financiers développent des modèles quantitatifs, inspirés des dispositifs de risque de taux d'intérêt déjà en place, pour gérer leur risque de crédit. Le plus courant suit l'approche structurelle proposée par Robert Merton en 1974, selon laquelle il y a défaillance quand la valeur des actifs d'une entreprise tombe au-dessous de la valeur nominale de la dette. Dans ce type de modèle, le processus menant à la défaillance dépend explicitement du niveau du passif ainsi que de la valeur de marché et de la volatilité des actifs. La pratique usuelle consiste à estimer la volatilité des actifs à partir de celle des actions, ce qui introduit une nouvelle source d'influence du marché des actions sur ceux de la dette.

Les nouveaux modèles établissent un lien entre actions et marchés de la dette ...

Cette influence a été particulièrement prononcée vers le milieu de 2002, en raison de la présence accrue des fonds spéculatifs. Le report des investisseurs institutionnels vers les meilleures signatures a accordé un plus grand poids, dans les compartiments de moindre qualité, aux stratégies de placement et aux pratiques de gestion du risque des fonds spéculatifs. Ceux-ci, contrairement aux investisseurs institutionnels, s'appuient moins sur les notations et davantage sur les modèles pour évaluer le risque de crédit.

Les liens entre marchés ont également été renforcés par le développement des instruments de transfert du risque de crédit, notamment les dérivés. Avant l'apparition des dérivés de crédit, l'obligataire comptait parmi les marchés financiers les moins liquides. En effet, les émissions

d'obligations d'entreprises sont souvent de faible volume et peuvent comporter des options ou d'autres caractéristiques spécifiques qui rendent leur tarification malaisée ; elles sont difficiles à vendre à découvert en prévision d'un accroissement des marges ; elles ont donc tendance à être très peu négociées après acquisition par les investisseurs institutionnels. C'est pourquoi, dans le passé, leur cotation a fréquemment été sensible à des facteurs temporaires ou endogènes, ce qui augmentait le coût de leur utilisation à des fins de spéculation ou de gestion du risque.

... tandis que les dérivés de crédit facilitent la détermination des prix

Le développement des dérivés de crédit, notamment des contrats sur défaut (CSD), a abaissé ce coût. Les CSD permettent en effet de dissocier le risque de crédit inhérent à un instrument financier et de le traiter séparément. L'acheteur de protection verse au vendeur une commission périodique analogue, pour un titre, à la marge par rapport au rendement sans risque. En cas de défaut du débiteur de référence, l'acheteur livre généralement au vendeur la dette correspondante, en échange d'un paiement forfaitaire égal à sa valeur nominale. Par nature, le CSD est un contrat d'assurance contre les pertes consécutives à un défaut.

Le marché des CSD s'est considérablement développé ces dernières années (graphique VI.12 et chapitre VII). Parallèlement, les intervenants ont cherché à promouvoir la liquidité en standardisant les conditions contractuelles, de sorte que de nombreux participants jugent aujourd'hui ce marché plus liquide que celui des obligations d'entreprises. En particulier, il est devenu plus facile de prendre des positions courtes en achetant des protections sous forme de CSD. Cela a eu pour effet de réduire le coût des opérations de couverture et de spéculation à la fois sur les marchés de la dette et entre ces marchés et celui des actions.

La controverse sur le statut des restructurations dans les CSD ...

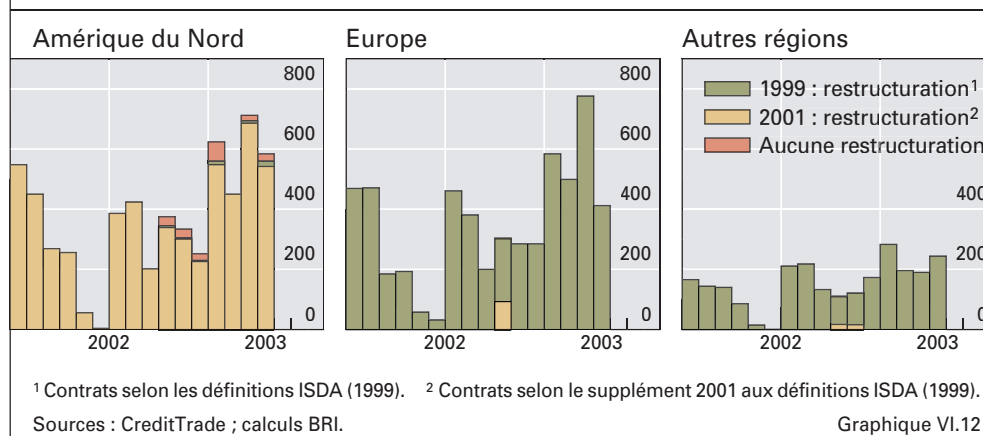
Bien qu'à ce jour la grande majorité des CSD aient été exercés sans difficulté en cas de défaut, la controverse concernant les événements constituant défaut, et plus précisément le traitement des restructurations de dette, pourrait cependant nuire à leur liquidité. On constate d'ailleurs déjà une fragmentation géographique. Tandis que les contrats fondés sur la documentation initiale (1999) de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) prédominent sur les places européennes, ceux qui sont basés sur les clauses plus restrictives de 2001 sont prépondérants aux États-Unis (graphique VI.12). La segmentation s'est accrue au milieu de 2002, après l'exercice des CSD Xerox : sensibilisés par ce cas, certains des plus gros vendeurs de protection, notamment garants financiers et autres compagnies d'assurances, ont refusé de souscrire tout contrat acceptant la moindre forme de restructuration comme événement de défaut. De leur point de vue, la restructuration décidée par Xerox ne résultait pas d'une détérioration de sa situation financière et ne devait donc pas être considérée comme un défaut. Les vendeurs de protection craignent qu'un membre d'un consortium de prêt puisse négocier délibérément une restructuration dans l'intention d'exercer un CSD.

... risque de nuire à la liquidité

En mai 2003 sont apparus des contrats contenant une nouvelle clause relative aux restructurations, sans que l'on sache cependant si la définition modifiée sera un facteur de convergence. En Europe, les acheteurs de protection, notamment les banques, préfèrent les contrats comprenant une

## Contrats d'échange sur défaut de crédit, selon la clause de restructuration

Nombre d'opérations par mois, par zone géographique de l'entité de référence



définition large de la restructuration, car ils ont traditionnellement recours à des négociations informelles avec les débiteurs pour résoudre les difficultés de paiement. Une déclaration d'insolvabilité a de fortes chances de déboucher sur une mise en liquidation ; elle est donc rarement recherchée. Aux États-Unis, en revanche, les acheteurs de protection sont disposés à accepter une définition plus étroite de la restructuration, car les entreprises demandant à bénéficier du chapitre 11 de la loi sur les faillites ont encore la possibilité de se restructurer avant d'être déclarées insolvable. En outre, les propositions relatives au Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres prévoient que les banques ne pourront tenir compte des CSD pour réduire leurs exigences de fonds propres réglementaires que s'ils incluent, parmi les événements déclenchant, les restructurations entraînant des pertes de crédit, à moins qu'elles puissent contrôler la décision de restructurer.

### Marché de la dette externe des économies émergentes

Pour les économies émergentes, les conditions d'emprunt ont évolué en parallèle avec celles des obligations d'entreprises. Les plus endettées ont été exclues des marchés vers le milieu de 2002, puis leurs marges se sont régulièrement améliorées à partir de mi-octobre. La situation politique a souvent été au centre des préoccupations : changement de gouvernement au Brésil, en Turquie et en Équateur ; troubles sociaux au Venezuela et au Nigeria ; attentats en Colombie et en Indonésie ; menaces sur la sécurité nationale en Corée ; conclusion des négociations pour l'adhésion à l'Union en Europe centrale et orientale. Néanmoins, les changements d'attitude des investisseurs internationaux envers le risque l'ont parfois emporté sur l'examen des situations individuelles.

#### *Sources de contagion*

Pendant la période analysée, le Brésil et la Turquie ont été les plus touchés par les difficultés d'accès à l'obligataire international. Les investisseurs ont

Turbulences sur les marchés brésiliens et turcs

commencé à vendre massivement leurs actifs brésiliens en mai 2002, à mesure de la progression dans les sondages d'un candidat à la présidence perçu comme peu enclin à suivre une approche de marché (graphique VI.13). De même, en Turquie, l'inquiétude relative à la santé du Premier ministre et la soudaine démission de plusieurs membres du gouvernement ont suscité des dégagements sur actifs turcs à partir de juin. Fin juillet, le rendement (hors clauses de garantie) de la dette souveraine avait plus que triplé pour le Brésil, atteignant 2 400 points de base, et presque doublé pour la Turquie, à 1 000 points de base.

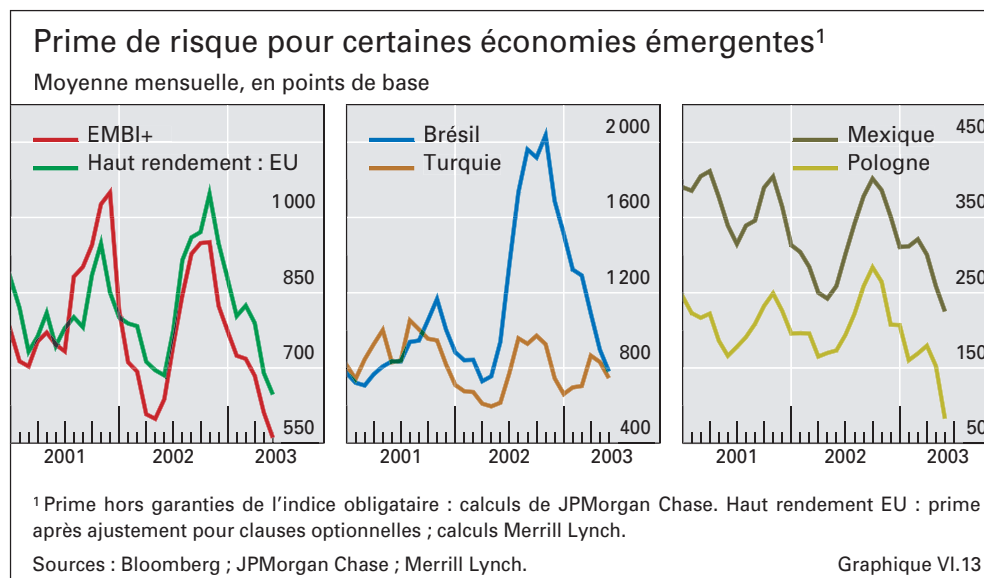
Début août, le FMI est intervenu, accordant aux autorités brésiliennes un nouveau prêt de \$30 milliards et versant à la Turquie les fonds promis, ce qui a permis de stabiliser les marchés de la dette et des changes de ces pays. L'engagement réaffirmé des responsables politiques envers la discipline budgétaire et les réformes structurelles a fini par restaurer un climat de confiance, entraînant une vive reprise des marchés brésiliens et turcs dans les derniers mois de 2002 et jusqu'en 2003.

En dépit de leur gravité, les turbulences qui ont agité le Brésil et la Turquie ont eu peu d'incidence directe sur les autres économies émergentes. Certes, les investisseurs ont un peu moins différencié les qualités de crédit pendant la période de dégagements, mais la corrélation des marges n'a pas atteint le même niveau que lors des précédentes crises financières.

En revanche, les changements d'attitude des investisseurs internationaux à l'égard du risque ont représenté la principale source de contagion. La réévaluation du risque de crédit qui a suivi la révision des résultats de WorldCom en juin 2002 a accru les marges pour de nombreux emprunteurs d'économies émergentes. D'ailleurs, les primes de risque pour l'ensemble de ces régions ont suivi de très près les marges sur obligations américaines à haut rendement, ces dernières années, malgré des données fondamentales différentes (graphique VI.13).

Pendant que les économies fortement endettées perdaient leur accès au crédit en milieu d'année, des signatures de bonne qualité comme le

Aversion générale pour le risque, sans considération des situations locales



Mexique et la Pologne ont vu leurs marges s'accroître, même si leurs conditions d'emprunt restaient relativement favorables : cette augmentation des marges a été compensée par la baisse des rendements en dollars EU et en euros. En 2002, les économies émergentes notées triple B ou plus ont obtenu 59 % des emprunts bruts (obligations et prêts) internationaux, contre 47 % en 2001.

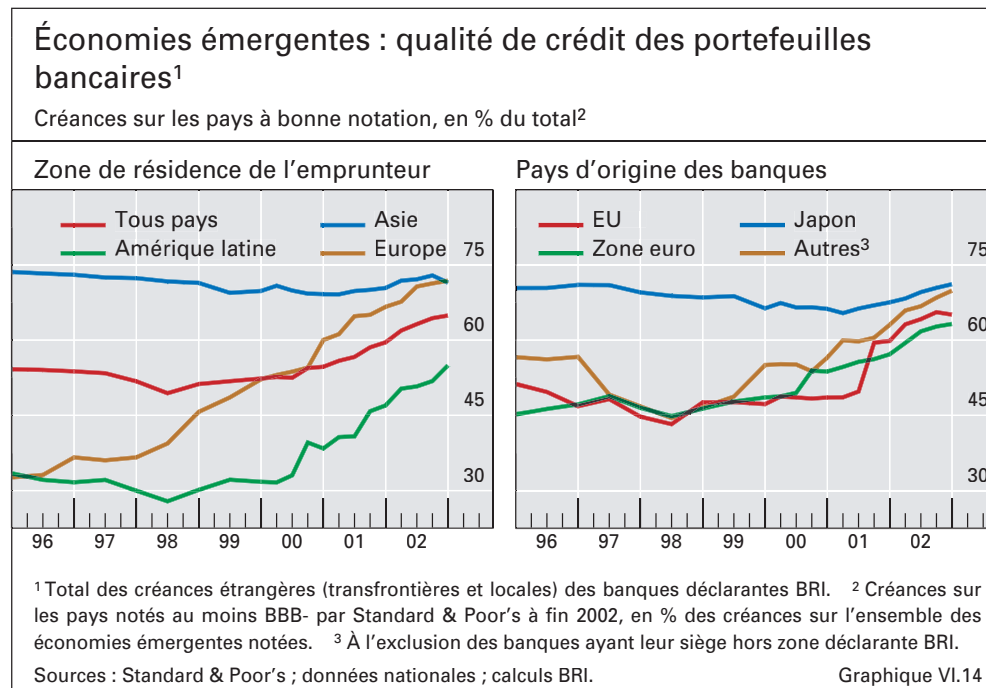
L'amélioration globale des conditions de crédit, fin 2002 et début 2003, a permis aux emprunteurs moins bien notés de revenir sur l'obligataire international, les investisseurs trouvant peu attrayants les rendements des instruments sûrs et liquides en dollars EU. Les fonds de placement profilés économies émergentes ont recueilli des montants records début 2003 et plusieurs pays fortement endettés, qui avaient pris des mesures courageuses pour renforcer leur position extérieure, ont vu arriver un flot d'investisseurs en quête de meilleures marges. L'accès de ces pays aux marchés internationaux du crédit est resté fragile, cependant, car subordonné à la poursuite de leur politique d'assainissement, au maintien de la stabilité macroéconomique et au décaissement des fonds promis.

Fragile amélioration de l'accès aux marchés début 2003

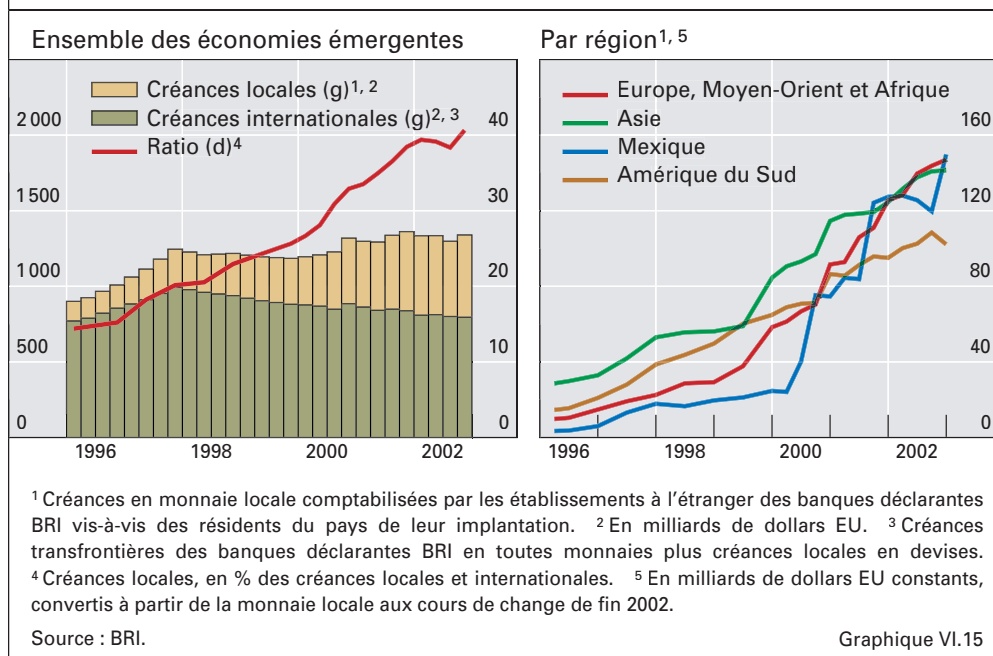
*Les banques ont privilégié les emprunteurs mieux notés*

La composition des prêts bancaires aux économies émergentes montre à quel point les emprunteurs de qualité inférieure ont été exclus des marchés internationaux en 2002. La part des créances sur les débiteurs notés triple B ou plus est en effet passée de 60 % de l'ensemble, fin 2001, à 65 %, fin 2002 (graphique VI.14). La progression s'explique en grande partie par la contraction des crédits au Brésil et à divers pays d'Amérique du Sud. Cette évolution, constatée aussi pour d'autres régions, concerne les banques d'Asie, d'Europe et d'Amérique du Nord, qui ont toutes réduit leurs créances sur les moins bonnes signatures.

Les banques internationales réduisent les crédits transfrontières aux emprunteurs moins bien notés ...



## Économies émergentes : activité locale des banques étrangères



... mais continuent à développer leurs prêts locaux

Les banques n'en ont pas pour autant augmenté leurs prêts aux emprunteurs les mieux notés. En fait, elles ont réduit leurs créances transfrontières sur les économies émergentes pour la cinquième année consécutive. Pourtant, certaines régions ont bénéficié d'apports, les banques ayant notamment accordé des prêts aux pays devant accéder prochainement à l'UE. Ailleurs, surtout en Asie, la demande de crédits extérieurs est restée faible.

Dans le même temps, les banques ont continué à développer leur présence locale dans les économies émergentes. L'évolution en Argentine avait soulevé nombre d'interrogations à cet égard. Depuis le milieu des années 90, les banques étrangères avaient considérablement étendu leurs implantations financées sur place et, fin 2001, leurs créances locales en monnaie locale représentaient 38 % du total de leurs créances sur les économies émergentes (graphique VI.15). Après la crise argentine, certaines ont effectivement réduit leurs opérations en Amérique du Sud, mais le mouvement a été largement compensé par l'expansion de leurs activités au Mexique, en Europe centrale et orientale et dans l'Est asiatique. Les créances locales ont donc continué à augmenter, atteignant, fin 2002, 41 % de l'ensemble des créances sur les économies émergentes.

### L'énigme des prix immobiliers

L'évolution du marché des actions fournit des enseignements sur le comportement futur des prix immobiliers. Dans les pays développés, les portefeuilles d'actions et le logement sont les principales composantes du patrimoine des ménages et leur valeur tend à évoluer en parallèle sur longue période. En effet, il a été constaté dans de nombreux pays développés, ces trente dernières années, qu'un pic des cours des actions tendait généralement à être suivi d'un pic des prix immobiliers. L'absence de tensions inflationnistes

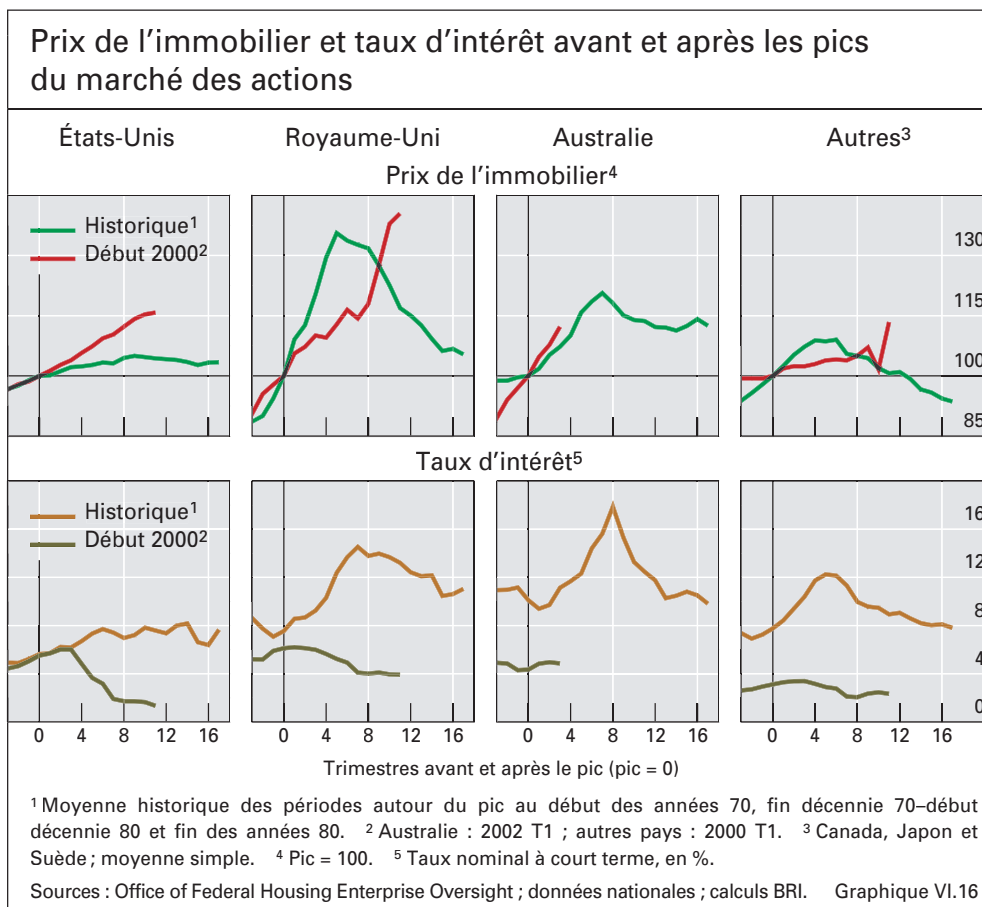


dans l'actuel cycle économique et la chute correspondante des taux d'intérêt après le reflux des cours des actions semblent cependant avoir modifié ce schéma.

Trois ans après le début de l'effondrement des actions, les prix immobiliers ont continué leur essor dans plusieurs pays. À fin 2002, ils avaient progressé sur cinq années d'au moins 50 % au Royaume-Uni, en Australie, en Espagne, aux Pays-Bas et en Irlande et de plus de 20 % aux États-Unis, en Belgique et dans les pays nordiques ; la hausse en 2002, corrigée de l'inflation, a atteint 23 % au Royaume-Uni, 16 % en Australie et 5 % aux États-Unis. Au Canada, au Danemark, en Espagne, en Italie et en Suède, l'augmentation s'est poursuivie. Elle s'est généralement accompagnée d'un rapide accroissement de la dette des ménages (chapitre II).

Fin 2002 et début 2003 ont commencé à apparaître quelques signes d'un essoufflement possible des marchés immobiliers, voire d'une inflexion. En Australie, le taux de croissance du nombre de logements mis aux enchères et vendus à Sydney baisse depuis juin 2002 ; en outre, le rythme d'augmentation trimestrielle du prix des logements s'est stabilisé autour de 3-4 % sur les neuf derniers mois de 2002, après avoir atteint un maximum de 5 % au troisième trimestre 2001. Le renchérissement de l'immobilier s'est également ralenti fin 2002 en Espagne et s'est même inversé aux Pays-Bas. Au Royaume-Uni, le volume d'affaires de l'immobilier a atteint un sommet au troisième trimestre et le taux de croissance trimestrielle des prix, qui se situait alors à 8,2 %, est

Les prix immobiliers ont continué à monter malgré l'effondrement des actions ...



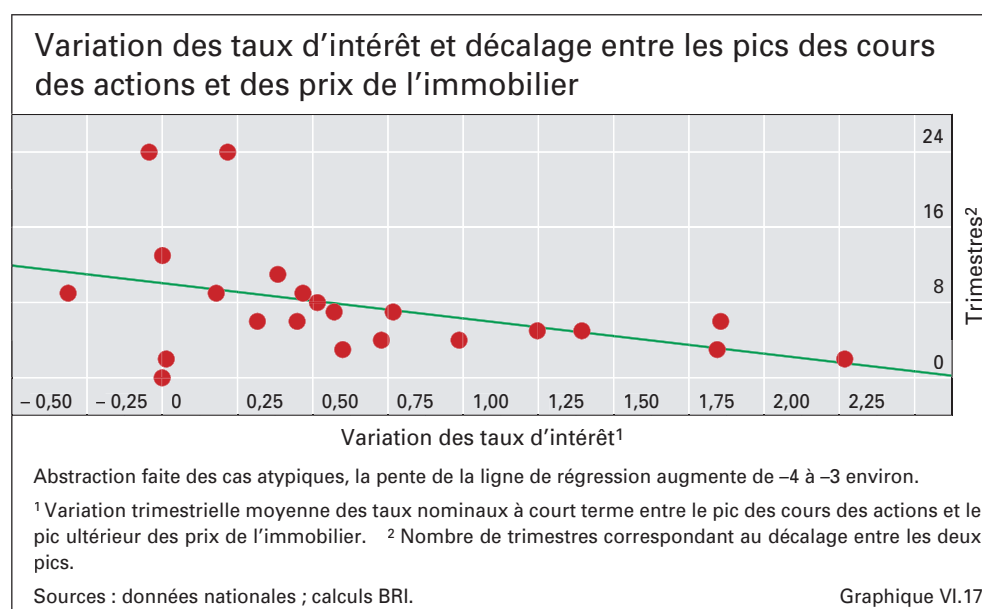
revenu à un peu moins de 2 % sur les trois derniers mois ; en outre, les prix du haut de gamme ont sensiblement reflué sur l'année. La situation est plus mitigée aux États-Unis, où la progression des prix au quatrième trimestre a été la plus faible depuis 1997, tandis que le nombre de permis de construire délivrés pour les habitations privées a régressé de 7 % entre février et mars 2003 ; néanmoins, après avoir fléchi en janvier et février, les ventes de logements neufs sont reparties à la hausse en mars 2003 et le taux des crédits hypothécaires est resté proche de son plus bas niveau depuis quarante ans.

... ce qui dénote un décalage supérieur à la moyenne

Si les prix des logements devaient s'infléchir dans le proche avenir, cela dénoterait néanmoins un décalage supérieur à la moyenne historique entre le pic des actions et celui de l'immobilier. Le graphique VI.16 montre que ce décalage est d'environ deux ans et demi. Sur un échantillon de onze pays développés (Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse), les pics ont été au nombre de 35 pour les actions et 28 pour l'immobilier entre 1970 et fin 2002. Entre 1972 et 1976, tous les pays de l'échantillon ont connu au moins un pic pour les actions et neuf également pour l'immobilier. Entre 1986 et 1990, les actions ont atteint un sommet dans neuf pays, suivi de près par un maximum des prix des logements dans huit cas. L'analyse statistique indique qu'il existait une probabilité d'environ 8 % pour que les prix de l'immobilier s'inversent pendant l'une des années de la période d'échantillon ; elle monte à 30 % pour l'année suivant un pic boursier et à 70 % les trois années après.

L'allongement du décalage au cours du cycle actuel ...

La vigueur persistante des prix immobiliers semble liée au recul des taux d'intérêt. Les tensions inflationnistes ont été dans l'ensemble moins fortes dans le cycle plus récent, ce qui a donné aux autorités monétaires une plus grande marge de manœuvre pour abaisser leur taux directeur (chapitre IV). Comme l'indique le graphique VI.16, lors des cycles précédents, les taux courts avaient généralement progressé dans les deux ans suivant les pics des actions, sous l'effet des mesures prises par les autorités monétaires pour endiguer les



tensions inflationnistes. Dans le cycle actuel, à l'opposé, les taux d'intérêt ont fortement diminué dans de nombreux pays, suite à l'effondrement du marché des actions en 2000. Aux États-Unis, par exemple, les taux courts nominaux sont retombés de 5,6 % mi-2000 à 1,7 % mi-2002, tandis qu'au Royaume-Uni ils revenaient de 6,1 % à 4,1 % et au Canada de 5,9 % à 2,6 %. Étant donné que le logement est un actif à long terme, ces baisses de taux ont contribué à soutenir les prix immobiliers, même en présence d'un effondrement des cours des actions.

L'examen des périodes antérieures vient étayer l'hypothèse formulée ci-avant. L'analyse économétrique laisse penser que les variations des taux d'intérêt ont eu un impact significatif sur le décalage entre les pics des actions et des prix immobiliers. Dans un échantillon de 22 paires de pics entre 1970 et 1999, l'écart moyen a été proche de neuf trimestres. Cependant, un repli de 25 points de base des taux courts, en moyenne sur un trimestre, après le sommet des actions aurait retardé d'un trimestre environ celui de l'immobilier (graphique VI.17). En appliquant ce résultat, la baisse de 475 points de base du taux directeur aux États-Unis entre mi-2000 et mi-2002 aurait allongé le décalage moyen entre les deux pics d'un peu plus de deux trimestres.

Des facteurs institutionnels ont probablement modulé l'incidence des taux d'intérêt sur les prix immobiliers selon les pays. Ainsi, la définition du taux d'intérêt sur laquelle sont référencés les crédits hypothécaires varie d'un pays à l'autre. Au Royaume-Uni comme en Australie, notamment, il s'agit le plus souvent du taux à trois mois et, au Canada, d'un taux à un an ou moins, ce qui rend les prix généralement plus sensibles aux taux courts dans ces pays. En Allemagne, aux États-Unis, au Japon, en Suède et surtout aux Pays-Bas, le financement hypothécaire est, pour l'essentiel, lié aux taux longs. Il est notoire, en outre, que les refinancements hypothécaires sont peu coûteux aux États-Unis, ce qui incite les emprunteurs à y recourir et rend les prix des logements sensibles au niveau et à la variation des taux longs ; les innovations apportées récemment par Fannie Mae et Freddie Mac aux techniques de traitement des hypothèques ont facilité les refinancements et les ont rendus encore moins chers. Toutes choses égales par ailleurs, on peut en conclure que la chute des taux courts en 2001 était de nature à influencer davantage sur les prix immobiliers dans les pays où les crédits hypothécaires sont référencés sur les taux courts et l'aplatissement de la courbe des rendements en 2002 à exercer plus d'influence dans les pays où ces crédits sont liés aux taux longs.

... reflète surtout la baisse des taux d'intérêt nominaux

## VII. Secteur financier

### Faits marquants

Sur la période considérée, le système financier de la plupart des pays industrialisés a été soumis à un surcroît de pressions, les anticipations d'une reprise économique précoce se sont révélées prématurées et les marchés des actions ont continué de baisser. Néanmoins, les établissements semblent avoir généralement bien traversé la phase de ralentissement économique et, le plus souvent, les tensions dans le système n'ont pas eu d'effets négatifs sur l'offre de crédit. Certes, le système financier japonais est resté confronté à de graves difficultés. En Allemagne, de surcroît, des faiblesses structurelles tenaces et des facteurs conjoncturels ont pesé davantage sur la rentabilité des banques. Celle-ci a mieux résisté dans d'autres pays, grâce notamment aux efforts antérieurs de restructuration des coûts. Par rapport aux précédentes périodes de ralentissement, les pertes dues à la dégradation de la qualité de crédit n'ont eu qu'une incidence limitée sur la rentabilité, et la situation des fonds propres est restée saine. Les compagnies d'assurances ont, dans l'ensemble, obtenu de moins bons résultats, en raison de pertes substantielles sur leurs portefeuilles d'actions et d'obligations.

La résistance du secteur bancaire, qui contraste avec la détérioration sensible des entreprises non financières, tient à des facteurs conjoncturels et structurels. Le ralentissement économique s'est distingué par plusieurs aspects atypiques – orientation monétaire très accommodante, poursuite de la croissance des dépenses des ménages et absence de retournement des prix immobiliers – qui ont permis de limiter la hausse des pertes sur prêts par rapport aux cycles précédents et ont augmenté les revenus sur les crédits aux ménages. Du côté des éléments structurels, le recours accru aux titres de créances négociables classiques et aux consortiums bancaires pour répartir le risque de crédit sur l'ensemble du système financier a atténué l'effet du tassement de l'activité. En outre, la gestion du risque de crédit a été facilitée par la mise en place de nouveaux mécanismes permettant son transfert. Il faut ajouter que les fonds propres des banques étaient plus solides au début du ralentissement que lors des épisodes passés, ce qui peut s'expliquer par la durée de la phase d'expansion antérieure et par l'application de normes réglementaires plus rigoureuses.

C'est dans les raisons mêmes de la résistance actuelle qu'il faut voir les principales sources de vulnérabilité potentielles pour le futur. Une faiblesse prolongée de l'économie, quoique improbable, mettrait à l'épreuve la capacité d'absorption des pertes dont font preuve jusqu'ici les établissements et marchés financiers. Une poursuite de la baisse des cours des actions pourrait peser sur la solvabilité des compagnies d'assurances et des fonds de pension,

tandis qu'une dégrise des prix immobiliers, dont pâtiraient les ménages comme le secteur des biens commerciaux, accentuerait les pressions sur les prêteurs.

Cette capacité de résistance montre peut-être que les systèmes financiers ayant développé des modes d'intermédiation pouvant se substituer l'un à l'autre – par des instruments de marché négociables et par le bilan bancaire – peuvent réagir avec une plus grande souplesse aux évolutions défavorables de l'économie. Cependant, ces systèmes diversifiés présentent de nouveaux défis aux autorités prudentielles, car ils reposent sur des établissements plus complexes et des interrelations plus intenses entre ceux-ci et les marchés.

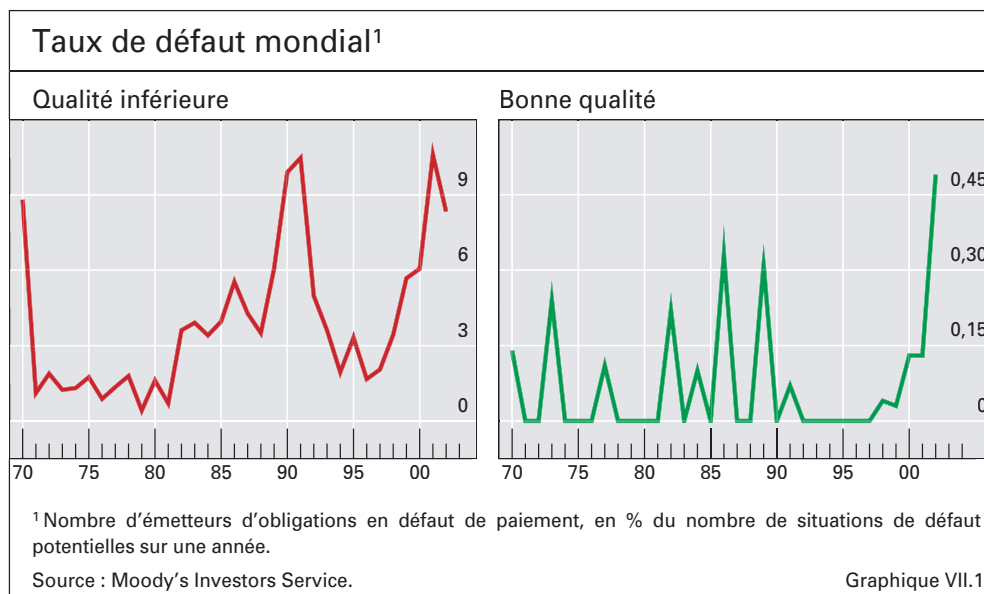
## Conjoncture et résultats des établissements financiers

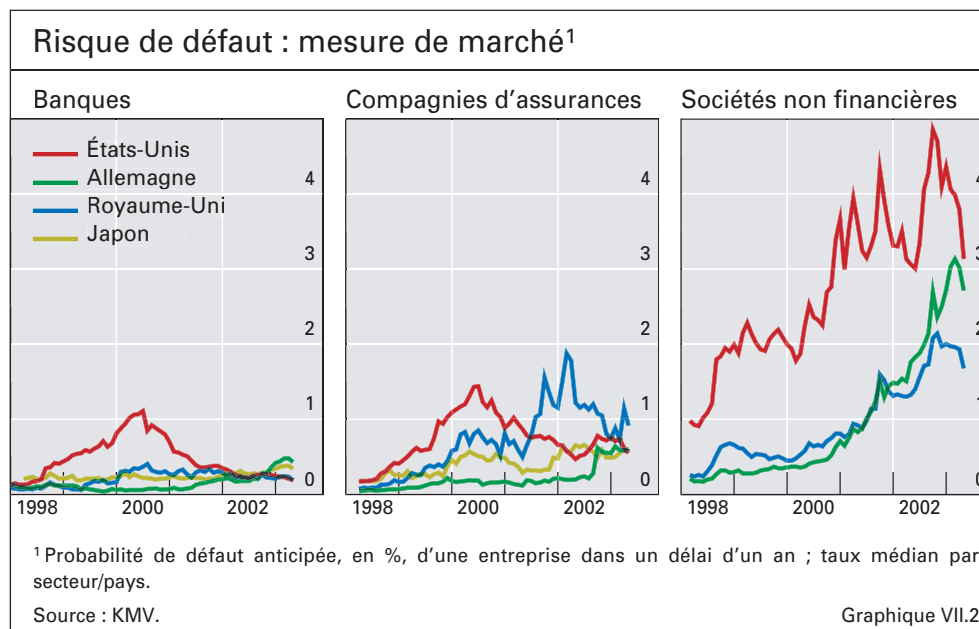
Le recul marqué de l'activité économique mondiale puis la reprise hésitante ont lourdement pesé sur le bilan des sociétés non financières (chapitres II et VI). Les défauts sur obligations d'entreprises et les pertes correspondantes se sont inscrits en forte hausse, ces dernières années, les défauts atteignant ou dépassant leurs sommets du début de la décennie 90 (graphique VII.1). Comme les indicateurs de marché en matière de risque pour les sociétés non financières demeurent élevés dans plusieurs pays, après avoir nettement progressé depuis quelques années, les opérateurs ne s'attendent pas à une amélioration de la qualité de crédit dans un avenir proche (graphique VII.2).

À la différence des entreprises, touchées par des difficultés substantielles, le secteur financier a continué de se porter relativement bien dans la plupart des pays. La rentabilité des banques a certes un peu baissé, mais elle demeure correcte, compte tenu de l'atonie économique générale. Les compagnies d'assurances, quant à elles, ont davantage souffert, subissant dans certains cas de graves tensions dues à des pertes sur portefeuilles. Les indicateurs de marché mesurant le risque de défaut encouru par les banques et les compagnies d'assurances sont néanmoins restés à des niveaux modérés par

La faiblesse de l'économie a pesé sur les sociétés non financières ...

... mais les établissements financiers ont été moins touchés ...





rapport à ceux des sociétés non financières, malgré une hausse du risque de défaut, l'an dernier, dans l'assurance. Le bas niveau de l'indicateur pour les établissements financiers japonais tient peut-être à l'anticipation d'une intervention de l'État, en raison de leurs problèmes notoires.

La résistance des banques offre un contraste avec les difficultés largement répandues parfois causées par la baisse de qualité des actifs lors des précédentes phases de contraction. Dans certains cas, de grands établissements financiers avaient été contraints à la faillite et, même en l'absence de défaillances bancaires marquantes, la révision indispensable des politiques de prêt et de placement avait, par moments, pesé sur les perspectives économiques. Ainsi, au début des années 90, les vents contraires rencontrés par le secteur financier avaient provoqué un ralentissement de l'activité aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie.

#### *Banques commerciales*

Si, globalement, les banques ont bien surmonté les obstacles durant la période considérée, des différences significatives s'observent entre pays et domaines d'activité (tableau VII.1). Les sérieuses difficultés des banques japonaises ont perduré, malgré des efforts notables pour sortir du bilan leurs créances douteuses et accroître leurs fonds propres. En Allemagne, la faiblesse relative de l'économie a accentué les pressions sur les banques commerciales et, contrairement à ce qui s'est produit ailleurs, cet effet n'a pu être compensé par les opérations de détail, soumises à des contraintes structurelles. Partout dans le monde, les grands établissements de gros ont subi une contraction de leurs revenus liés aux opérations de marché. En effet, le bas niveau des cours des actions et des dépenses d'investissement ainsi que les mesures prises par certaines entreprises pour assainir leur bilan ont ralenti le rythme des fusions-acquisitions et introductions en Bourse (graphique VII.3). Côté positif, les ménages ont continué d'emprunter assez fortement dans de nombreux pays, favorisant l'expansion générale du crédit et les bénéfices des établissements

... y compris par rapport aux cycles antérieurs

Des résultats variables ...

... selon les pays ...

... et les domaines d'activité

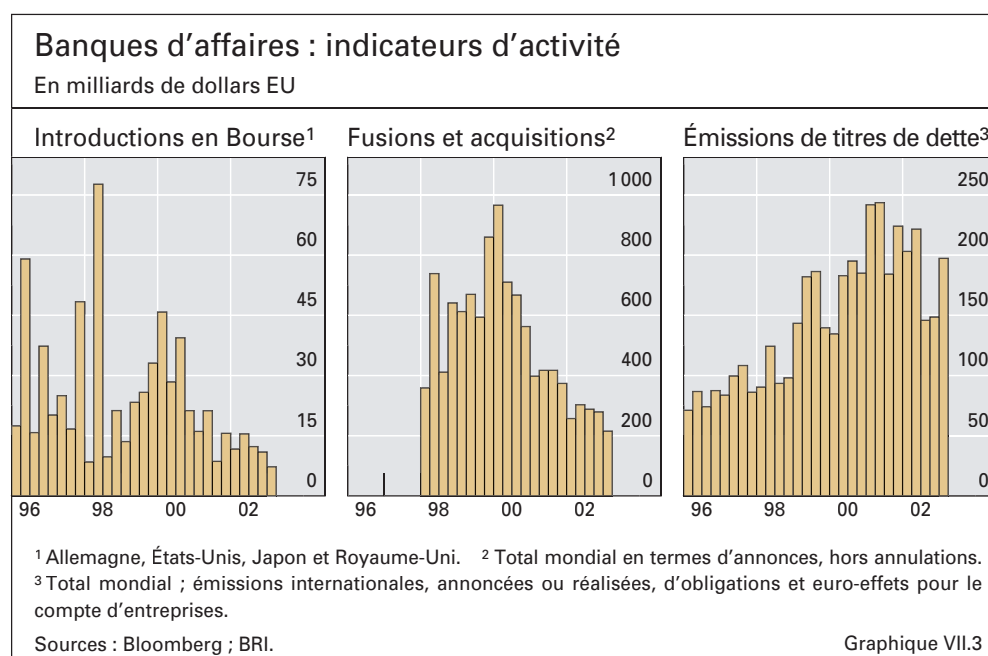
Grandes banques : rentabilité <sup>1</sup>												
En % du total de l'actif moyen												
	Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêt nette			Charges d'exploitation		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
États-Unis (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Japon <sup>2</sup> (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Allemagne (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Royaume-Uni (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
France (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italie (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Canada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Espagne (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australie (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Suisse (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Suède (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. Japon : suite à une fusion, le nombre est passé de 13 à 12 en 2002.  
<sup>2</sup> Exercice financier ; 2002 : données à mi-exercice (septembre).  
Source : Fitch Ratings. Tableau VII.1

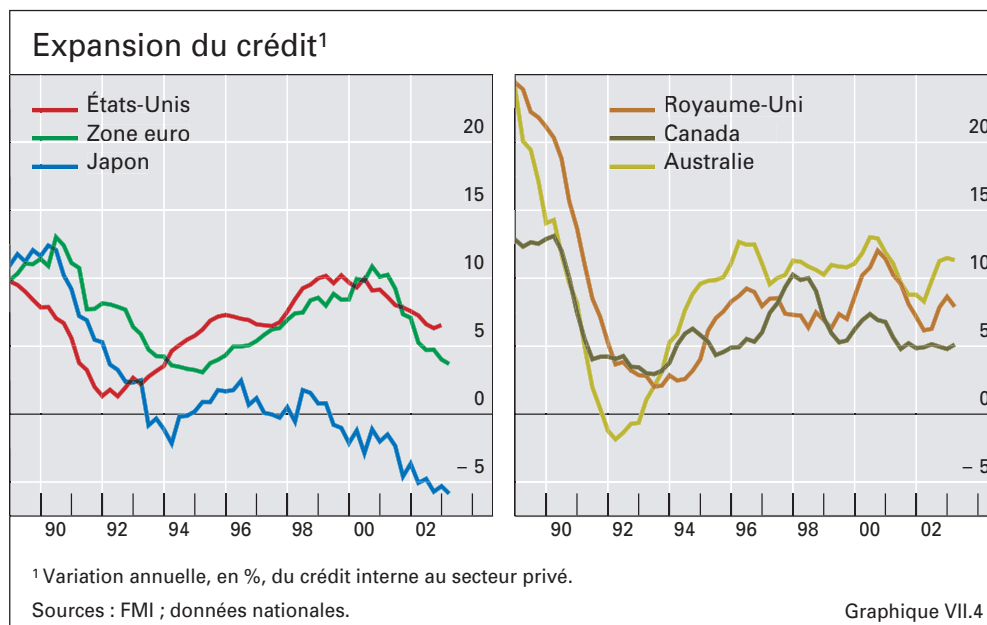
prêtant aux particuliers (graphique VII.4). En outre, la poursuite des efforts des banques en matière d'efficacité et de coûts a contribué à conforter leur revenu.

Aux États-Unis, les banques commerciales ont affiché de très bons résultats, malgré un environnement difficile, ce qui a valu à leurs actions des performances supérieures à l'indice boursier large (graphique VII.5). Avec une croissance économique légèrement plus rapide qu'en Europe ou au Japon, les pertes sur prêts n'ont guère varié par rapport à 2001 et les grands indicateurs de qualité du crédit se sont même légèrement améliorés (graphique VII.6). La vigueur des dépenses des ménages, notamment dans l'automobile, a alimenté le crédit à la consommation et le dynamisme du logement a soutenu le marché

Bonne tenue  
des banques  
aux États-Unis ...



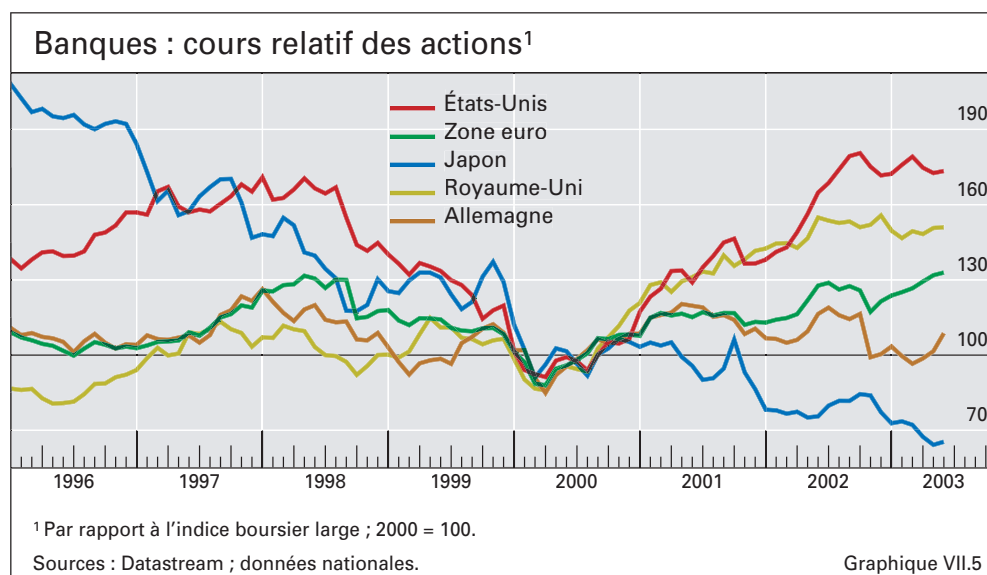


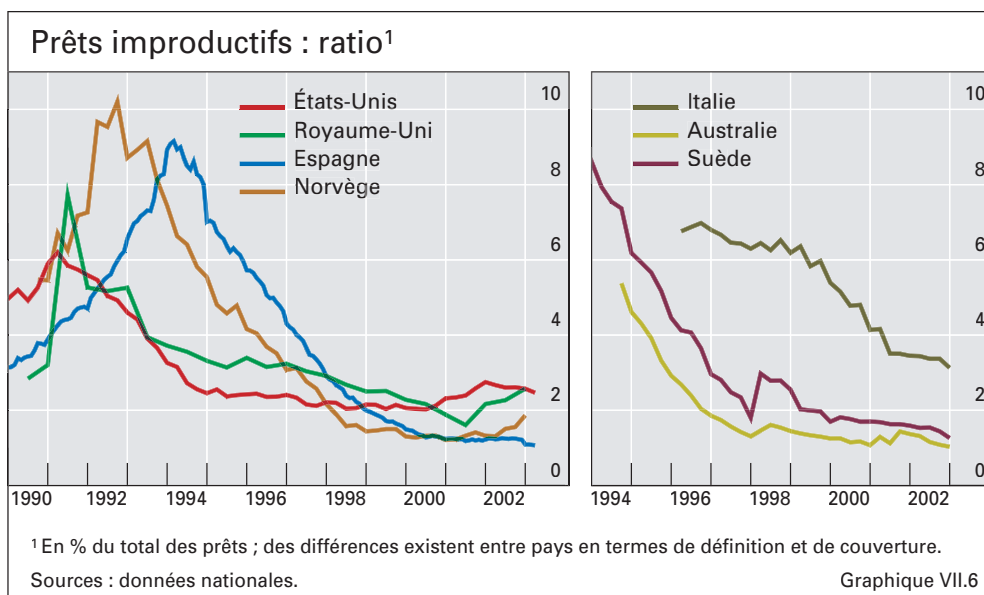


hypothécaire, où la rentabilité a été renforcée, en outre, par les commissions sur les opérations de refinancement, en plein essor. La faiblesse générale des rendements, conjuguée à un regain de sensibilité au risque, a accru les dépôts, ce qui a comprimé les coûts de financement et a élargi les marges d'intérêt nettes. Enfin, le ratio charges non financières/total des actifs a fortement diminué l'an dernier. C'est probablement une conséquence des efforts visant à réduire les coûts, même s'il faut aussi tenir compte d'un changement dans la méthode de comptabilisation des survaleurs.

... et généralement en Europe

Sans faire aussi bien, dans l'ensemble les banques européennes ont continué d'enregistrer des revenus – intérêts et commissions – assez solides, tout en n'accroissant que modestement leurs provisions pour pertes sur prêts. Une clientèle nationale fidèle a apporté aux banques de détail et d'affaires des financements à bas coût et d'importantes commissions. Dans certains cas, les charges ont été réduites grâce aux investissements technologiques, aux





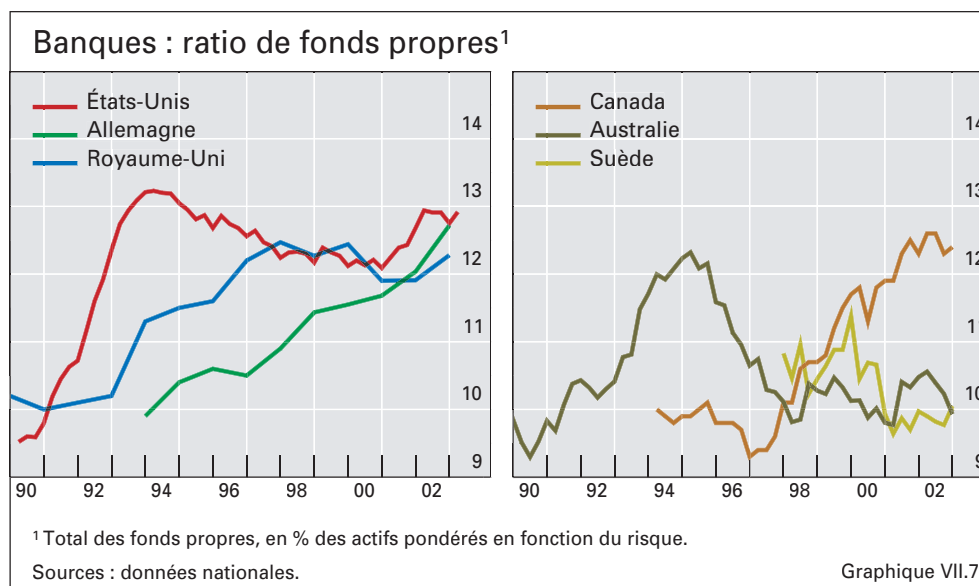
restructurations et à la rationalisation des activités qui ont suivi la vague de concentration de la fin des années 90. De nombreuses banques ont restructuré leur gamme de prestations et révisé leur tarification, ce qui leur a permis d'accroître leur ratio résultats/coûts. Cette amélioration a également été obtenue grâce à l'offre d'une palette de nouveaux produits pour les particuliers.

La principale exception vient du secteur bancaire allemand : l'association de facteurs conjoncturels et institutionnels a souligné des problèmes structurels de longue date. Les banques germaniques ont d'abord été touchées par le ralentissement économique plus accentué sur leur marché national. En outre, l'étroitesse chronique des marges, due à la fragmentation du secteur et à la rude concurrence de plusieurs établissements régionaux parapublics, n'a pas permis de compenser totalement les pertes sur prêts, menaçant les réserves de fonds propres amassées au cours des années 90. Dans le contexte actuel, certains établissements pourraient avoir des difficultés à dégager les recettes nécessaires pour faire face à une nouvelle baisse significative de la qualité des actifs. Néanmoins, le secteur bancaire allemand continue globalement d'afficher une capitalisation adéquate (graphique VII.7). Dans le but d'atténuer les pressions sur leurs bénéfices et de mieux adapter la tarification au risque encouru, il aurait déjà accru ses marges sur les prêts aux PME, ce dont celles-ci pourraient pâtir. Toutefois, l'abolition, attendue en 2005, des garanties officielles de l'État aux banques régionales et aux caisses d'épargne devrait, à terme, contribuer à alléger les pressions sur leurs marges.

La situation du secteur financier demeure difficile au Japon, car la faiblesse de l'activité et une baisse supplémentaire des prix alourdissent les pressions. Contraintes par de nouvelles règles comptables de réviser l'évaluation de leurs prêts aux entreprises en difficulté, les banques ont montré une plus grande détermination à résoudre leurs graves problèmes de créances non productives. Sur l'exercice 2002, les principales d'entre elles ont subi quelque ¥3 000 milliards de moins-values sur leurs portefeuilles d'actions et constitué plus de ¥5 000 milliards de provisions pour pertes sur prêts.

Les banques ont rencontré plus de difficultés en Allemagne ...

... et sont restées confrontées à des problèmes au Japon

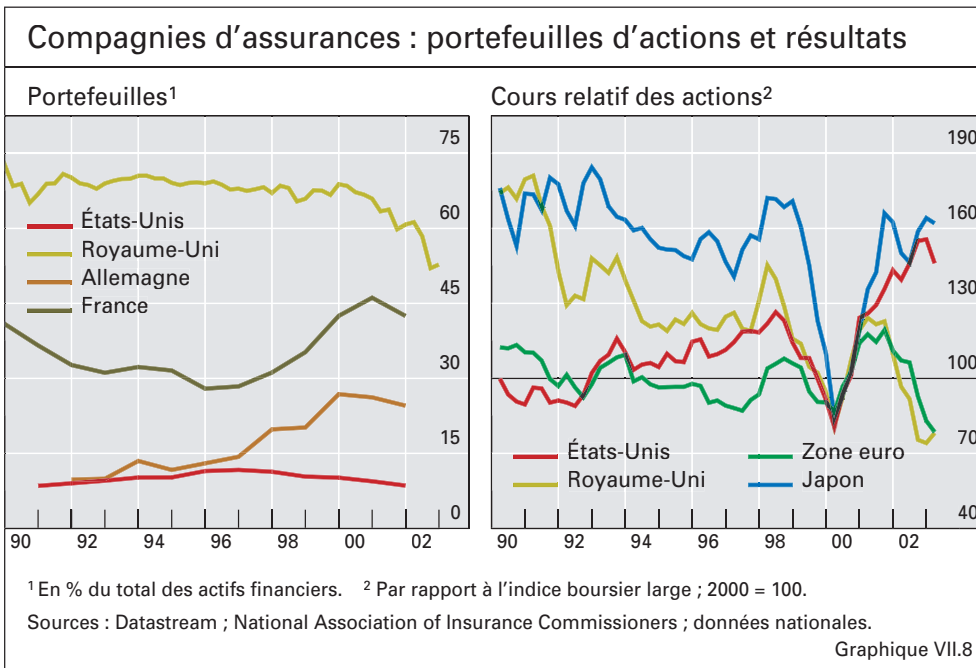


En conséquence, leurs pertes publiées dépassent ¥4 000 milliards. Pour renforcer leur ratio de fonds propres, elles ont émis environ ¥2 000 milliards d'instruments de capital, sous forme d'actions ordinaires ou préférentielles et de titres de dette à conversion obligatoire en actions préférentielles (chapitre VI). Cependant, dans divers cas, le placement s'est réalisé auprès de sociétés apparentées ou de leur propre clientèle. Il n'est donc pas possible de conclure que ces apports de capitaux témoignent clairement de la confiance des investisseurs extérieurs. Malgré ces émissions, le ratio de fonds propres de quelques-unes des plus grandes banques japonaises s'est fortement dégradé ; il termine l'exercice bien en deçà de 10 % pour certaines, en dépit, parfois, d'injections antérieures de fonds publics. En outre, leur situation de fonds propres pourrait être nettement plus faible qu'il n'y paraît, car ceux-ci incluent une proportion notable de remises d'impôts, qui ne deviendront effectives que si les banques dégagent des bénéfices substantiels dans un avenir proche. C'est d'ailleurs en réaction aux doutes exprimés par ses auditeurs sur ses prévisions de résultats qu'un important établissement a ramené l'estimation de ses remises d'impôts à un niveau suffisamment bas pour déclencher une intervention des pouvoirs publics.

#### *Compagnies d'assurances*

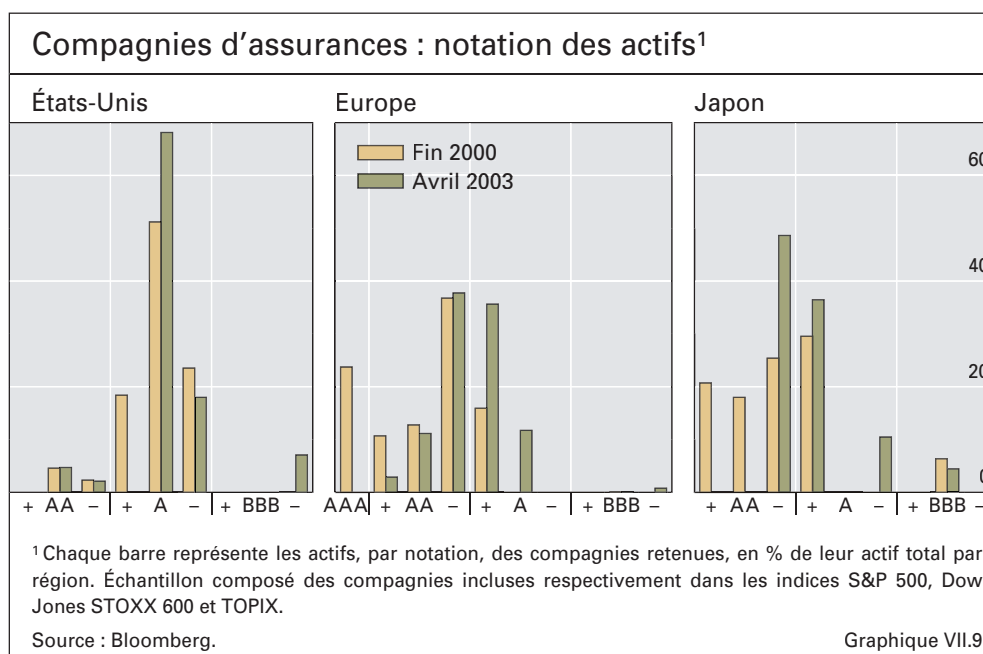
Les résultats du secteur de l'assurance ont été nettement inférieurs à ceux des banques en 2002. Cela s'explique surtout par les rendements décevants de leurs portefeuilles, qui ont réduit les bénéfices ou même engendré des pertes. Dans l'assurance vie, les bénéfices ont pâti, en outre, du niveau élevé des rendements garantis par les polices. Dans les autres domaines, y compris la réassurance, la faiblesse des rendements a été en partie compensée par un excédent d'exploitation en hausse. Les primes ont progressé et le montant des sinistres, qui avait fortement augmenté en 2001 avec les attentats aux États-Unis et diverses catastrophes naturelles, est redescendu à des niveaux plus habituels.

Les résultats des compagnies d'assurances ont été inférieurs à ceux des banques ...



La faible rentabilité des placements effectués par les compagnies d'assurances tient à deux facteurs. Tout d'abord, le rendement des obligations à l'émission a fortement diminué du fait de la nette détente de la politique monétaire. Plus important, le recul des cours des actions et des obligations a réduit la valeur des actifs ; du reste, étant donné les règles comptables en vigueur dans de nombreux pays, il se pourrait même que les comptes publiés ne reflètent pas encore l'intégralité de ces pertes. Une analyse par pays montre une corrélation entre le degré d'exposition au marché des actions et la moins bonne tenue des cours boursiers du secteur de l'assurance (graphique VII.8). La comparaison du Royaume-Uni et des États-Unis en fournit une excellente illustration. Les assureurs britanniques, traditionnellement

... du fait de pertes sur placements



détenteurs d'importants portefeuilles d'actions, ont plus souffert en Bourse du contexte actuel que leurs homologues américains, dont l'exposition en actions est le plus souvent limitée par la réglementation.

Dégradation des notes dans l'assurance

Les pertes sur placements et la faiblesse des résultats d'exploitation ont nui à la note de plusieurs compagnies d'assurances en 2002. Certaines ont réagi en réduisant les dividendes, ou en levant des fonds propres pour raffermir leur bilan. D'autres ont été déclassées (graphique VII.9) et quelques-unes, plus petites, ont fait faillite. Si les déclassements ont été plus nombreux en Europe et au Japon qu'aux États-Unis, la solvabilité moyenne des compagnies d'assurances européennes demeure néanmoins plus élevée.

## Origines de la capacité de résistance

La résistance du secteur financier tient à des facteurs structurels et conjoncturels

Des facteurs conjoncturels et structurels ont contribué à la résistance des banques dans la plupart des économies industrialisées. Sur le plan conjoncturel, plusieurs aspects atypiques du récent ralentissement ont limité les pertes sur prêts par rapport aux expériences antérieures, en dépit des grosses difficultés rencontrées par les sociétés non financières. Sur le plan structurel, la gestion du risque par les banques s'est sans doute considérablement améliorée depuis quelques années, et les évolutions constatées sur les marchés ont facilité la redistribution du risque de crédit sur l'ensemble du secteur.

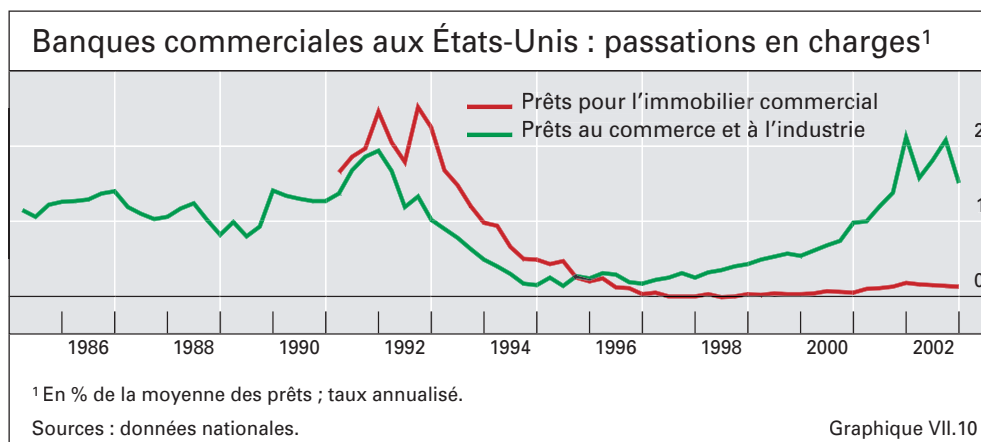
### *Facteurs conjoncturels*

Le dernier ralentissement a été atypique

Deux caractéristiques inhabituelles du récent ralentissement de l'activité économique ont contribué à en atténuer les effets sur les intermédiaires financiers, et plus particulièrement sur les banques. Tout d'abord (chapitre II), ce ralentissement trouve sa cause première dans la correction spontanée d'une expansion tirée par l'investissement et accompagnée d'une évaluation excessive des actions, et non pas dans un resserrement monétaire justifié par l'accroissement des tensions inflationnistes. En conséquence, la politique monétaire a pu être notablement assouplie à mesure que l'activité fléchissait. Le faible niveau des taux d'intérêt a participé à la seconde caractéristique atypique de ce ralentissement : la bonne tenue relative des prix immobiliers. Pour le logement, la hausse s'est poursuivie, voire accélérée dans certains pays (chapitre VI). Pour l'immobilier commercial, le repli n'a pas atteint l'ampleur qu'il a souvent eue par le passé.

La qualité du crédit s'est moins dégradée que lors des cycles précédents ...

La baisse des taux d'intérêt allégeant le service de la dette et les prix élevés de l'immobilier ayant une incidence positive sur les bilans, la qualité des prêts s'est bien moins dégradée que lors des phases de ralentissement antérieures. L'atonie de l'économie et la correction des excès dans plusieurs secteurs, dont les télécommunications et technologies de l'information, ont certes engendré un accroissement substantiel des pertes sur prêts au commerce et à l'industrie (graphique VII.10). Toutefois, les pertes sur crédits immobiliers, notamment sur biens commerciaux, sont restées modérées. En revanche, les investisseurs davantage exposés en actions et supportant des coûts d'indemnisation rigides, compagnies d'assurances en particulier, ont



essuyé des pertes plus importantes dans ce dernier cycle, suite au recul marqué des marchés boursiers et à la chute des taux d'intérêt à long terme.

Dans de nombreux pays, le tassement assez modéré de l'immobilier commercial s'explique en grande partie par l'absence d'excès dans ce segment durant la phase d'expansion. Contrairement aux prix du logement, ceux des biens commerciaux étaient restés très inférieurs à leur sommet précédent (tableau VII.2). De plus, l'activité de construction était demeurée modérée dans la plupart des pays. En conséquence, lorsque la croissance s'est ralentie, la

... notamment pour les prêts à l'immobilier

Prix de l'immobilier								
	Immobilier commercial <sup>1</sup>			Immobilier d'habitation			Pour mémoire : dette des ménages <sup>2</sup>	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	Variation nominale <sup>3</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>
États-Unis	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Japon <sup>5</sup>	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Allemagne	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Royaume-Uni	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
France	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italie	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Canada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Espagne	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Pays-Bas	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australie	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Suisse	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgique	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Suède	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norvège	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Danemark	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finlande	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irlande	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100	...	...

<sup>1</sup> Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes. <sup>2</sup> Concept de comptabilité générale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> Variation annuelle, en %. <sup>4</sup> Par rapport au précédent pic des prix, en termes réels ; en %. <sup>5</sup> Terrains.

Sources : Catella Property Consultants ; Frank Russell Canada Ltd ; Investment Property Databank Ltd ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Nomisma ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau VII.2

hausse des taux d'inoccupation et la baisse des loyers et des prix sont restées généralement mesurées, si bien que les emprunteurs ont moins souffert. Il est vrai que la progression observée des taux d'inoccupation ne reflète peut-être que partiellement la sous-utilisation réelle, dans la mesure où certains locataires peuvent chercher à sous-louer les surfaces dont ils n'ont plus l'utilité. Dans ce cas, cependant, les propriétaires continuent de percevoir leur dû, ce qui leur permet d'honorer leurs engagements.

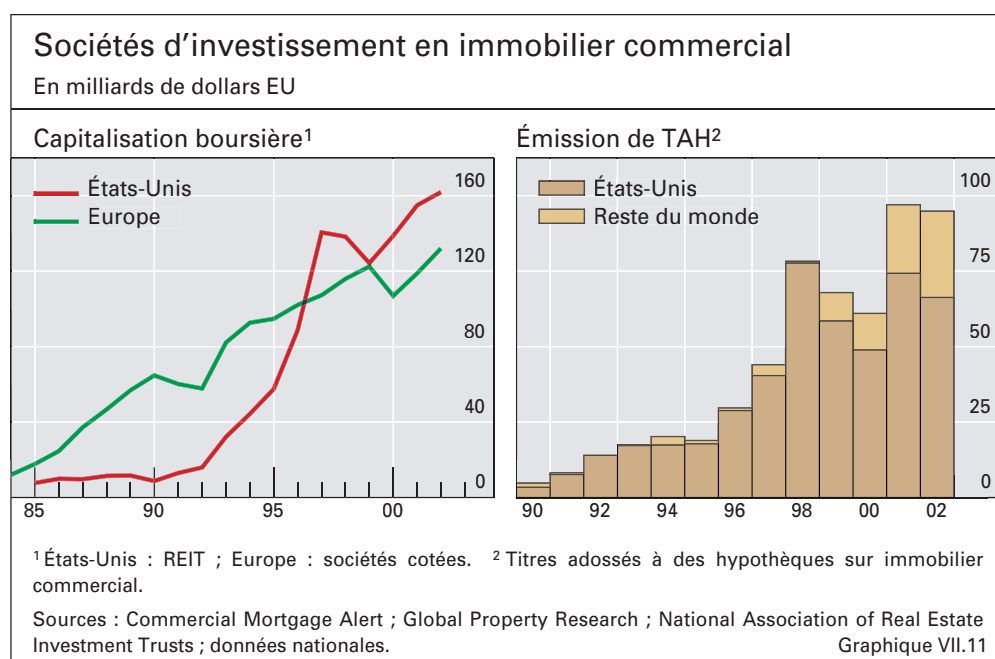
L'immobilier commercial a évolué en fonction de la demande

L'offre excédentaire dans la construction ayant été moindre que par le passé, les prix des biens commerciaux ont dépendu de la demande. La croissance continue de la consommation dans de nombreux pays a accru les besoins de la distribution. En revanche, les bureaux et les bâtiments industriels ont été sévèrement touchés là où l'économie était atone, soit du fait d'une conjoncture globalement mauvaise, comme en Allemagne, soit à cause de difficultés spécifiques à un secteur, comme dans la Silicon Valley aux États-Unis. L'immobilier commercial dans certaines places financières a subi le contrecoup du recul de l'activité de banque d'affaires. Dans les agglomérations où le tissu économique est plus varié, il semble avoir enregistré de meilleurs résultats.

La prudence de l'immobilier reflète les pertes antérieures ...

La prudence relative du marché de l'immobilier commercial sur le dernier cycle résulte de plusieurs facteurs. Les pertes mémorables subies lors de l'effondrement de ce segment au début des années 90 ont vraisemblablement incité investisseurs et prêteurs à la circonspection, les poussant à examiner minutieusement chaque projet. De plus, l'absorption graduelle des surcapacités engendrées alors par l'essor du bâtiment a probablement contribué, elle aussi, à freiner l'investissement. L'accroissement du financement de marché, avec entre autres les fonds de placement immobilier, les sociétés immobilières cotées et les titres adossés à des hypothèques (graphique VII.11), a sans doute également concouru à la relative stabilité du secteur en améliorant la discipline et la transparence. Il a permis, en outre, une plus large répartition des risques en limitant l'exposition des

.... et une plus grande vigilance





prêteurs à des projets particuliers. Enfin, ces instruments ont favorisé l'arrivée de nouveaux investisseurs, ce qui pourrait accroître les sources de fonds en cas de difficultés chez les bailleurs traditionnels.

### Facteurs structurels

Si les caractéristiques du dernier cycle ont permis d'en limiter les effets négatifs sur les établissements financiers, et notamment les banques, deux autres facteurs sont intervenus dans le même sens. Premièrement, dans de nombreux pays, les entreprises ont tendance, ces dernières années, à s'endetter davantage sur les marchés qu'auprès des établissements de crédit (graphique VII.12). En conséquence, les pertes qui avaient dû être absorbées par les banques au cours des précédentes récessions ont pu, cette fois, être partagées avec les investisseurs de portefeuille. Deuxièmement, les risques ont été mieux répartis au sein du secteur bancaire et leur concentration a été, dans l'ensemble, mieux maîtrisée.

Ces évolutions tiennent, entre autres, à une amélioration de la mesure et de la gestion du risque de crédit par les banques. Celles-ci ont notamment bénéficié des progrès des technologies de l'information, qui facilitent l'évaluation et la tarification du risque en fonction de l'emprunteur et aident à surveiller les concentrations potentielles. Ce surcroît d'attention à l'égard du risque constitue également une réponse aux pressions des marchés et des autorités de contrôle pour en améliorer la tarification, augmenter les niveaux de fonds propres et rendre plus efficace l'allocation du capital.

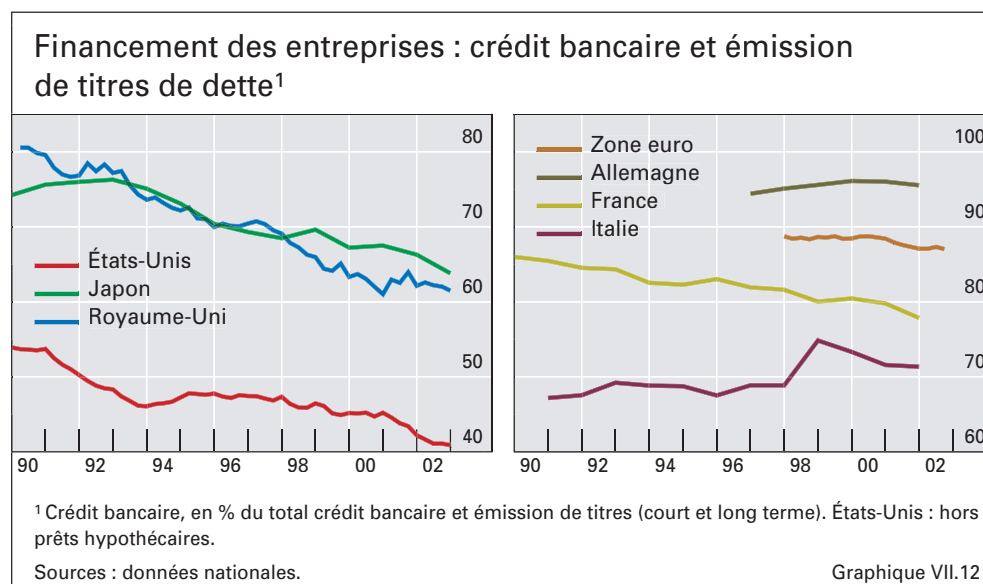
La plus large diffusion du risque a également été facilitée par le développement des marchés traditionnels et l'émergence de nouveaux : obligations d'entreprises, prêts consortiaux, titres adossés à des actifs et dérivés de crédit.

La désaffection pour les emprunts bancaires et le recours accru aux émissions d'obligations, ces dernières années, s'expliquent par des facteurs d'offre et de demande. L'accès à l'obligataire a été facilité, et son coût abaissé, par l'expansion du marché des titres à haut rendement, en particulier aux

Une répartition plus large du risque de crédit a été rendue possible par ...

... une meilleure gestion du risque de crédit ...

... et un marché plus profond pour le transfert du risque :



États-Unis, et par le développement d'un compartiment paneuropéen avec la mise en place de la monnaie unique en 1999. Il semble, en outre, que beaucoup d'entreprises aient voulu tirer parti de rendements proches de leur plus bas niveau historique et décidé de s'affranchir du risque de refinancement en substituant des obligations à leur endettement à court terme, y compris auprès des banques (chapitre VI). Cet allongement des échéances a également été favorisé par la réticence grandissante des banques à octroyer des lignes de soutien pour l'émission de papier commercial, en raison d'une plus forte sensibilité aux risques correspondants.

crédits  
consortiaux ...

Sur le marché des crédits consortiaux aux entreprises, les banques ont pu transférer une part substantielle du risque de crédit vers d'autres investisseurs, en particulier compagnies d'assurances, OPCVM, fonds de pension, fonds spéculatifs et structures de titrisation. Ces dernières années, l'apport de ces entités a représenté environ un dixième de l'encours des crédits consortiaux aux États-Unis, et les expositions qu'elles ont acceptées comportaient un niveau de risque sensiblement plus élevé que celles des banques (tableau VII.3). Les résultats bien inférieurs de ces crédits reflètent probablement un plus grand appétit pour le risque de la part des investisseurs non bancaires, mais aussi la cession de prêts douteux par des banques désireuses de limiter la détérioration de leur portefeuille. D'ailleurs, la part des opérations de ce type sur le marché secondaire a fortement augmenté récemment.

... titres adossés  
à des actifs ...

Les banques se sont également de plus en plus tournées vers le marché des titres adossés à des actifs, afin de limiter leur exposition à une grande diversité de crédits. L'encours de ces titres s'est vivement accru ces dernières années aux États-Unis et surtout en Europe, où il a progressé de plus de 50 % par an (graphique VII.13). Aux États-Unis, marché le plus vaste pour ce type de produit, les supports les plus courants sont les prêts hypothécaires au logement ; les prêts à la consommation, crédits aux entreprises et créances à recouvrer sont aussi utilisés largement. Le schéma est assez voisin en Europe.

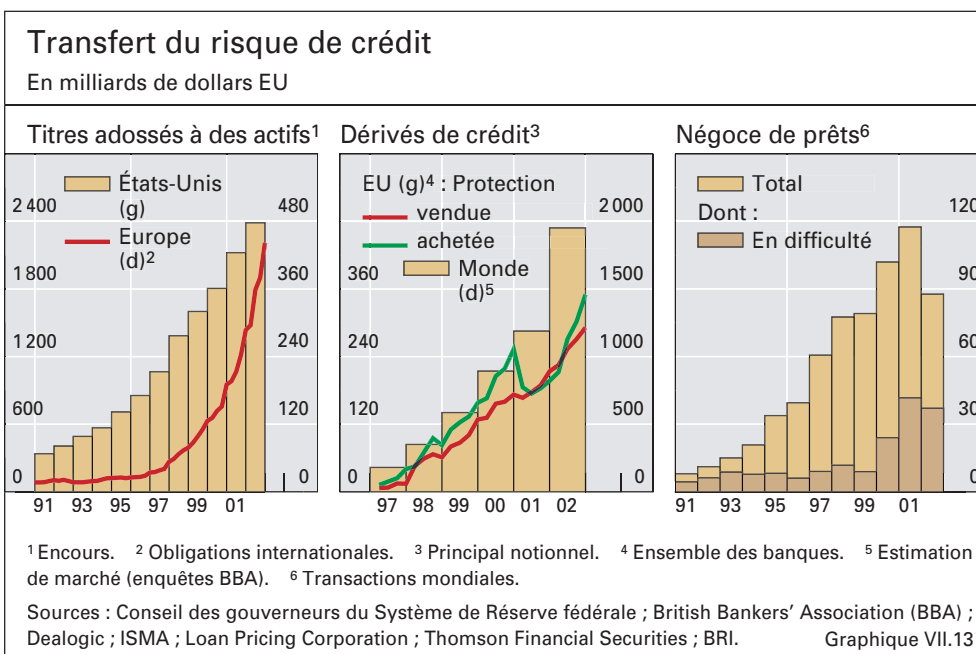
... et dérivés de  
crédit

Le marché des dérivés de crédit – contrats sur défaut d'emprunteur, effets sur défaut et contrats sur rendement total – a connu une expansion extrêmement rapide ces dernières années. Le principal notionnel de ces contrats a été quasiment décuplé depuis la fin de la décennie 90, pour avoisiner \$2 000 milliards en 2002. Ce montant élevé représente cependant

Crédits consortiaux aux États-Unis <sup>1</sup>								
	Par catégorie de prêteurs <sup>2</sup>			<i>Pour mémoire : total (en mrd de \$)</i>	Créances incertaines <sup>2, 3</sup>			
	Banques américaines	Organisations bancaires étrangères	Établissements non bancaires		Banques américaines	Organisations bancaires étrangères	Établissements non bancaires	Ensemble
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

<sup>1</sup> Encours de crédits et facilités non utilisées. <sup>2</sup> Sur la base de montants en dollars ; en % du total. <sup>3</sup> Part des créances classées sensibles, douteuses ou irrécouvrables par les inspecteurs, en % des montants accordés.

Source : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale. Tableau VII.3



davantage des activités de négoce et de tenue de marché que des positions nettes correspondant à des opérations de couverture ou de prise de risque. Ainsi, les achats de protection par les banques américaines ont suivi une évolution globalement parallèle à celle de leurs ventes de protection depuis 1997, passant d'un niveau négligeable à quelque \$300-350 milliards à fin 2002. Au fil du temps, la position nette des banques américaines a considérablement fluctué par rapport à leurs positions brutes, ces établissements se retrouvant occasionnellement vendeurs nets de protection. Fin 2002, néanmoins, les banques américaines étaient acheteuses nettes de garanties de crédit à hauteur de \$60 milliards, ce qui équivaut à peu près à 8 % de leurs prêts au commerce et à l'industrie.

Une enquête réalisée par Fitch Ratings auprès d'un nombre important de grands établissements financiers américains et européens précise la taille et la structure du marché des dérivés de crédit à l'automne 2002 (tableau VII.4). Les positions brutes de ces établissements s'élevaient à \$1 200 milliards en principal notionnel, auxquels s'ajoutaient \$117 milliards pour les créances adossées à des titres de dette. Les banques détenaient la majeure partie des positions, mais les compagnies d'assurances et les organismes d'assurance-crédit étaient aussi très présents. Les positions nettes étaient beaucoup plus faibles pour tous les établissements. Au moment de l'enquête, les banques américaines et européennes étaient acheteuses nettes de protection, tandis que les compagnies d'assurances et, logiquement, les pourvoyeurs de garanties financières étaient d'importants vendeurs nets. En Europe, les grandes banques avaient acheté une protection auprès d'établissements régionaux de second rang désireux d'obtenir des rendements plus attrayants et de diversifier leur risque de crédit.

Les établissements financiers ont utilisé ces marchés à des degrés divers, afin de transférer le risque non seulement à d'autres secteurs, mais aussi par-delà les frontières. Ces transferts à l'étranger ont été les plus fréquents

Les banques sont acheteuses nettes de protection de crédit ...

... et les compagnies d'assurances vendeuses nettes

## Dérivés de crédit<sup>1</sup>

Fin septembre 2002, en milliards de dollars EU

	Contrats sur défaut	Produits de portefeuille	Effets sur défaut	Contrats sur rendement total	Autres	Total <sup>2</sup>	Pour mémoire : CATD <sup>3</sup>
Positions brutes <sup>4</sup>							
Total	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
États-Unis	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banques	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Compagnies d'assurances	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Garants	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europe	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banques	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Compagnies d'assurances	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
Positions nettes <sup>4</sup>							
Total	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
États-Unis	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banques	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Compagnies d'assurances	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Garants	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europe	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banques	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Compagnies d'assurances	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

<sup>1</sup> Synthèse des réponses à une enquête auprès de quelque 150 intervenants sur dérivés de crédit, essentiellement vendeurs de protection. <sup>2</sup> Autres régions : \$13,9 milliards (montant brut) et \$8,7 milliards (montant net). <sup>3</sup> Créances adossées à des titres de dette. Autres régions : \$0,6 milliard. <sup>4</sup> Positions brutes : ensemble des ventes brutes de protection à des contreparties ; mesure de la perte maximale en cas de défaut de toutes les références sous-jacentes à ces contrats. Positions nettes : ensemble des ventes nettes de protection, après compensation des positions envers la même référence. Les définitions précises des expositions brutes et nettes varient selon les participants à l'enquête, en fonction notamment de leur système de notification interne.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.4

Ces marchés permettent aussi de transférer le risque par-delà les frontières

pour les crédits consortiaux et les obligations d'entreprises. Ainsi, sur le marché des crédits consortiaux, les organisations bancaires européennes et japonaises ont participé à hauteur d'environ 30 % aux montages en faveur des emprunteurs des États-Unis, ces dernières années (tableau VII.5). Les banques américaines et japonaises, quant à elles, ont fourni environ 20 % des crédits consortiaux aux entreprises d'Europe. Des données aussi détaillées font défaut pour le marché des titres adossés à des actifs ; pour les obligations d'entreprises américaines, des statistiques montrent toutefois que la part des détenteurs étrangers a nettement augmenté dans le même temps, à plus de 20 % de l'encours total, soit un volume de \$1 300 milliards à fin 2002.

Les quelques données disponibles n'incitent pas à penser que l'utilisation des dérivés de crédit a entraîné un transfert géographique. Globalement, l'enquête de Fitch Ratings ne fait pas ressortir des vendeurs nets dans une région et des acheteurs nets dans une autre. Au niveau des établissements,

Crédits consortiaux aux agents non financiers						
En %						
Résidence de l'emprunteur	Pays d'origine du créancier					Pour mémoire : par rapport au crédit bancaire <sup>2</sup>
	États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Autres <sup>1</sup>	
États-Unis						
1993-95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996-99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000-02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Zone euro						
1993-95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996-99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 <sup>3</sup>
2000-02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Royaume-Uni						
1993-95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996-99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000-02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japon						
1997-99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000-02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

<sup>1</sup> Y compris crédits dont l'origine géographique n'est pas recensée. <sup>2</sup> Moyenne des montages organisés durant la période (montants utilisés ou non), en % de l'encours total moyen des prêts bancaires aux sociétés non financières. <sup>3</sup> 1997-99.

Sources : Dealogic Loanware ; données nationales ; calculs BRI. Tableau VII.5

une étude récente auprès de grandes banques américaines montre que, pour celles-ci, l'immense majorité des contrats sur défaut (dérivés de crédit les plus répandus) ont été conclus avec des contreparties aux États-Unis.

## Sources de vulnérabilité

Si les établissements financiers ont, dans l'ensemble, assez bien traversé le cycle récent, leur solidité pourrait être affectée par certains risques. Les principaux sont liés aux incertitudes entourant les perspectives macroéconomiques ; il est évident qu'un fléchissement inattendu de l'activité réduirait encore la valeur des actifs et pèserait davantage sur les bilans. Outre ce facteur conjoncturel, certains établissements sont également exposés à des risques juridique et de réputation, en conséquence de leurs pratiques durant la phase d'expansion de la fin des années 90, tandis que la fragilité possible des nouveaux marchés de transfert du risque de crédit pourrait être préjudiciable aux intervenants.

### Risques conjoncturels

Plusieurs risques pouvant affecter les établissements financiers dépendent essentiellement des résultats de l'économie mondiale. La remontée progressive de la croissance vers son niveau potentiel, généralement attendue, serait de nature à améliorer, à terme, la qualité de leurs actifs et donc de leurs bénéfices. Toutefois, une persistance de l'atonie économique ou,

Principal risque :  
persistance  
de l'atonie  
économique

a fortiori, un fléchissement de l'activité pourrait les soumettre à des tensions, en érodant davantage leur volant de fonds propres, qui leur a permis de résister jusqu'à maintenant.

Rôle clé des  
prix des actifs

Une faiblesse des prix des actifs jouerait vraisemblablement un rôle clé dans un tel scénario. Au moment de la rédaction de ces lignes, les cours des actions, malgré leur long repli, restent relativement élevés, dans l'anticipation d'une vive remontée prochaine des bénéfiques (chapitre VI). En outre, l'expérience montre qu'ils ont tendance à sursurréagir en phase finale d'une ample correction. Ils pourraient donc repartir à la baisse si la reprise se faisait attendre. De même, les prix immobiliers ont montré des signes de tassement ces derniers mois (chapitre VI). En cas d'atonie économique persistante, ils pourraient bien se contracter nettement, au moins là où leur progression a été la plus vigoureuse. En outre, le recours croissant aux financements de marché, dans l'immobilier commercial, pourrait être à double tranchant : si les conditions financières se détérioraient, les investisseurs pourraient se reporter sur des actifs sûrs et liquides, ce qui entamerait la valeur des titres adossés à des créances sur immobilier commercial, comme cela s'est produit à l'automne 1998.

Les compagnies  
d'assurances sont  
les plus exposées

Étant donné la structure de leur portefeuille, les compagnies d'assurances sont les plus exposées à un nouveau recul prononcé des prix des actifs, surtout en présence de faibles taux d'intérêt. La situation de leurs fonds propres, sérieusement affaiblie, ne leur laisse qu'une marge de manœuvre limitée, et une détérioration des conditions de marché pourrait rendre plus difficile leur collecte de capitaux supplémentaires. De surcroît, recommencer dans l'urgence à vendre des actions ne ferait qu'accélérer la chute des cours.

La valeur des portefeuilles d'actifs des systèmes de prévoyance professionnelle a fortement diminué, ces dernières années, sous l'effet de la baisse des actions, de défaillances d'entreprises et de l'élargissement des marges de crédit. Les fonds de pension ont également souffert du bas niveau des taux d'intérêt, qui a accru la valeur actuarielle de leurs exigences. La diminution du taux de couverture de ces passifs a contraint de nombreux employeurs, notamment les grands groupes industriels aux effectifs relativement âgés, à accroître leur contribution, alors même que leurs bénéfiques se contractaient. En outre, compte tenu des conventions comptables appliquées dans de nombreux pays, l'augmentation des charges au titre des fonds de pension devrait peser durablement sur les bénéfiques déclarés des sociétés dotées d'un important régime de retraite à prestations déterminées, retardant ainsi la remontée du cours de leurs actions en cas de reprise économique. Pour plusieurs entreprises, cette sous-capitalisation du fonds de pension a fait craindre une incidence négative sur leur structure de capital, ce qui a entraîné un abaissement de leur note de crédit et alourdi leurs coûts de financement (chapitre VI).

Les fonds de  
pension pourraient  
aussi subir des  
tensions

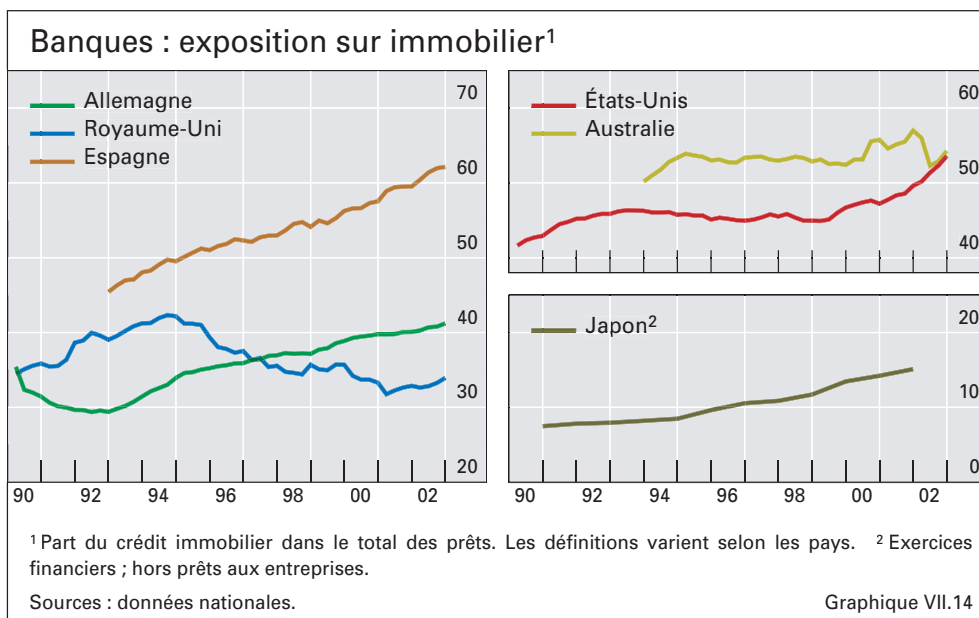
Une diminution supplémentaire des prix des actifs accroîtrait la pression sur la situation financière des fonds de pension à prestations déterminées et des sociétés concernées. Comme les opérateurs de marché ont davantage conscience des effets possibles des exigences liées aux retraites sur les bilans des entreprises, les cours des actions et des obligations pourraient

devenir plus sensibles à la situation de financement de ces fonds. De plus, de nombreux pays apportent ou préparent des changements aux règles et pratiques régissant le traitement comptable de ces postes du bilan et leur prise en compte dans le résultat publié. Il est vraisemblable que ces changements ne vont pas faciliter la tâche des entreprises en cas de dévalorisation des actifs, car ils vont généralement restreindre la latitude dont elles disposaient pour amortir sur une plus longue période l'incidence d'un déficit de financement des retraites.

Une atonie économique prolongée accompagnée d'une baisse des prix des actifs pèserait également, mais à plus longue échéance, sur la situation financière des banques. En dépit de leurs efforts récents pour restructurer leur bilan, les entreprises demeurent souvent très endettées, de sorte que la persistance d'une croissance inférieure à la normale, en comprimant leurs recettes et leurs bénéfices, pourrait alourdir les pertes sur prêts des établissements bancaires. D'autant que ceux-ci restent assez largement exposés vis-à-vis de secteurs déprimés tels que technologies de l'information, médias, télécommunications et tourisme/transports. Un repli des prix immobiliers leur serait également préjudiciable, car la proportion de leurs prêts garantis par des biens immobiliers est très élevée dans de nombreux pays et s'est même parfois accrue ces derniers temps (graphique VII.14). Si les revenus et l'emploi progressent peu et que la dégrue des prix du logement limite les possibilités de financement offertes par les plus-values immobilières, la dégradation de la qualité des prêts aux ménages, qui a déjà durement touché les moins solvables, pourrait bien se généraliser. Un tassement de l'activité et des prix immobiliers aurait également des répercussions sur les crédits à l'immobilier commercial, fragilisant l'une des bases de la solidité des banques et des compagnies d'assurances pendant la récente phase de ralentissement.

Les effets négatifs pour les banques pourraient se faire sentir plus tard

Une faiblesse économique prolongée pourrait induire une hausse des taux d'intérêt à long terme, soit par le biais d'une détérioration des finances





Certains établissements peuvent être exposés en cas de hausse des taux d'intérêt

publiques, soit en déclenchant une fuite vers la liquidité en réaction à la montée des incertitudes. Une telle évolution présenterait des risques pour les établissements financiers fortement exposés aux variations de taux. Pour quelques opérateurs, cette exposition s'inscrirait dans une stratégie d'anticipation de stabilité ou de recul ultérieur des taux ; pour d'autres, comme les banques japonaises, elle traduirait l'absence de solution de rechange. Par ailleurs, certains établissements pourraient éprouver des difficultés à couvrir leurs positions complexes sur taux d'intérêt, par exemple les agences paragouvernementales américaines opérant sur le marché hypothécaire, qui encourent un risque de remboursement anticipé. De surcroît, une fois amorcée, la hausse des taux pourrait être amplifiée par un amenuisement de la liquidité de marché, si elle conduisait des opérateurs à se retirer des transactions et de la tenue de marché, comme au début de 1994. Certes, une reprise économique plus forte qu'attendu ferait, elle aussi, monter les taux d'intérêt, mais, alors, la hausse des revenus et des prix des actifs aiderait, à l'évidence, à atténuer les risques pour les établissements financiers.

#### *Autres risques*

Même si les prix des actifs se raffermissent à mesure que l'économie mondiale poursuit son redressement, certains établissements financiers pourraient être confrontés à d'autres difficultés, héritées en partie de la phase d'expansion de la fin des années 90. Elles auraient, pour l'essentiel, deux origines : risques juridique et de réputation, découlant des pratiques de ces établissements durant la phase d'expansion ; problèmes potentiels liés au fonctionnement des nouveaux marchés de transfert du risque de crédit. Ces difficultés sont plus malaisées à évaluer et pourraient être moins généralisées que celles qui résulteraient d'une faiblesse économique accompagnée d'une baisse des prix des actifs. Elles pourraient néanmoins affecter les grands établissements financiers et, selon les circonstances, avoir en fin de compte des répercussions plus larges.

Risques juridique et de réputation pour les plus gros établissements

Il est difficile d'évaluer à ce stade l'ampleur des risques juridique et de réputation auxquels pourraient être exposées les grandes banques d'affaires en conséquence des pratiques suivies à la fin des années 90. Plusieurs grands établissements opérant aux États-Unis ont récemment conclu un accord avec les autorités, aux niveaux fédéral et des États, pour le règlement de problèmes liés à l'analyse financière et à la conduite des introductions en Bourse. Cet accord imposait des amendes substantielles mais supportables. Il n'a toutefois pas exclu l'éventualité d'une action ultérieure des autorités à l'encontre de comportements douteux concernant Enron ou d'autres entreprises en difficulté, ni limité les poursuites de la part d'investisseurs privés.

Fin 2002, deux grosses banques américaines ont constitué des réserves destinées à couvrir les coûts anticipés des enquêtes et litiges de cette nature. Étant donné l'incertitude inhérente à ces procédures, le nombre potentiellement élevé de demandeurs et l'importance possible des dommages réclamés, il n'est pas facile d'évaluer le niveau approprié de ces réserves. Il est donc concevable que les coûts ultimes excèdent les ressources qui leur ont été affectées jusqu'à maintenant. En conséquence, dans un scénario extrême, des

établissements pourraient voir leur note de crédit déclassée et se trouver exposés à des difficultés de trésorerie accrues.

La dépendance de certains établissements financiers à l'égard des marchés de transfert du risque de crédit suscite quelques interrogations. Premièrement, si ces marchés ont traité avec succès plusieurs faillites de grosses entreprises, de nouvelles difficultés ne sont pas à exclure, car ils sont encore relativement récents et n'ont pas fait la preuve de leur solidité en période de fortes tensions. En particulier, la répartition ultime du risque de crédit manque de transparence, de sorte que certains participants peuvent accepter davantage de risques que ne le croient leurs homologues ou les autorités financières. De surcroît, la concentration du marché sur un nombre restreint de grands établissements et les interactions ainsi créées signifient que les problèmes pourraient engendrer des effets de contagion au sein du groupe, en dépit des efforts des opérateurs pour réduire leur exposition. La contagion, en limitant la liquidité et la capacité du marché, pourrait se propager aux autres intervenants et provoquer une contraction et un renchérissement du crédit.

Un second risque pour ces marchés est lié à une préoccupation structurelle plus fondamentale. Nombre d'établissements financiers recourant aux dérivés pour gérer leur risque de crédit entretiennent des relations commerciales (dans le cadre d'activités de prêt ou de placement) avec les entreprises dont elles négocient le risque. De ce fait, il se peut qu'ils aient accès à des données non publiques de nature à leur conférer un avantage déloyal sur les opérateurs moins informés. Négocier en utilisant ainsi des informations d'initiés peut tomber sous le coup de la loi et dissuader les contreparties éventuelles. Il est vrai que les établissements financiers ont mis en place des mécanismes internes destinés à garantir en principe que leurs cambistes n'ont pas accès à l'information non publique ou qu'ils ne peuvent pas l'utiliser dans leurs transactions. Ces mécanismes peuvent cependant limiter, parfois sensiblement, la capacité des établissements à se servir des dérivés de crédit pour gérer leur risque.

Préoccupations au sujet du nouveau marché de transfert du risque de crédit : opacité ...

... concentration ...

... et conflits d'intérêts

## Diversification de l'intermédiation et son incidence sur le secteur financier

Le cycle actuel se démarque du passé à la fois par les causes du ralentissement et par la résistance du secteur financier. Il soulève également quelques interrogations sur les rôles complémentaires de l'intermédiation de bilan et de marché face aux tensions financières. L'expérience récente montre qu'il importe de bien comprendre les forces et faiblesses de ces deux approches.

La valeur économique du système financier se mesure par sa capacité à acheminer les ressources des épargnants vers les utilisateurs à des fins de production et à répartir le risque entre les agents plus disposés et aptes à l'assumer. À cet égard, le meilleur système est celui qui remplit ces fonctions de façon efficiente, en étant le moins sujet aux perturbations et aux blocages.

Le principal avantage de l'intermédiation de bilan est qu'elle est mieux à même d'éviter les problèmes d'information et de motivation, grâce à un

Rôles complémentaires de l'intermédiation de bilan et de marché

Les opérations de bilan atténuent les problèmes d'information et de motivation ...

système interne de surveillance et à un réseau de relations diversifiées et durables. Toutefois, puisque ce sont généralement les intermédiaires qui assument sur leurs livres le risque de crédit qui en résulte, leurs possibilités de diversification sont limitées par la taille du bilan et par les coûts fixes des relations permettant la collecte d'une grande quantité de données.

... mais l'intermédiation de marché permet une diversification plus large

L'intermédiation de marché permet en revanche une meilleure dispersion des risques dans le système, pour autant que les portefeuilles des investisseurs finals soient bien diversifiés. Cette diversification s'appuie sur deux éléments : d'une part, des informations publiquement disponibles, utilisables par tous les investisseurs pour évaluer les risques et rendements respectifs des placements ; d'autre part, de faibles coûts de transaction, qui facilitent les ajustements de portefeuille en fonction de nouvelles données sur les entreprises. En conséquence, l'efficacité d'un système de marché repose sur deux éléments fondamentaux : négociabilité des titres ; réglementation de la communication financière et du traitement de l'information.

Alternative utile en période de tensions

La capacité d'alterner avec souplesse les deux modes d'intermédiation constitue une caractéristique souhaitable de tout système financier, car elle assure une plus grande solidité. En d'autres termes, ces deux modes représentent une forme de diversification à l'échelle du système, puisque des perturbations affectant l'un peuvent être atténuées en faisant davantage appel à l'autre. En outre, dans la mesure où les conglomérats financiers assurent à la fois l'octroi direct de crédit et les activités de placement et de tenue de marché, ils peuvent compter sur des flux de recettes plus réguliers que ceux des institutions spécialisées.

La consolidation peut réduire le choix entre les modes d'intermédiation ...

Cependant, les avantages économiques manifestes procurés par ce double mode d'intermédiation peuvent être amoindris par la consolidation au sein des grandes sociétés financières. Certes, chacune isolément, en ayant accès à une gamme élargie de fonctions et de produits, peut opérer sur plusieurs marchés et se diversifier, ce qui peut accroître sa rentabilité et réduire ses risques. Dans une perspective de stabilité systémique, toutefois, les plus gros conglomérats peuvent faire naître de nouveaux risques. Puisque les mêmes établissements s'engagent de manière croissante dans les deux modes d'intermédiation, leur base de fonds propres sert à étayer à la fois les opérations de bilan, les services de placement et la tenue de marché (tableau VII.6). Les pertes subies dans un compartiment pourraient alors peser sur l'établissement tout entier et avoir des répercussions sur ses autres activités.

... car ils s'appuient sur les mêmes fonds propres ...

Par voie de conséquence, un choc suffisamment puissant pourrait affecter un ou plusieurs conglomérats financiers complexes et, par là, perturber le fonctionnement des deux modes d'intermédiation. Le risque de contagion peut avoir augmenté, du fait que la consolidation s'est accompagnée d'une concentration notable des opérations sur les plus grands établissements. Un risque connexe tient au fait que, à mesure que les conglomérats diversifient leurs activités, le secteur financier dans son ensemble tend à s'uniformiser, puisque les profils de risque des principaux acteurs finissent par se ressembler. D'un côté, la diversification accrue des établissements peut renforcer la résistance du système financier à des chocs d'importance faible

... et les profils de risque des établissements finissent par se ressembler

Concentration par type d'activité				
En %				
Cinq premiers établissements par type d'activité ci-dessous	Part de ces cinq intervenants <sup>1</sup> dans :			
	Placement d'obligations internationales	Placement d'actions internationales	Montage de crédits consortiaux	Transactions sur dérivés
Placement d'obligations				
1991-93	36,5	42,2	7,4 <sup>2</sup>	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
Placement d'actions				
1991-93	29,8	60,4	7,7 <sup>2</sup>	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
Montage de crédits consortiaux (chefs de file)				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
Négoce de dérivés				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

<sup>1</sup> Part (en %) du volume total dans chaque type d'activité (colonnes) correspondant aux cinq premiers établissements par type d'activité (lignes). Par exemple, en 1991-93, les cinq premiers opérateurs pour le placement d'obligations s'adjudgeaient 36,5 % du volume total de ce marché et 42,2 % du volume total des actions internationales émises. <sup>2</sup> 1993 uniquement.

Sources : Dealogic ; Dealogic Loanware ; Swaps Monitor ; calculs BRI. Tableau VII.6

ou moyenne ; de l'autre, le manque de différenciation à l'échelle du système signifie qu'un choc plus important pourrait affecter simultanément tous les grands acteurs financiers d'une économie et engendrer des problèmes macroéconomiques. Il faut convenir que la mondialisation peut atténuer ce risque, car, si les établissements d'un pays sont en difficulté, leurs concurrents étrangers peuvent se substituer à eux.

Un autre coût économique associé à ces grands conglomérats dont les activités chevauchent les deux modes d'intermédiation réside dans la possibilité de conflits d'intérêts. L'exploitation de synergies dans la production de services financiers diversifiés peut créer des situations où les prestations d'un établissement seraient bénéfiques à certains clients, ou à l'établissement lui-même, au détriment des autres. Deux exemples illustrent ces objectifs conflictuels : souscription et placement de titres en faveur d'entreprises avec lesquelles les services commerciaux entretiennent des relations de crédit ; production, par un établissement, d'analyses financières sur des titres dont il assure le placement. L'expérience récente confirme que, dans de telles

Les conflits d'intérêts ...

... peuvent nuire à l'efficacité financière

circonstances, les pratiques suivies par les établissements peuvent réduire la capacité du système à traiter et analyser l'information. Cela a pu entraîner des distorsions dans le mécanisme de détermination des prix, qui ont compromis l'efficacité de l'allocation des ressources dans le système financier.

Pour les autorités de surveillance des marchés financiers, les établissements complexes associant les deux modes d'intermédiation posent trois défis. Premièrement, dans une perspective microprudentielle, leurs activités amènent à remettre en cause le cadre traditionnel de gestion des risques et, partant, la réglementation correspondante, qui sont bâtis sur la spécialisation des fonctions. Si un établissement élargit sa gamme d'activités, il est nécessaire d'adopter un dispositif de gestion du risque plus souple et plus général, suivant une approche globale. La participation des compagnies d'assurances au marché des dérivés de crédit comme vendeurs de protection illustre cet aspect, puisque ces instruments recouvrent des activités d'investissement et de placement de titres qui relèvent normalement d'une gestion distincte.

Deuxièmement, dans une perspective macroprudentielle, ces établissements complexes intensifient le risque qu'une concentration excessive pourrait faire peser sur la stabilité financière systémique. Comme cela a été montré, des tensions au sein d'un établissement peuvent se propager plus facilement à ses contreparties, lesquelles seraient d'ailleurs vraisemblablement exposées à des risques similaires, de sorte que plusieurs établissements seraient alors en proie simultanément à des difficultés. Pour cette raison, les régimes prudentiels et réglementaires doivent être adaptés à la nature spécifique des risques encourus par ces conglomérats complexes et aux coûts macroéconomiques pouvant résulter de tensions au sein de ces établissements.

Enfin, la probabilité accrue qu'un choc important soit préjudiciable à de nombreuses institutions en même temps doit être prise en compte par les pouvoirs publics pour savoir comment ils doivent réagir à un tel choc. Si les tensions sont concentrées sur un petit groupe d'intervenants, une action ciblée peut être efficace. Si elles sont généralisées, au contraire, une telle approche ne serait peut-être pas réalisable. Ainsi, les pouvoirs publics peuvent avoir à utiliser des outils plus généraux et nécessairement moins précis, baisse des taux d'intérêt, par exemple.

## VIII. Conclusion : vers une croissance mondiale plus équilibrée

L'économie mondiale se trouve confrontée à un dilemme fondamental dont l'acuité augmente avec le temps : comment corriger les déséquilibres de la croissance et des comptes extérieurs sur l'ensemble des grandes régions économiques, tout en assurant partout une croissance vigoureuse ? La question de savoir si, aux États-Unis, l'investissement prendra le relais de la consommation si celle-ci se met à faiblir ne constitue que l'un des aspects importants du problème. L'économie américaine ne bénéficie-t-elle pas, en effet, de politiques monétaire et budgétaire très expansionnistes et, plus récemment, de la dépréciation du dollar EU. Il convient plutôt de se demander si la demande intérieure va se renforcer ailleurs, notamment en Europe continentale et au Japon, après une longue période d'atonie. À cet égard, la baisse de la monnaie américaine représente à la fois un défi et une opportunité pour les pays dont le cours de change réel tend à augmenter. L'appréciation de leur monnaie va-t-elle simplement freiner leur croissance, et par suite celle de l'économie mondiale, ou induira-t-elle les réformes structurelles fondamentales et des politiques de la demande plus incitatives qui pourraient, à terme, améliorer notablement les résultats économiques ?

Pour l'avenir proche, les perspectives de croissance seront fortement influencées par deux paramètres essentiels : la propension à l'épargne et le goût du risque. Sur ces deux plans, les changements marqués qui se sont produits font peser des incertitudes sur l'avenir.

L'évolution de la propension à épargner aux États-Unis revêt une importance particulière, étant donné que ce pays a plus que largement contribué à l'expansion de la demande mondiale pendant près d'une décennie. Il convient de noter la baisse ininterrompue du taux d'épargne financière des ménages américains, dont l'incidence sur les paiements courants a bien soutenu la demande mondiale. Une tendance analogue a été observée dans divers autres pays, accompagnée souvent d'un accroissement sensible de la dette intérieure et extérieure. Des mouvements d'une telle ampleur ne peuvent que s'inverser, en partie tout au moins, affectant la dépense intérieure dans ces pays et le potentiel d'exportations d'autres économies. En Asie, où les taux d'épargne ont également fléchi mais restent généralement beaucoup plus élevés, la demande s'est fréquemment appuyée sur des stratégies d'exportations. Les poursuivre, en présence d'une augmentation des taux d'épargne ailleurs, serait clairement préjudiciable à la croissance mondiale. Dans un tel environnement, alors que les niveaux d'inflation sont déjà bas, des problèmes de déflation généralisés ne seraient pas à exclure.

Il est certes possible, quoique moins probable, que la dépense continue de croître allègrement dans les pays à faible épargne et que les flux de

capitaux en provenance des économies à forte épargne se poursuivent, voire s'intensifient. Le niveau de l'endettement extérieur compte moins que la capacité d'en assurer le service en s'appuyant sur le potentiel de production. Pour maintenir ces flux, il convient avant tout d'enregistrer des gains de productivité relativement élevés et de pouvoir traduire en termes de rémunération du capital les progrès réalisés sur le plan de l'efficience. Ces dernières années, les États-Unis ont obtenu des résultats remarquables dans le premier domaine mais moins dans le second.

L'attitude des investisseurs à l'égard du risque constitue l'autre élément conditionnant les perspectives à court terme. D'un côté, des irrégularités au niveau de la gouvernance d'entreprise ont fait peser de lourdes suspicions sur les rapports financiers. En outre, l'éventualité de tendances défavorables est ressentie aujourd'hui beaucoup plus clairement que durant la longue et récente période d'expansion. Les pertes subies antérieurement ont fait mieux percevoir la vulnérabilité des établissements financiers orientés vers le risque. Ces changements d'attitude vont sans doute rendre créanciers et emprunteurs plus prudents à l'égard du risque et pourraient entraver l'expansion. D'un autre côté, l'embellie observée dernièrement sur les marchés des actions et la réduction substantielle des primes sur obligations d'entreprises pourraient augurer d'un goût retrouvé pour le risque d'une manière plus générale.

À l'évidence, les perspectives à long terme d'une croissance plus équilibrée dépendront en partie des modifications des politiques dans les économies industrielles aux prises avec des problèmes structurels tenaces. L'Allemagne comme le Japon souffrent depuis des décennies de sérieuses rigidités, aggravées respectivement par la réunification et la bulle. Dans les deux cas, les problèmes sous-jacents au niveau de l'offre ont été masqués au moyen d'expédients budgétaires et d'une stratégie de croissance axée sur les exportations, dont l'efficacité atteint peut-être ses limites.

Un problème connexe concerne un groupe beaucoup plus large de pays. L'ouverture des économies émergentes et en transition, conjuguée au transfert de méthodes de production modernes, a déjà permis des gains de productivité surprenants et fait baisser les prix des biens. Si cette situation remet en cause les positions bien établies de nombreux producteurs mondiaux, elle offre des débouchés à beaucoup d'autres. Il en résulte que la tendance longue vers une économie axée sur les services devra s'accélérer dans le monde industriel. Sauf à créer des emplois dans de nouveaux secteurs, ou à parvenir à des ajustements de salaires suffisants, le chômage ne pourra que s'accroître durablement. Mais le problème de l'ajustement ne se limite pas au monde industriel. Dans l'Est asiatique, par exemple, les pays doivent s'adapter à l'importance croissante de la Chine, et, sans doute non loin derrière, de l'Inde en voie de libéralisation. En outre, ces pays restent confrontés à des problèmes financiers qui remontent à la dernière décennie, de sorte que les bailleurs de fonds pourraient être réticents à financer ces changements nécessaires.

En somme, il est plus que jamais indispensable d'être capable de s'adapter à toute évolution, ne serait-ce que pour éviter un retour au protectionnisme. Les progrès limités accomplis à ce jour dans les négociations commerciales de Doha et diverses frictions entre les États-Unis et l'Europe n'ont fait qu'attiser



cette crainte. Des pressions déflationnistes et la nécessité d'un ajustement douloureux aux réalités consécutives à l'éclatement de la bulle pourraient amplifier de telles tendances protectionnistes. D'ailleurs, une réaction semblable s'est déjà produite au début des années 30 et a été plutôt déplaisante.

Devant ce rappel historique, les pouvoirs publics doivent être conscients de deux choses. Tout d'abord, compte tenu de l'intégration de l'économie mondiale, une coopération accrue s'impose au niveau national, entre autorités monétaires, budgétaires et prudentielles, comme à l'échelle internationale. Deuxièmement, recourir à des expédients présente des avantages immédiats mais comporte presque toujours des coûts à long terme. Un cadre de politique économique associant harmonieusement réactivité aux difficultés à court terme et viabilité à moyen terme est donc hautement souhaitable.

### Opportunités et vulnérabilités : perspectives

La fin du conflit en Irak devrait atténuer quelques incertitudes qui entravent l'expansion économique. La demande de biens de consommation et la formation de capital fixe du secteur privé devraient en bénéficier, surtout dans les pays où les dépenses dans ces deux domaines ont été anormalement faibles. En outre, la volonté des entreprises de reconstituer des stocks tombés à des niveaux très bas, notamment pour assurer les approvisionnements, pourrait aussi stimuler la demande. Cependant, il importe également d'évaluer la propension future à la dépense en se référant à la vague d'optimisme de la fin des années 80 au Japon et 90 aux États-Unis. Ces deux épisodes ont laissé de hauts niveaux d'endettement, des surcapacités de production et des prix d'actifs dévalorisés.

L'expérience du Japon montre que de tels excès peuvent avoir des répercussions sur la solidité du système financier et même conduire à la déflation. Cependant, la reprise aux États-Unis s'est démarquée de celle au Japon sur au moins trois plans importants. La première différence, positive, vient de ce qu'il n'y a pas eu d'envolée comparable des prix de l'immobilier commercial aux États-Unis. La deuxième différence, tout aussi favorable, tient au fait que, si le boum au Japon avait été financé en quasi-totalité par le système bancaire, les financements aux États-Unis ont été beaucoup plus diversifiés. La troisième différence peut avoir des implications moins bénéfiques mais pas nécessairement pour les États-Unis. Alors que le Japon s'est appuyé sur des ressources internes, tout en dégagant d'ailleurs un important excédent des paiements courants, l'expansion aux États-Unis a été largement financée par l'étranger. De nombreux pays ont tablé sur les exportations vers les États-Unis pour leur propre croissance, avec pour contrepartie des flux massifs de capitaux vers ces derniers.

Si le dollar devait poursuivre son repli, pour une raison ou pour une autre, l'ajustement devrait être supporté cette fois à double titre par les créanciers. Il leur faudrait, tout d'abord, générer un surcroît de dépenses domestiques pour soutenir la demande et réduire le chômage. Dans le même temps, ils devraient accepter une dévalorisation, en termes de monnaie locale, de leurs actifs financiers en dollars, du fait à la fois de la baisse des prix du marché et de la

dépréciation même du dollar. En revanche, le récent repli de la monnaie américaine renforce les perspectives de croissance aux États-Unis et y diminue le risque de déflation.

À partir du deuxième semestre 2000, l'investissement aux États-Unis a subi une contraction d'une ampleur inhabituelle. Toutefois, grâce en partie à un assouplissement monétaire énergique, la consommation dans ce pays a bien résisté. Il importe à présent de savoir si l'investissement va poursuivre son redressement et si la consommation va fléchir. La divergence des prévisions actuelles fait ressortir un constat tout simple : aucune de ces composantes majeures de la dépense ne s'est comportée comme l'expérience de l'après-guerre aurait pu le laisser prévoir.

Sous certains aspects, les perspectives de l'investissement aux États-Unis paraissent s'éclaircir quelque peu. En dépit d'une faible croissance globale, les bénéfices et la trésorerie des entreprises affichent un léger mieux et le taux de couverture des intérêts demeure élevé. Il serait pourtant imprudent de préconiser une forte reprise de l'investissement des entreprises américaines, compte tenu surtout du taux d'utilisation des capacités, qui s'inscrit à ses plus bas depuis vingt ans, et de l'endettement, toujours important. Comme les profits futurs pourraient se trouver amputés pour d'autres raisons, à commencer par des exigibilités non capitalisées au titre des retraites et des augmentations des coûts d'assurance et de prévoyance, les entreprises pourraient être amenées à assainir encore leur bilan. C'est peut-être d'ailleurs ce qu'attendent les marchés financiers. Bien que d'autres interprétations soient possibles, la forte diminution récente des primes de risque concorde logiquement avec la conviction des marchés que les chefs d'entreprise prendront les mesures nécessaires pour comprimer les coûts et limiter l'éventualité de défauts de paiement.

L'augmentation des investissements des entreprises dans du capital toujours plus productif était une composante clé de l'« ère nouvelle » aux États-Unis. Ces dépenses ont non seulement conforté directement la demande, mais elles ont aussi stimulé indirectement la dépense à travers l'effet de richesse. D'ailleurs, les dépenses des ménages, exprimées en pourcentage du PIB, s'inscrivent en hausse depuis des années, tendance qui s'est amplifiée récemment. Sous cet angle, et en dépit du recul des cours des actions, on ne peut pas encore dire que le boum ait pris fin. La baisse des taux hypothécaires, la poursuite de la hausse des prix du logement et les innovations financières qui ont facilité la mobilisation de fonds contre actifs à des fins de consommation sont autant d'éléments qui ont contribué à la vigueur des dépenses des ménages.

Concrètement, cette situation a amené les ménages américains à accepter des niveaux d'endettement records, et le service de la dette s'est accru en dépit de taux d'intérêt très bas. Cependant, les expositions encourues pourraient devenir plus préoccupantes, si l'emploi venait à se dégrader et que les cours des actions et les valeurs des fonds de pension continuaient à baisser. Quoiqu'il en soit, l'effet du refinancement des hypothèques sur les dépenses est appelé à s'affaiblir. La hausse des prix du logement s'est ralentie et, à moins que les taux hypothécaires ne diminuent encore sensiblement, une grande

partie des refinancements qui pouvaient être effectués à des conditions avantageuses l'ont sans doute déjà été.

Étant donné l'incertitude entourant les perspectives économiques aux États-Unis, il serait bon de pouvoir compter sur un rebond rapide de la demande ailleurs ; il est malheureusement difficile de discerner d'autres pôles de croissance. Si, initialement, l'Europe continentale paraissait devoir bénéficier d'une situation financière moins déséquilibrée que les États-Unis, c'est là, en fait, que la croissance ne cesse d'être en deçà des prévisions ; celles-ci ont pourtant été nettement corrigées à la baisse, en raison de récentes surprises négatives. Les perspectives de l'Allemagne paraissent particulièrement problématiques, puisque le taux d'épargne des ménages et le chômage augmentent, après plusieurs années de repli. Partout ou presque en Europe continentale, la confiance s'est affaiblie. On peut y voir l'effet des pertes subies par les investisseurs européens, qui ont largement financé l'expansion américaine ainsi que l'essor des télécommunications au sein même de l'Europe. À cela sont venues s'ajouter la hausse des prix pétroliers et les incertitudes politiques, tant internes qu'externes. Certains de ces problèmes semblent heureusement s'atténuer, grâce en particulier au recul récent des prix du pétrole.

Dans d'autres parties du monde, les perspectives sont également des plus mitigées. Pour le Japon, après tant d'années de croissance lente, due en grande partie à des compressions d'investissements, on a du mal à imaginer que la situation puisse s'améliorer. Néanmoins, il convient de noter que la dette des entreprises a été considérablement réduite et que nombre de grosses sociétés enregistrent une augmentation appréciable de leurs bénéfices d'exploitation. La situation finira bien par s'inverser, le tout étant de savoir quand. En Chine et en Inde, on s'accorde à présent à reconnaître que le rythme de croissance récent, régulier et assez rapide, se poursuivra. Ailleurs en Asie, la demande régionale devrait apporter une contribution croissante à une expansion vigoureuse. Toutefois, l'épidémie SRAS pourrait encore peser sur la production en Chine et, dans d'autres pays, sur la confiance des consommateurs. Pour les principales économies d'Amérique latine, l'avenir semble également s'éclaircir, la stabilisation du contexte politique et le retour de la confiance sur les marchés financiers ayant contribué à une certaine reprise de l'activité.

L'évolution dans les différentes régions à l'horizon d'un an environ dépendra en partie du comportement des monnaies, à l'égard du dollar en particulier. En principe, les pays créanciers devraient être prêts à accepter une appréciation de change pour permettre l'ajustement dans les pays débiteurs, comme les États-Unis. En pratique, en raison des incertitudes entourant la croissance interne, certains créanciers d'Asie ont déjà commencé à s'y opposer par divers moyens, même non conventionnels. Cette attitude pourrait être attractive si elle impliquait une baisse des taux d'intérêt favorable à la demande intérieure. Toutefois, cette résistance à l'appréciation en Asie risque fort de faire supporter une part disproportionnée de l'ajustement à des monnaies en flottement effectif, comme l'euro. La valeur relative des grandes monnaies pourrait aussi se trouver affectée si les pays créanciers se

montraient de moins en moins disposés à détenir en dollars l'essentiel de leurs réserves, comme c'est actuellement le cas.

Les mouvements des monnaies n'affectent pas uniquement la production mais également les prix. Dans ce dernier cas, l'incidence directe semble avoir diminué depuis quelques années, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes, en raison probablement de politiques de lutte contre l'inflation mieux conçues et d'un meilleur ancrage, à de bas niveaux, des anticipations dans ce domaine. Cependant, les influences indirectes sur les prix, traduisant des ajustements de la production liés à des modifications des flux d'échanges et à des effets d'évaluation d'actifs, paraissent encore substantielles. L'appréciation de la monnaie peut alors sembler indésirable, non seulement dans des pays comme le Japon et la Chine, où la déflation est une réalité, mais aussi dans d'autres, en nombre de plus en plus grand, où l'inflation est déjà si faible que la déflation ne peut être exclue. Cette possibilité de déflation est à prendre au sérieux, surtout si l'on tient compte des distorsions affectant le calcul de l'IPC dans beaucoup de pays et de la tendance générale à surestimer l'inflation à venir.

Il faut reconnaître que la déflation n'est pas nécessairement une mauvaise chose si elle traduit des chocs d'offre positifs venant s'ajouter à un taux d'inflation initial faible (ce qui est souhaitable). Mais des problèmes peuvent apparaître dans d'autres cas. Le premier serait une forte résistance à des réductions des salaires nominaux. En effet, si les baisses de prix sont supérieures aux gains de productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre vont augmenter et le niveau de l'emploi s'en ressentira. Un deuxième a trait à la limite zéro pour les taux d'intérêt nominaux, qui engendre une dangereuse spirale où les taux réels attendus montent à mesure que la déflation s'accroît. Troisièmement, un niveau d'inflation inférieur aux anticipations intégrées dans le coût des contrats d'origine a tendance à alourdir le service de la dette en termes réels, en fonction du niveau d'endettement. À ce stade malheureusement, beaucoup de conditions semblent déjà réunies pour que la déflation devienne un problème. Dans de nombreux pays, en effet, les taux directeurs sont bas, les niveaux de dette n'ont jamais été aussi élevés et des réductions des salaires nominaux paraissent peu probables.

La résistance relative du système financier mondial, en particulier des banques, constitue un aspect encourageant des développements récents. Certaines tensions ont néanmoins commencé à se faire sentir et elles ne pourraient que s'aggraver si l'expansion attendue ne se produisait pas. Il est vraisemblable que les cours des actions s'en ressentiraient, puisque les cotations actuelles, aux États-Unis surtout, ne peuvent se justifier que par des anticipations de reprise économique et d'augmentation marquée des profits. L'impact en serait amplifié par un accroissement des primes de risque sur actions dans un environnement moins porteur. Les marges de crédit pourraient être également affectées, étant donné qu'elles ont tendance à s'élargir lorsque les cours des actions se replient, d'autant qu'ils ont bien diminué récemment. Enfin, les prix immobiliers pourraient aussi baisser, ou cesser au moins de monter pour ceux du logement. Dans plusieurs pays, ces derniers restent encore à des niveaux records, alors que, selon le schéma

classique, ils auraient dû suivre, avec un décalage, la baisse des cours des actions. En fragilisant un peu plus la situation financière des entreprises et des ménages, ces développements auraient tendance à leur tour à freiner les dépenses.

Même si une telle conjonction d'éléments peut apparaître improbable, il serait certainement prudent que les décideurs considèrent ses effets possibles sur la solidité du système financier. Dans divers pays, la proportion de prêts bancaires liés à l'immobilier ne cesse d'augmenter, entraînant une exposition croissante en cas de recul des prix. De nouvelles dépréciations des actifs financiers pourraient devenir particulièrement problématiques pour les banques en Allemagne et au Japon, qui peinent à améliorer leurs bénéfices d'exploitation. Pour les établissements financiers des économies émergentes, souvent moins familiarisés avec un environnement libéralisé, un nouvel accès de faiblesse de l'économie s'avérerait également pénalisant. En Asie, les banques sont essentiellement nationales et, dans de nombreux cas, le problème des créances douteuses issues de la dernière crise n'est pas encore résolu. En Amérique latine et en Europe orientale, où les banques sont en grande partie sous contrôle étranger, un repli dans les pays industriels menacerait la disponibilité du crédit.

De nouvelles baisses des prix des actifs financiers pourraient également mettre en difficulté les compagnies d'assurances et fonds de pension, déjà durement touchés. Les préoccupations concernant leur capacité d'honorer d'anciens contrats pourraient alors affecter la confiance des consommateurs et la propension à l'épargne. De plus, dans les secteurs de l'assurance et de la réassurance, certaines sociétés ont encore accru leur exposition au risque de crédit, pour des montants qui restent indéterminés, à travers des instruments de transfert. Si elles venaient, pour des raisons prudentielles, à réduire leur engagement sur ce marché, cela pourrait en affecter le fonctionnement, voire la volonté des prêteurs d'octroyer des crédits.

Si les fonds de pension venaient à enregistrer de nouvelles pertes, les implications seraient sensiblement différentes. Pour les systèmes à prestations déterminées, les pertes représentent d'abord une créance sur les bénéfices de la société mère. À l'extrême, celle-ci pourrait voir sa note de crédit abaissée ou être même contrainte à la faillite. Une baisse des bénéfices entraînant une baisse des cours des actions, d'autres fonds de pension seraient frappés à leur tour, un peu comme pour des participations croisées directes. Si ces problèmes potentiels paraissent limités en nombre, ils concernent néanmoins certains des plus grands noms de la planète.

Comparées aux conséquences d'une faiblesse persistante de l'activité économique, les autres sources de fragilité financière paraissent moins inquiétantes. Un sujet de préoccupation, qui a retenu l'attention dans le cadre du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, concerne le risque opérationnel dans le système financier. Comme les structures, pour l'atténuation du risque en particulier, deviennent toujours plus complexes, plus soumises à des incertitudes juridiques et plus tributaires de la technologie, les risques de dysfonctionnement ne peuvent qu'augmenter. En outre, il est fréquent que la fin d'une période de boum s'accompagne de

révélations sur toutes sortes de comportements frauduleux ou, dans le meilleur des cas, sujets à caution, débouchant sur des procédures potentiellement coûteuses. Un deuxième sujet de préoccupation porte sur la volatilité des marchés financiers et la possibilité que des établissements ne disposent pas des moyens suffisants pour se protéger. Une telle situation pourrait se produire en cas d'augmentation soudaine et marquée des taux longs, qui mettrait en difficulté des établissements ayant pour vocation essentielle d'emprunter à court terme et de prêter à long terme. Enfin, un troisième sujet de préoccupation découle de la tendance récente à la consolidation sur certains marchés financiers. Comme les grandes sociétés opèrent de plus en plus entre elles, l'apparition de difficultés au sein d'une contrepartie pourrait très rapidement avoir des répercussions sur d'autres. En outre, les gros intervenants peuvent orienter les marchés de telle sorte que le coût et la disponibilité des couvertures nécessaires s'en trouveraient affectés. Vus sous cet angle, des chocs spécifiques pourraient fort bien devenir systémiques.

On attribue généralement la stabilité actuelle du système financier au fait qu'il est aujourd'hui davantage orienté vers le marché. Aux États-Unis, en particulier, la proportion des prêts bancaires s'est réduite de manière spectaculaire. Les marchés offrent à présent aux emprunteurs des circuits de financement de plus en plus diversifiés, ce qui les fait apparaître plus résistants. Les pertes sont désormais plus largement réparties, grâce au développement récent d'instruments de transfert du risque de crédit. Les liens étroits entre marchés leur permettent de mieux répartir les chocs et donc de les absorber. L'information sur la valeur des contreparties est maintenant plus accessible et moins coûteuse, ce qui réduit vraisemblablement le risque de crédit et contribue au fonctionnement des marchés, même en période de tensions.

Il serait cependant naïf de penser que ce système n'est pas sans failles. L'existence de modes de financement très diversifiés pourrait facilement conduire à des positions excessives. C'est ce qui aurait toute chance de se produire si les bailleurs de fonds ne se montraient pas suffisamment vigilants, pensant que, grâce aux mécanismes de marché, les créances, même douteuses, peuvent se transmettre. Le transfert de risques, en particulier hors du système bancaire, accroît sa résistance si ces risques sont plus largement répartis et s'ils aboutissent dans les mains de ceux qui sont les plus aptes à les assumer. Il n'existe, en fait, guère d'éléments concrets pour étayer l'une ou l'autre de ces hypothèses. D'un côté, des marchés corrélés peuvent atténuer les chocs mais ils peuvent, en contrepartie, exposer des secteurs déjà précaires à de nouvelles difficultés susceptibles de les mettre en situation d'insolvabilité. Enfin, la production de bonnes informations sur la valeur des créances est coûteuse. Si des marchés efficaces empêchent les fournisseurs de données de réaliser des profits, la qualité de l'information recueillie pourrait se détériorer, créant ainsi des distorsions dans les prix de marché et dans l'allocation des ressources. Du reste, c'est vraisemblablement ce qui s'est passé à la fin des années 90. En somme, les résultats relativement satisfaisants enregistrés à ce jour ne



devraient pas nous faire verser dans une certaine autosatisfaction vis-à-vis de la stabilité financière ni, d'ailleurs, de la stabilité monétaire.

## Politiques de stabilité monétaire et financière

Rétrospectivement, la dernière décennie révèle quelque chose de paradoxal. Il apparaît que les politiques axées sur la stabilité monétaire, qui se définit comme un bas niveau d'inflation, ont donné de très bons résultats dans la plupart des pays industriels et une grande partie de l'Asie. Même en Amérique latine, en Afrique et en Europe centrale et orientale, les statistiques d'inflation montrent une nette décrue. En outre, la volatilité de la croissance économique semble avoir diminué dans de nombreuses régions, répondant aux attentes des partisans d'une inflation faible. Dans le même temps, l'effet des perturbations financières et des crises caractérisées s'est amplifié. Divers pays ont apparemment souffert d'un excès d'optimisme et d'expansion du crédit, de bulles des prix des actifs et des dépenses ainsi que de problèmes de bilan qui ont rejailli sur l'ensemble du système. À l'évidence, la stabilité des prix, aux avantages indiscutables, n'a pas été le garant de la stabilité financière, conclusion corroborée par l'éventualité de déflation, avec tous les risques préjudiciables qui peuvent en résulter.

Il est important de discerner la cause de la montée de l'instabilité financière ces dernières années. Il se peut que ce soit simplement un sous-produit de la déréglementation et de la libéralisation des systèmes financiers dans de nombreux pays. Vus de manière pessimiste, des systèmes plus ouverts assureraient une allocation efficiente des ressources, mais deviendraient plus procycliques et davantage sujets à des crises. Dans une vision plus optimiste, la répétition des turbulences financières n'est peut-être pas la caractéristique d'un système financier libéralisé, mais plutôt une conséquence momentanée du processus de déréglementation. La transition d'un environnement hyperinflationniste à un contexte de faible inflation peut également avoir fragilisé l'économie mondiale, en nourrissant des attentes de croissance et de revenus plus stables, réduisant par là même les primes de risque. Parallèlement, la chute des taux d'intérêt, tant en valeur nominale qu'en termes réels, a pu inciter les investisseurs à opter pour des stratégies plus agressives pour obtenir de meilleurs rendements. Le temps, l'expérience et la persistance d'une inflation modérée aidant, ces tendances à l'excès dans le secteur privé devraient s'atténuer, tandis que la capacité du secteur public à y faire face devrait se renforcer.

Que l'instabilité financière soit de nature permanente ou seulement passagère, l'important est de savoir comment améliorer la prévention des crises et en réduire les coûts. Une possibilité, qui a fait l'objet d'un large débat, consisterait à utiliser la politique monétaire de manière préventive pour modérer les cycles du crédit. Procéder à un resserrement, avec une inflation déjà sous contrôle en termes d'IPC, aboutirait probablement à manquer l'objectif IPC à court terme. Cette orientation pourrait se justifier, cependant, si elle permettait d'éviter qu'un écart encore plus prononcé n'apparaisse par rapport à la cible lors de la correction des déséquilibres financiers. Sous cet



angle, un tel comportement des autorités monétaires dans le cadre d'un objectif d'inflation pourrait être un moindre mal. Malheureusement, d'autres problèmes restent à régler. Une augmentation assez marquée des taux d'intérêt pour compenser des anticipations démesurées dans certains secteurs de l'économie pourrait causer des dommages ailleurs. Il serait également difficile de convaincre l'opinion de la nécessité d'un durcissement. À cet égard, il serait très utile de disposer d'indicateurs précurseurs plus fiables, tant pour arrêter les bonnes décisions que pour les justifier.

Une autre option consisterait à s'appuyer davantage sur le cadre prudentiel. S'il est souhaitable d'atténuer le plus possible les excès, il importe encore plus de préserver le bon fonctionnement du système financier, même en cas d'effondrement du crédit ou des prix des actifs. Dans la mesure où les coûts économiques résultent essentiellement des conséquences des créances douteuses pour le système financier, une telle approche prudentielle présenterait un intérêt évident. La mise en œuvre du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, qui repose sur une meilleure gestion des risques, constituerait un pas important dans la bonne direction. À plus long terme, il pourrait être judicieux également de revoir les procédures de provisionnement, notamment en vue de renforcer les fonds propres en période faste. Là encore, cependant, cette approche a ses limites. Il est plus facile de modérer les excès des établissements financiers soumis à contrôle que l'octroi de prêts par le marché, qui prend de plus en plus d'importance. En outre, peu d'informations sont disponibles sur la redistribution des risques de crédit au sein du système financier. Quoiqu'il en soit, les responsables de la réglementation financière doivent être incités à consacrer davantage leur attention aux risques systémiques et aux moyens d'y remédier qu'à la protection des consommateurs. La nécessité d'une interaction plus institutionnalisée entre dirigeants de banques centrales et autorités de réglementation dans ce domaine d'intérêt commun mériterait aussi d'être prise en compte de manière plus explicite.

Il est indéniable, par contre, que les fondements institutionnels du système financier doivent être consolidés. Les suggestions émises dans plusieurs études récentes requièrent une attention approfondie. Les risques qui subsistent dans le règlement transfrontière des opérations sur titres ont fait l'objet d'un rapport très instructif du G 30. Le récent accord visant à instituer un ensemble de normes comptables internationales harmonisées doit encore être mis en œuvre. Il importe de constituer des instances nationales de surveillance pour les sociétés d'audit, sur la base de principes agréés au niveau mondial. De même, les conflits d'intérêts dans la structure de gouvernance des entreprises en général, et des établissements financiers en particulier, devraient être identifiés et traités. Dans la mesure où la confiance dans l'intégrité du système capitaliste est indispensable à son propre fonctionnement, il est essentiel que les fautes soient punies et que cela se sache. Devant les excès manifestes des dernières années, il est loin d'être évident que tout ait été fait jusqu'à présent pour restaurer la confiance dans le système.

Les remarques précédentes portent principalement sur les actions préventives visant à réduire les déséquilibres économiques et financiers et à préserver ainsi la stabilité monétaire et financière. Dans les circonstances actuelles, cependant, il conviendrait de s'interroger sur les meilleurs moyens d'action pour corriger de tels excès, en cherchant moins à prévenir qu'à guérir. Dans cet esprit, et à la lumière de l'expérience japonaise en particulier, il paraîtrait utile d'examiner les options qui s'offrent aux autorités en cas de déflation caractérisée. Dans une telle situation, certains instruments peuvent perdre de leur pouvoir et d'autres s'affirmer. Il est essentiel, en outre, que les réactions associent complémentarité et cohésion.

Les autorités monétaires qui se concentrent en priorité sur l'objectif de stabilité des prix pourraient être confrontées à un dilemme au lendemain d'un boum. Lorsqu'elles observent la correction des déséquilibres antérieurs, ou qu'elles se sentent de plus en plus concernées par l'issue de ce processus, elles éprouvent la nécessité d'assouplir énergiquement leur politique pour éviter que la hausse des prix ne soit en deçà de leur objectif. Ce genre de préoccupation semble être à l'origine du comportement de la Réserve fédérale ces deux dernières années. Si l'instabilité financière constitue un problème pressant, cette tendance à l'assouplissement sera encore plus forte, comme cela paraît avoir été le cas au Japon. La conclusion est la même s'il apparaît que les circuits de transmission monétaire ont perdu de leur efficacité. En 2001 et une bonne partie de 2002, par exemple, en dépit d'une réduction prononcée des taux directeurs, les États-Unis ont enregistré une hausse des taux des obligations d'entreprises, une baisse des cours des actions et une nouvelle appréciation du dollar EU, justifiant encore plus l'orientation de la Réserve fédérale.

Le dilemme ne survient que si un tel assouplissement risque d'aggraver des déséquilibres, qu'ils soient anciens ou nouveaux. Ce premier cas s'est posé à plusieurs banques centrales, dont la Banque d'Angleterre, au cours de la période considérée. Alors que de nombreux indicateurs semblaient appeler à un assouplissement, les préoccupations liées à la poursuite de la hausse des prix du logement jouaient en sens inverse. Le problème des nouveaux déséquilibres paraît s'être manifesté aux États-Unis, où l'assouplissement monétaire effectué, d'abord à la suite de la crise LTCM, puis après l'effondrement des cours des actions, peut avoir accentué la montée des prix du logement. Si l'augmentation induite des dépenses était clairement souhaitable, compte tenu de la conjoncture, un tassement ultérieur de l'activité pourrait se trouver amplifié par l'endettement ainsi accumulé entre-temps.

L'expérience récente du Japon conduit également à rechercher comment la politique monétaire peut stimuler la demande lorsque les taux directeurs se heurtent déjà à la contrainte du seuil zéro. Dans une telle situation, il peut s'avérer nécessaire de recourir à des mesures non conventionnelles d'expansion de la liquidité. La banque centrale peut décider d'élargir la gamme d'actifs qu'elle est prête à acquérir, financiers d'abord mais aussi, si besoin est, réels. Une telle option soulèvera toutefois des questions délicates, à commencer par la coopération entre autorités et l'indépendance de la banque centrale.

Il semblerait normal que la banque centrale envisage en premier des achats massifs de titres d'État à long terme. Si les taux longs fléchissent, cela

aura un effet bénéfique sur l'économie. Toutefois, s'ils finissaient par s'inverser, la banque centrale pourrait subir de lourdes pertes et se voir contrainte de solliciter un financement de l'État. L'acquisition d'actifs nationaux non conventionnels pose le même genre de problèmes, car elle revient à faire assumer par la banque centrale un risque sur le secteur privé comportant, lui aussi, une possibilité de pertes. En fait, comme les achats requis pour inverser les anticipations d'évolution des prix peuvent être considérables, les pertes potentielles le seront tout autant.

Il ne faudrait pas que ces problèmes de relations entre autorités soient un frein pour la politique économique. Dans l'idéal, le gouvernement déterminerait le niveau de risque qu'il est prêt à assumer et il resterait alors à convenir de sa répartition entre l'État et la banque centrale. L'idée d'une contrainte remettant en cause l'indépendance de la banque centrale, même après le retour de circonstances favorables, peut susciter des préoccupations, mais l'instauration explicite d'un dispositif d'objectif d'inflation pourrait les atténuer. L'objet de ce dispositif ne serait toutefois pas de lutter contre la déflation, mais plutôt d'assurer la maîtrise de l'inflation lorsque les méthodes non conventionnelles destinées à injecter des liquidités auront commencé à agir.

Une décision de la banque centrale ou des pouvoirs publics d'accroître la liquidité interne par des achats de devises sur le marché poserait un autre problème, touchant cette fois les relations entre gouvernements. Une telle politique pourrait être interprétée, en effet, comme une dépréciation délibérée, ainsi que l'idée en est parfois émise pour le yen. Ce pourrait être également un moyen de résister à une appréciation, comme certains le suggèrent actuellement pour l'euro. Dans les deux cas, les effets sur les autres monnaies pourraient être mal accueillis par les autorités des pays concernés. De toute évidence, il serait souhaitable qu'un dialogue s'instaure pour éviter des tentatives de dévaluations compétitives, pouvant même conduire au protectionnisme. S'agissant de la zone euro, où le taux directeur est encore nettement positif, la réaction à une appréciation trop désinflationniste de l'euro consisterait sans doute plutôt à abaisser les taux d'intérêt qu'à intervenir sur les marchés.

Évoquer la nécessité accrue d'une coopération entre autorités monétaires et budgétaires, quand l'efficacité de l'action monétaire se trouve entravée, soulève directement la question de la politique budgétaire. Un assouplissement dans ce domaine serait utile, pour autant que l'économie ne soit pas trop ouverte, mais tout dépendra de l'importance de l'endettement initial ainsi que du poids de la fiscalité plutôt que de l'ampleur du déficit budgétaire. Considérée sous cet angle, la marge de manœuvre budgétaire varie au sein de l'Europe, certains grands pays devant à présent supporter les conséquences de leur manque de discipline lorsque les circonstances étaient favorables. Au Japon, les problèmes posés par l'alourdissement de la dette publique sont encore plus sérieux. Aux États-Unis et dans certains pays d'Asie, la possibilité de mesures expansionnistes paraît plus grande, mais les effets stimulants gagneraient à s'inscrire dans le cadre d'une politique budgétaire à moyen terme crédible et pérenne. Sur ce dernier point, les récentes modifications de la législation fiscale aux États-Unis n'aident guère.

La méthode choisie par les pouvoirs publics pour stimuler l'économie compte également. Ainsi, les dépenses inutiles – aux effets sans lendemain – paraissent moins à même d'instaurer la confiance et de soutenir la consommation que celles qui auront des retombées sociales positives. Enfin, le mode de financement d'un accroissement du déficit peut aussi être capital. L'allocation massive de ressources, prônée par certains universitaires, se résume finalement à une sorte de stimulant budgétaire au moyen de l'achat de titres d'État par la banque centrale. Là encore, la coopération entre autorités semble un préalable indispensable à un résultat positif.

Si le degré de coopération a été moins qu'optimal jusqu'ici au Japon, il est indéniable que les stimulants monétaires et budgétaires n'ont pas manqué. Qu'ils ne soient pas parvenus à induire une dynamique de croissance révèle une autre difficulté influençant le cours des événements après la bulle. Il serait plus juste de parler d'un problème d'offre, bien qu'il se concrétise par une faiblesse de la demande. Compte tenu, en particulier, de l'existence de hauts niveaux de surcapacité et d'endettement, les perspectives de profits peuvent demeurer médiocres pendant des années. Or, dans un tel environnement, l'investissement ne peut pas repartir. Face à une telle situation, il importe d'identifier rapidement les établissements dont l'endettement ne serait pas viable dans des circonstances normales. Cela pourrait aboutir, dans certains cas, à des mises en faillite et à des réductions de capacités de production ou, dans d'autres, à un accord visant à annuler une partie de la dette. Comme la reprise économique requiert aussi un système financier disposé à accorder des crédits, une telle annulation de créances aurait nécessité, dans le cas du Japon, une recapitalisation du système financier assortie de mesures destinées à en garantir la rentabilité future. Considérant la souplesse du secteur des entreprises aux États-Unis, ainsi que la capacité de résistance du secteur financier, on ne peut qu'être soulagé que ces problèmes du Japon ne se soient pas reproduits aux États-Unis.

Les changements structurels, que ce soit dans l'économie réelle ou dans la sphère financière, sont toujours difficiles à faire accepter. C'est dommage, car les économies plus souples connaissent une croissance plus rapide, ont des taux de chômage moins élevés et s'adaptent mieux aux chocs. Si telle était la situation de l'Europe continentale, la région bénéficierait d'une demande accrue, qui compenserait le besoin probable d'une évolution inverse aux États-Unis, pour dissiper les menaces que constituent le déficit extérieur et l'insuffisance de l'épargne des ménages. Il serait bon, de surcroît, que les pays d'Asie s'emploient à stimuler davantage leur demande intérieure. La charge de la correction des déséquilibres internationaux se reporterait en toute logique sur les pays créanciers, dès lors que la déflation serait perçue comme un danger plus redoutable qu'un regain d'inflation. Dans de récentes déclarations, les pouvoirs publics, tant en Asie qu'en Europe, ont indiqué clairement qu'ils étaient très conscients des bénéfices à attendre des réformes structurelles. Ils se heurtent toutefois à une vive opposition de ceux qui ont une vision étroite de l'intérêt commun ou qui ne voient que trop bien ce qu'ils ont à perdre. L'important, à présent, c'est avant tout d'avoir le courage politique de faire aboutir les réformes nécessaires.

## Activités de la Banque

Le présent chapitre passe en revue les activités effectuées, au cours de l'exercice, par la Banque et les groupes internationaux qu'elle reçoit et qui visent essentiellement à promouvoir la coopération entre banques centrales et autres autorités financières ainsi qu'à fournir des services financiers à sa clientèle de banques centrales. Il rappelle également les faits qui ont marqué l'organisation interne et l'administration de l'institution. Les rapports cités, comme la plupart des travaux de recherche de la Banque, sont disponibles sur le site BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) de même que le détail des activités des principaux comités permanents qu'elle accueille. Ces rapports et publications peuvent aussi être obtenus, sur demande, en version papier.

### 1. Contributions directes de la BRI en faveur de la coopération internationale

#### *Consultations régulières sur des questions monétaires et financières*

Les réunions bimestrielles des gouverneurs des banques centrales membres de la BRI sont au cœur de la contribution de la Banque à la coopération financière internationale. Au cours de la période analysée, ces réunions ont continué à fournir aux gouverneurs et hauts responsables des banques centrales l'occasion de procéder à des échanges de vues sur l'évolution conjoncturelle et sur des sujets d'actualité présentant un intérêt particulier ou suscitant des préoccupations. La réunion de novembre 2002 a été accueillie par la Banque du Mexique, à Mexico.

Plusieurs rencontres sont organisées en ces occasions, chacune avec un groupe de participants différent. La *Réunion sur l'économie mondiale* regroupe les gouverneurs des banques centrales des principales économies industrielles et émergentes ; elle examine l'évolution récente et les perspectives des économies et marchés financiers clés. Au cours des douze mois écoulés, les gouverneurs ont cherché à évaluer la vigueur de l'économie mondiale dans un environnement particulièrement incertain. Ces incertitudes ont été liées essentiellement aux aspects suivants : incidence de la baisse continue des cours des actions, préoccupations sur le caractère soutenable de la dette dans certaines grandes économies latino-américaines, déflation dans plusieurs économies d'Asie, tensions risquant d'affecter divers secteurs financiers et, au fil des mois, problèmes géopolitiques en Irak.

Lors des *Réunions des gouverneurs des pays du G 10*, des aspects spécifiques de la situation conjoncturelle ont été approfondis, souvent sous l'angle des réactions possibles des autorités en cas d'affaiblissement marqué de l'économie mondiale. Les gouverneurs du G 10 ont eu également à

connaître des discussions des comités qui leur font rapport et ont approuvé divers documents de ces comités, destinés à être publiés ou soumis à consultation (voir ci-après). En mars 2003, les gouverneurs ont rencontré les responsables des instances de contrôle bancaire (autres que banques centrales) des pays du G 10 pour examiner les progrès réalisés dans l'élaboration du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres (voir ci-après) et procéder à des échanges de vues sur sa mise en œuvre future.

Un examen approfondi d'un sujet spécifique intéressant les banques centrales a lieu lors d'une séance à laquelle sont conviés tous les gouverneurs présents aux réunions bimestrielles. Un grand nombre de thèmes centrés sur la stabilité monétaire et financière ont été abordés, l'an passé, dans ces *Réunions de tous les gouverneurs*, notamment : implications de l'évolution démographique pour la macroéconomie et le système financier ; aspects comptables du secteur financier ; crises de confiance et viabilité de la dette ; traitement de la déflation ; approches de communication des banques centrales avec le public.

La Banque a continué d'organiser des rencontres à un niveau élevé entre gouverneurs et hauts représentants du secteur financier. Au nombre de trois pendant la période considérée, elles ont donné lieu à des échanges de vues fructueux sur l'interaction entre l'évolution dans la sphère financière et la situation conjoncturelle ainsi que sur le traitement possible des faiblesses existantes ou potentielles dans l'infrastructure actuelle des marchés.

En dehors du cadre bimestriel, une série de réunions ont porté sur des sujets intéressant spécialement les banques centrales avec, dans certains cas, la participation d'un large éventail de spécialistes du secteur financier public et privé.

Il convient de noter à ce titre les réunions traditionnelles des économistes des banques centrales. La *Réunion de printemps des économistes* a été consacrée à des aspects majeurs de la situation conjoncturelle et des perspectives économiques. Lors de la *Réunion d'automne des économistes*, les participants ont étudié les nouveaux défis que posent aux banques centrales un environnement d'inflation faible et stable, les transformations de l'offre, les marchés financiers libéralisés et les cycles marqués des prix des actifs et du crédit.

En outre, plusieurs réunions spécifiques ont été organisées au siège de la Banque et auprès de son Bureau d'Asie (voir ci-après). En septembre 2002, les aspects à la fois économiques et juridiques des zones monétaires régionales ainsi que de l'utilisation des devises ont été analysés au sein d'un groupe de banques centrales qui opèrent déjà dans le cadre d'un tel système ou visent à l'instaurer. Des experts des banques centrales et universitaires ont étudié le lien entre stabilité monétaire, stabilité financière et cycle économique lors d'une conférence qui s'est tenue en mars 2003. La BRI a organisé conjointement avec l'Università Bocconi (Milan), dans le cadre des célébrations du centenaire de l'université, un colloque sur le risque et la stabilité dans le système financier. Les chercheurs des banques centrales et universitaires y ont examiné les actions entreprises par les marchés, chefs d'entreprise et instances de réglementation pour renforcer la capacité de résistance du système financier.

Diverses réunions ont été axées sur des thèmes concernant particulièrement les économies émergentes. Comme les années précédentes, des sessions de travail sur la politique monétaire régionale ont eu lieu en Asie (Manille, Philippines) en juin 2002, en Amérique latine (Cartagena, Colombie) en octobre 2002 et en Europe (Varsovie, Pologne) en février 2003. La *Réunion des sous-gouverneurs*, qui se tient tous les ans à Bâle, a porté sur les implications de la politique budgétaire pour les banques centrales des économies émergentes. Pour célébrer l'inauguration du Bureau de représentation de la BRI pour les Amériques (voir ci-après), une table ronde sur le choix du régime de change a été organisée pour les banques centrales des pays d'Amérique latine et d'autres grandes économies émergentes. Enfin, en décembre 2002, une réunion de deux jours a rassemblé à Bâle des gouverneurs des pays d'Afrique pour examiner de multiples sujets intéressant leurs banques centrales.

### *Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales*

#### *Gouvernance de banque centrale*

Les travaux de la BRI dans ce domaine visent à compiler, analyser et diffuser des informations sur les questions institutionnelles et organisationnelles intéressant les banques centrales. Ils sont supervisés par un Groupe de coordination composé de huit gouverneurs choisis pour représenter un large éventail d'institutions. Les études sont effectuées par le biais d'un réseau de gouvernance, qui couvre actuellement quelque quarante grandes banques centrales et autorités monétaires.

Le Groupe de coordination fournit des recommandations à la BRI sur la meilleure façon de répondre aux besoins des banques centrales en matière d'informations sur la gouvernance et examine des sujets d'actualité intéressant les gouverneurs. Sur avis du Groupe de coordination, la Banque a accordé la priorité aux demandes des banques centrales sur des questions essentielles au bon fonctionnement d'autorités monétaires indépendantes et responsables. Durant l'année, les demandes ont porté sur des aspects très divers. La coopération collégiale des membres du Réseau de gouvernance s'est de nouveau avérée être un atout majeur pour la fourniture d'informations à la communauté des banques centrales. La BRI a ainsi pu développer sa base de connaissances, à laquelle les banques centrales peuvent maintenant accéder par voie électronique.

#### *Coopération sur les questions statistiques*

La BRI a poursuivi son étroite coopération avec les banques centrales et autres organisations internationales dans divers domaines statistiques. L'an dernier, sept nouvelles banques centrales d'économies émergentes ont commencé à communiquer régulièrement des statistiques économiques, monétaires et financières et sept autres ont adhéré à la banque de données BRI. Plusieurs initiatives sont en cours pour en étendre la couverture, surtout dans le domaine de la stabilité financière.



Les banques centrales des grandes places financières ont continué à échanger des données exhaustives sur les activités internationales de prêt et d'emprunt des banques de leur juridiction, selon les méthodologies de la balance des paiements et des chiffres consolidés. Donnant suite aux recommandations du Comité sur le système financier mondial (voir ci-après), la BRI et les banques centrales déclarantes ont élaboré de nouvelles recommandations pour une meilleure communication des expositions consolidées des banques au risque-pays, sur la base du risque final. L'objectif est de fournir des données plus complètes et plus détaillées sur des types d'expositions spécifiques, couvrant également les positions sur instruments dérivés de hors-bilan.

Suite aux recommandations du Comité des marchés (voir ci-après), un accord a été conclu sur la méthodologie à appliquer pour la prochaine enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés, prévue pour 2004. Les banques centrales et la BRI s'attachent aussi à renforcer ou compléter les procédures d'information, dans le cadre des enquêtes BRI sur les dérivés, pour prendre en compte les techniques de transfert du risque de crédit.

Au cours de l'année écoulée, la Banque a préparé et publié une mise à jour de son *Guide to the international financial statistics*, qui couvre non seulement les statistiques BRI sur l'activité bancaire et de change internationale mais aussi les opérations sur titres et dérivés. Le nouveau guide inclut une évaluation de la qualité des statistiques BRI et précise leur utilisation possible pour analyser l'évolution des flux de capitaux et du marché financier à l'échelle mondiale. Ainsi, les données BRI sur les transactions bancaires et sur titres constituent un complément important aux statistiques conjointes Banque mondiale–BRI–FMI–OCDE sur la dette extérieure, compilées à partir des déclarations des créanciers collectées par ces organisations internationales. Pour répondre à la préoccupation selon laquelle les chiffres s'écartent, parfois nettement, de ceux communiqués par les pays débiteurs eux-mêmes, la Banque a entrepris une étude destinée à identifier les principales sources de divergence et a organisé sur cette question un atelier avec les banques centrales des économies émergentes. Un rapport portant sur les résultats de l'étude et de l'atelier a été publié en décembre 2002.

En août 2002, la BRI a accueilli la première conférence indépendante de l'IFC (Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics), forum de discussion sur les questions statistiques présentant un intérêt pour les quelque soixante banques centrales qui en sont membres. Les participants ont examiné les défis liés aux activités statistiques des banques centrales en termes de stabilité monétaire et financière. Ils se sont également intéressés à la coopération avec les bureaux statistiques nationaux et à la façon d'améliorer l'utilisation et la pertinence des statistiques des banques centrales ([www.ifcommittee.org](http://www.ifcommittee.org)).

Enfin, des dispositions ont été prises pour renforcer la coopération internationale sur les normes applicables à l'échange électronique d'informations statistiques, suite à une demande continue des participants

à la banque de données. Divers projets ont été amorcés dans le cadre de l'initiative dénommée Échange de données et métadonnées statistiques (SDMX) lancée par la BRI en collaboration avec la BCE, Eurostat, le FMI, l'OCDE et les Nations Unies. L'actualisation de la norme statistique (GESMES/TS) a été acceptée et sera mise en pratique par toutes les organisations fondatrices. Elle permettra aux banques centrales de réaliser d'importantes économies, car elles n'auront plus à envoyer ni à recevoir de statistiques sous plusieurs formats. Une démonstration est également en cours de préparation sur la façon dont les nouvelles technologies peuvent améliorer la collecte, la compilation et la diffusion sur Internet d'informations statistiques. Les statistiques conjointes Banque mondiale-BRI-FMI-OCDE sur la dette extérieure sont utilisées au titre d'études spécifiques. Plusieurs banques centrales contribuent à ces divers projets, qui sont décrits sur le site SDMX ([www.sdmx.org](http://www.sdmx.org)).

#### *Coopération avec les groupes de banques centrales*

Les banques centrales coopèrent, en outre, dans diverses parties du monde au sein d'associations de banques centrales régionales. Les groupes régionaux constituent une plateforme efficace pour diffuser des informations sur les activités de la BRI et établir des relations avec les banques centrales qui n'y sont pas directement associées. Cette collaboration, qui se fait autant que possible à travers les bureaux régionaux de la Banque, prend la forme d'une participation de la BRI aux réunions de ces groupes et à l'organisation de rencontres ou ateliers conjoints sur des thèmes spécifiques.

Ainsi qu'il est mentionné ci-après, le Bureau BRI d'Asie a travaillé à plusieurs reprises en étroite collaboration avec l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities). Divers services de la BRI ont organisé des réunions conjointes avec SEACEN (South East Asian Central Banks), invité à la réunion des experts de la base de données BRI. De plus, la BRI a apporté son soutien à SEANZA (Central Banks of South East Asia, New Zealand and Australia) et collaboré avec le Secrétariat de SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation) et les banques centrales de GCC (Gulf Cooperation Council).

La BRI a continué d'aider les banques centrales des principaux pays industrialisés à coordonner l'assistance et la formation techniques destinées à leurs homologues du Sud-Est européen et de la Communauté des États Indépendants (ainsi que de certaines économies en transition d'Asie). Elle organise notamment à cet effet des réunions de consultation régulières, auxquelles le FMI et la BCE participent également, et tient à jour une base de données spécifique à laquelle contribuent les banques donatrices et bénéficiaires. La BRI a maintenu son soutien à l'Institut multilatéral de Vienne (IMV), en étroite collaboration avec l'Institut pour la stabilité financière (ISF) et les groupes qu'elle accueille (voir ci-après), en proposant aux banques centrales des économies en transition un certain nombre de séminaires sur des thèmes liés à la stabilité monétaire et financière. La Banque cessera de participer officiellement à l'IMV en 2004 mais lui prêtera néanmoins assistance.

L'an dernier, les gouverneurs des banques centrales du MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) ont tenu leur réunion annuelle à la BRI, qui a mis à disposition plusieurs de ses experts pour des ateliers de formation. Une réunion conjointe a également été organisée avec les banques centrales de la SADC (Southern African Development Community). En outre, en collaboration avec la Banque de France, la BRI a contribué pour la première fois au renforcement des capacités au CESAG (Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion) dans le cadre d'un programme parrainé, entre autres, par la BCEAO (Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest) et la BEAC (Banque centrale des États de l'Afrique centrale). Enfin, l'établissement du Bureau de représentation de la BRI pour les Amériques a favorisé une coopération active avec le CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos). Certains experts de la BRI sont intervenus lors de ces réunions, et les experts de la banque de données ont soutenu l'initiative du CEMLA visant à établir une base régionale de statistiques économiques et monétaires.

#### *Groupe des experts informaticiens*

Les participants au Groupe des experts informaticiens et à son Groupe d'étude sur les questions de sécurité ont pour principaux objectifs d'échanger leurs expériences techniques et organisationnelles, de développer et de maintenir des contacts avec les responsables informatiques des autres banques centrales et de suivre l'évolution des nouvelles technologies de l'information.

En raison des retombées des événements du 11 septembre 2001, une grande attention a été accordée, durant l'exercice, aux programmes de continuité des opérations et à la fourniture d'une infrastructure informatique de secours ; la sécurité informatique a constitué, à cet égard, un autre thème important. Les réunions ont également été axées sur la façon dont les banques centrales peuvent tirer parti d'Internet, en analysant divers plans d'action destinés à fournir une infrastructure et des applications Internet à la fois sécurisées et performantes. Enfin, comme la maîtrise des coûts informatiques reste un sujet de préoccupation majeur, des échanges ont eu lieu sur les initiatives et résultats dans ce domaine.

#### *Audit interne*

Ces dernières années, les auditeurs des banques centrales se sont régulièrement rencontrés pour échanger leurs expériences dans leur domaine de compétence et analyser des aspects comportant de nouveaux enjeux. C'est dans ce contexte que la Banque d'Angleterre a accueilli, en mai 2002, la 16<sup>e</sup> Conférence annuelle des responsables de l'audit interne, avec pour principaux thèmes de discussion : risque opérationnel ; normalisation de l'audit interne ; vérification comptable des activités sous-traitées ; gouvernance d'entreprise. En outre, les participants ont examiné les risques majeurs auxquels leurs banques sont exposées, les questions liées au contrôle et les innovations relatives à l'audit. Un sous-groupe spécialisé dans le domaine

informatique a préparé des documents sur l'architecture de l'information, la sécurité Internet, l'accès à distance et les ordinateurs portables.

### *Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique*

Fort de quatre années d'expérience depuis son ouverture en 1998, le Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) a intensifié ses efforts pour favoriser la coopération entre les banques centrales de la région. Il offre des services de secrétariat au Comité consultatif Asie (CCA), qui sert de plateforme de communication entre les banques centrales régionales et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI. Institué en 2001, le CCA se réunit deux fois l'an. La salle des opérations de Trésorerie régionale, ouverte fin 2000, a renforcé et élargi les services bancaires du Bureau d'Asie à la région, non seulement par ses activités de négociation au jour le jour mais aussi par son assistance technique à l'occasion de visites aux responsables de la gestion des réserves au sein des banques centrales.

Pendant la période considérée, le Bureau d'Asie a apporté son soutien à diverses rencontres de haut niveau qui ont eu lieu à Hong-Kong RASS et dans d'autres parties d'Asie, parfois conjointement avec les banques centrales régionales et institutions apparentées. La cinquième Réunion spéciale des gouverneurs des banques centrales asiatiques, tenue à Sydney en février 2003, a fourni l'occasion de passer en revue la situation économique et d'analyser les flux de capitaux dans l'Est asiatique. En septembre 2002, le Bureau d'Asie a organisé à Pékin un séminaire sur la libéralisation des mouvements des capitaux, conjointement avec la SAFE (autorité chinoise chargée d'administrer les changes), qui a accueilli des dirigeants de banques centrales et économistes originaires de quatre continents. Le même mois, une deuxième session sur les procédures opérationnelles de la politique monétaire a rassemblé des praticiens des banques centrales de la région et d'ailleurs, pour examiner les défis qui leur sont communs et les stratégies envisageables. En décembre 2002, le Bureau a servi de cadre au Forum EMEAP, qui a réuni des responsables, provenant du monde entier, chargés de la mise en œuvre des politiques de change. Enfin, en février 2003, une session sur la déflation dans l'Est asiatique a regroupé des experts monétaires de banques centrales d'horizons divers. Le Bureau a également fourni des services de secrétariat à différentes réunions sur la stabilité financière.

Le Bureau a continué de contribuer aux travaux de recherche économique et financière de la Banque concernant la zone Asie-Pacifique et d'apporter son expertise à plusieurs réunions organisées par des banques centrales à travers leurs groupes régionaux ou à titre individuel. Les thèmes abordés ont été les suivants : intégration des marchés obligataires et bancaires dans la région ; placement des réserves de change en dollars ; expérience des régimes de change souple ; mécanisme de transmission de la politique monétaire ; dépôts en devises auprès des banques domestiques ; sociétés de gestion d'actifs en Chine. Le Bureau a coopéré avec les banques centrales et autorités de contrôle bancaire de la région pour promouvoir le Nouvel accord de Bâle sur les fonds

propres, notamment en coordonnant et analysant la participation régionale à la troisième étude d'impact quantitative.

### *Bureau de représentation pour les Amériques*

En juin 2002 est entrée en vigueur la convention d'établissement entre la BRI et le gouvernement des États-Unis du Mexique. Elle a permis à la Banque d'ouvrir un Bureau de représentation pour les Amériques (Bureau des Amériques) à Mexico, dont l'inauguration officielle a eu lieu en novembre 2002, en présence des gouverneurs et représentants de quelque cinquante banques centrales. Le Bureau coordonnera les activités de la Banque dans cette région, en vue de renforcer encore les liens et la coopération entre la BRI et les banques centrales et autorités monétaires. Il s'attachera, en outre, à soutenir les services bancaires fournis par la BRI aux institutions de la région, à améliorer l'échange d'informations et à faciliter l'organisation de réunions et séminaires.

Dans cette optique, le Bureau des Amériques coopère avec les groupes régionaux de banques centrales et instances prudentielles, en particulier le CEMLA. Il a contribué aux travaux de recherche économique et financière de la Banque concernant la zone Amérique latine et Caraïbes et apporté son expertise à plusieurs réunions organisées par des banques centrales à travers leurs groupements ou à titre individuel ainsi que par l'ISF.

### *Institut pour la stabilité financière*

Dans une perspective mondiale, l'ISF apporte son soutien aux responsables de la surveillance du secteur financier pour la mise en œuvre de normes prudentielles saines. Ses travaux portent surtout sur des questions relevant du secteur bancaire et du domaine de l'assurance. Les responsables de la surveillance du secteur financier ont besoin d'informations actualisées d'excellente qualité, afin de suivre le rythme des innovations sur les marchés et le passage progressif à des systèmes prudeniels prenant en compte le niveau de risque en appliquant des exigences de fonds propres d'une complexité croissante. L'ISF répond à cette demande par un programme intensif de diffusion des normes et meilleures pratiques et en apportant son assistance sur de nombreux aspects. Il conçoit et organise notamment des séminaires ciblés et des ateliers régionaux pour les responsables de la surveillance financière, dans le but de favoriser les contacts et la coopération transfrontières entre les instances concernées.

L'an passé, l'ISF a organisé, conjointement avec des groupes régionaux de surveillance, 27 séminaires et 22 ateliers régionaux sur une large gamme de sujets, choisis après consultation des responsables prudeniels d'un grand nombre de pays, notamment : gestion des risques (crédit, marché, opérationnel et autres) ; surveillance axée sur le risque ; gouvernance d'entreprise ; contrôle consolidé ; traitement des banques en difficulté ; questions de comptabilité et d'audit ; lutte contre le blanchiment des capitaux. L'ISF a continué d'aider plus particulièrement les autorités de contrôle bancaire à mieux comprendre les propositions de modification de l'accord de Bâle sur

les fonds propres – effort qui se poursuivra pendant la mise en œuvre des nouvelles dispositions. Plus de 1 600 représentants de banques centrales et d'instances prudentielles du secteur bancaire et des assurances de toutes les régions du monde ont participé, durant l'exercice, aux activités de l'ISF.

La coopération avec les autres institutions fournissant des programmes d'assistance aux autorités de contrôle occupe une place de choix dans le programme de l'ISF ; c'est ainsi qu'il a poursuivi sa collaboration avec des organismes tels que la Banque mondiale, le FMI, le Toronto International Leadership Centre et les banques régionales de développement. Par ailleurs, l'ISF a également donné corps à l'engagement de la BRI envers l'IMV. Outre leur contribution aux activités propres de l'ISF, ses membres se sont exprimés sur une grande variété de sujets lors de nombreuses conférences et réunions ne relevant pas de son initiative.

Afin d'informer les hauts responsables de la surveillance sur les faits marquants et les grandes questions concernant leur domaine, l'ISF publie sa lettre d'information trimestrielle, *FSI World*. En 2002, il a également présenté son premier prix bisannuel récompensant des travaux de recherche sur des questions de contrôle bancaire.

L'an dernier, l'Institut a lancé un programme de formation informatisée (e-LP) destiné aux responsables de la surveillance du secteur financier, qui permettra d'accéder via Internet à une grande variété de cours sur des sujets spécifiques. Ce programme constituera un outil précieux pour tous les niveaux de compétence : le haut responsable, qui doit actualiser ses connaissances sur des sujets en évolution constante ; l'expert technique, qui doit être au courant des derniers développements ; l'inspecteur moins expérimenté, à qui est donnée la possibilité de se familiariser de la sorte avec les éléments essentiels des pratiques prudentielles saines. Les cours de formation devraient être disponibles, à partir du premier semestre 2004, sur divers sujets liés à la gestion des risques ainsi que sur les propositions du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres. Le programme e-LP complétera très utilement les activités de l'ISF en élargissant la portée de son action dans le monde entier.

## 2. Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

La BRI accueille les secrétariats de divers comités permanents créés au cours des quarante dernières années, à la demande des gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, pour étudier les aspects fondamentaux du fonctionnement des marchés et établissements financiers. Ces comités, présidés par de hauts responsables des banques centrales membres, se composent d'experts de ces institutions et, dans le cas du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, d'autorités de contrôle n'appartenant pas à la communauté des banques centrales. Bien que les membres fassent principalement (mais pas exclusivement) partie des pays du G 10, ils invitent de plus en plus souvent les pays qui ne participent pas directement aux

travaux des comités à venir partager leurs expériences et exprimer leurs points de vue.

### *Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*

L'an passé, le Comité a poursuivi ses efforts de consolidation du système financier international, en s'employant à promouvoir des normes de contrôle prudentiel et de bonnes pratiques bancaires en matière de gestion des risques. L'élaboration d'un nouveau dispositif pour évaluer l'adéquation des fonds propres des banques, son initiative majeure pendant cette période, a reçu l'écho le plus large. Le Comité a participé, en outre, aux travaux de la communauté internationale pour remédier aux faiblesses présentes dans les fondements des marchés ; il a émis des recommandations pour le traitement des principaux risques bancaires et a élargi son soutien à la lutte contre le financement du terrorisme.

Les travaux du Comité de Bâle pour élaborer un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres à l'usage du système bancaire mondial ont vivement progressé pendant la période analysée et touchent pratiquement à leur fin. Le 29 avril 2003, le Comité a lancé une troisième et dernière phase de consultation, d'une durée de trois mois, sur le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres. Il compte en publier la version définitive pour la fin de l'année. L'objectif du Nouvel accord est d'accroître la sensibilité au risque des exigences de fonds propres des banques, en les alignant plus étroitement sur les pratiques modernes de gestion des risques. En effet, une meilleure prise en compte du risque permettra non seulement d'obtenir des mesures plus pertinentes et plus significatives de l'adéquation des fonds propres, mais elle aura aussi une action bénéfique sous la forme de structures d'incitation plus solides et plus précises. Ces mesures quantitatives s'appuient, de surcroît, sur des normes spécifiques visant à renforcer la surveillance prudentielle et la communication financière.

La troisième consultation porte sur une version très détaillée des propositions. Elle représente l'aboutissement d'une longue et intense période de consultations avec la profession ainsi qu'avec des autorités de contrôle non représentées au Comité. Les différents « tests pratiques » des propositions de modifications de l'accord actuel ont particulièrement contribué à l'élaboration et au perfectionnement du nouveau dispositif. Le plus important et le plus vaste (la troisième étude d'impact quantitative) a été réalisé au quatrième trimestre 2002. Plus de 300 banques d'une quarantaine de pays y ont participé. Son objectif était de confirmer la qualité des propositions du Comité et de recueillir des informations susceptibles d'entraîner de nouvelles modifications avant la diffusion du document soumis à consultation. Le Comité a publié, début mai 2003, un rapport évaluant les résultats de ce test pratique.

Alors que l'achèvement du Nouvel accord se précise, le Groupe pour l'application de l'accord (GAA), émanation du Comité de Bâle, a dirigé les travaux relatifs à sa mise en œuvre. Il a notamment réfléchi aux moyens de renforcer la coopération entre les autorités de contrôle des différentes juridictions sur les approches concernant son application, à travers l'échange,



entre les membres du Comité, d'informations sur les pratiques bancaires et prudentielles en rapport avec l'adoption du nouveau dispositif. Il s'est concerté, en outre, avec le Groupe de liaison sur les principes fondamentaux (composé de représentants de quinze pays hors G 10, du FMI et de la Banque mondiale) pour examiner des aspects de la mise en œuvre ; cette collaboration se poursuivra tout au long du processus.

Au nombre des travaux du Comité de Bâle figure plus particulièrement le renforcement des normes prudentielles dans les systèmes bancaires du monde entier, au sein du G 10 et hors de ce groupe. Bien que la définition de normes comptables ou d'audit ne soit pas de son ressort, le Comité s'est attaché en priorité à soutenir les efforts de mise en place de normes internationales de première qualité sur ce sujet, au moment où des irrégularités comptables retentissantes ont mis en cause la véracité des pratiques comptables et la fiabilité des audits. À cet effet, il a participé activement aux réunions des organes consultatifs de l'International Accounting Standards Board (IASB) et de l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) et a suivi de près leurs travaux. Le Comité a ainsi formulé des commentaires sur d'importantes propositions relatives à de nouvelles normes internationales de comptabilité et d'audit et a élaboré, à l'intention des banques et autorités de contrôle, des recommandations sur les questions de stratégie dans ces domaines notamment.

Dans le cadre de son action pour la promotion de meilleures normes prudentielles, le Comité de Bâle a continué à formuler des recommandations sur le traitement des principaux risques bancaires. Il a achevé ses recommandations sur la gestion du risque opérationnel et des activités bancaires électroniques transfrontières, où les banques encourent de plus en plus de risques substantiels. Le Comité a aussi entrepris plusieurs projets destinés à renforcer l'intégrité du système bancaire mondial et a poursuivi ses travaux sur l'obligation de diligence des banques à l'égard de la clientèle en recommandant des procédures d'identification. Il s'agit là d'un élément essentiel à un programme de vigilance efficace, que les banques doivent mettre en pratique pour se prémunir contre les risques opérationnel, juridique, de réputation et de concentration. C'est également un critère nécessaire pour se conformer aux dispositions légales contre le blanchiment de capitaux et en tant que préalable à l'identification des comptes bancaires liés au terrorisme. Le Comité a simultanément formulé des orientations concernant certaines structures bancaires susceptibles de compromettre sérieusement l'efficacité du contrôle bancaire et qui, parfois, ont été associées à des activités bancaires douteuses ou illégales.

L'une des forces du Comité de Bâle est de tenir lieu de forum, où banques centrales et autorités de contrôle peuvent analyser et partager des informations sur des questions importantes, et de favoriser les relations entre autorités de contrôle tant au niveau des hauts responsables qu'à celui des échelons inférieurs. Le Comité est un fervent partisan de la recherche dans les domaines bancaire et financier : il parraine régulièrement des manifestations où les chercheurs des banques centrales et des instances prudentielles peuvent échanger leurs vues sur leurs derniers travaux et renforcer leurs liens

mutuels ainsi qu'avec les milieux universitaires au sens large. L'un des forums les plus appréciés pour ses discussions et échanges d'informations entre hauts responsables prudents au niveau mondial est la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire (ICBS) qui se tient tous les deux ans. Parrainée conjointement par le Comité et la Banque de Réserve d'Afrique du Sud, la 12<sup>e</sup> conférence s'est tenue en septembre 2002 au Cap. Y ont participé, à un haut niveau, plus de 250 autorités de contrôle bancaire représentant plus de 120 pays. Les débats ont notamment porté sur les récentes avancées du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres et sur la façon de promouvoir la stabilité financière dans les économies émergentes.

En avril 2003, William J. McDonough a quitté la présidence du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, après avoir pris sa retraite en tant que Président de la Banque de Réserve fédérale de New York. Il a été remplacé par Jaime Caruana, Gouverneur de la Banque d'Espagne. Nicholas Le Pan, Surintendant des institutions financières du Canada, a été nommé Vice-Président.

### *Comité sur le système financier mondial*

Le CSFM a continué de surveiller régulièrement les marchés financiers des pays industrialisés et économies émergentes afin d'y déceler les risques potentiels pour la stabilité financière. Un sujet qui reste d'intérêt concerne la façon dont les innovations techniques, procédures institutionnelles et stratégies macroéconomiques affectent le comportement et la capacité de résistance du secteur financier. Il a également analysé l'attitude des entreprises, ménages et établissements financiers face à l'évolution des conditions financières ainsi que les répercussions de ces comportements sur l'activité économique. En novembre 2002, le Comité a constitué un groupe de travail sur l'investissement direct étranger dans les économies émergentes.

Le CSFM a publié les rapports de deux groupes de travail, qui témoignent d'efforts ininterrompus pour mieux faire comprendre le fonctionnement des marchés financiers. Le premier, intitulé *Credit risk transfer*, de janvier 2003, décrit, dans le contexte du développement considérable des instruments de transfert du risque de crédit, les caractéristiques et l'évolution des marchés sur lesquels ils se négocient. Il examine également les conséquences possibles des nouvelles tendances sur le fonctionnement global du système financier et analyse certaines des préoccupations exprimées au sujet de l'impact du transfert du risque de crédit sur la stabilité financière.

Le second rapport, *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, a été diffusé en mars 2003. Il décrit les structures des organismes concernés et les plans d'incitation correspondants dans un secteur en rapide développement depuis le milieu des années 90. Il examine également la façon dont ces mécanismes d'incitation risquent d'affecter l'efficacité et la volatilité des marchés ainsi que leur liquidité et la gestion du risque.

Les analyses et évaluations du Comité ont contribué à étayer les discussions entre gouverneurs du G 10 et, par le biais de la représentation du CSFM au Forum sur la stabilité financière (FSF), avec la communauté officielle

au sens large. En janvier 2003, les gouverneurs du G 10 ont nommé à la présidence du CSFM Roger W. Ferguson Jr., Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale. Il a succédé à Yutaka Yamaguchi, alors Gouverneur adjoint de la Banque du Japon.

### *Comité sur les systèmes de paiement et de règlement*

Le CSFR a poursuivi son action en faveur de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces pour renforcer l'infrastructure des marchés financiers. Il a intensifié, en outre, sa coopération avec d'autres institutions et groupes internationaux et a associé à ses travaux un ensemble de plus en plus large de banques centrales hors G 10.

En novembre 2002, le CSFR et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié conjointement *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres : méthodologie d'évaluation* (les recommandations elles-mêmes avaient été diffusées en novembre 2001). Cette méthodologie est principalement destinée à guider les autoévaluations des autorités nationales et leur analyse par leurs pairs. Elle est également conçue pour fournir des orientations au FMI et à la Banque mondiale, lors des examens de leur Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) et pour d'autres formes d'assistance technique. Le FMI et la Banque mondiale ont d'ailleurs participé à son élaboration. Le CSFR espère, en outre, que la méthodologie se révélera utile aux opérateurs des marchés privés pour réaliser leurs propres évaluations de la sécurité et de l'efficacité des systèmes de règlement de titres.

Le Comité a continué d'analyser les questions relatives aux paiements de faible montant et publié, en mars 2003, un rapport intitulé *Policy issues for central banks in retail payments*. Ce document met l'accent sur l'implication actuelle des banques centrales dans le domaine des paiements de faible montant et révèle à la fois des aspects communs en matière de stratégie et d'importantes différences institutionnelles entre pays. Les aspects communs correspondent aux objectifs de haut niveau des stratégies publiques, qui pourraient aussi concerner des autorités autres que banques centrales intéressées par la sécurité et l'efficacité des paiements de faible montant. Il propose, en conclusion, plusieurs recommandations d'actions minimales convenant à toutes les banques centrales dans la réalisation de ces objectifs ainsi que des options spécifiquement adaptées au contexte particulier de certaines d'entre elles. Le Comité a également étudié des questions traitant de l'utilisation de la monnaie de banque centrale dans les systèmes de paiement. Un rapport analytique devrait être prochainement publié sur ce sujet.

La mise en œuvre de la stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, approuvée par les gouverneurs du G 10 en 1996, demeure l'un des grands axes des travaux du Comité, qui continue, à cet effet, de suivre et d'encourager les initiatives dans ce domaine.

Afin de toucher des pays hors G 10, le CSFR a poursuivi ses efforts pour renforcer sa coopération avec les banques centrales correspondantes, en particulier dans les économies émergentes. Il a également apporté son soutien

et son expérience lors d'ateliers et de séminaires organisés par la BRI, en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

### *Comité des marchés*

Les réunions bimensuelles de ce Comité (qui regroupe des responsables des opérations de marché financier dans les banques centrales du G 10) ont surtout porté sur les développements à court terme, en particulier sur les changes. Des représentants des principales banques centrales hors G 10 y ont été invités à plusieurs reprises. Le Comité a notamment abordé les sujets suivants : forces à l'origine des mouvements du dollar EU face aux autres monnaies ; volatilité sur les grands marchés des changes ; incidence de l'évolution économique et politique au Brésil et influence des variations des prix des produits de base sur les monnaies d'Amérique latine ; risques financiers à l'approche de la guerre en Irak. Il a également fourni des informations à ses membres sur des sujets spécifiques, tels que la pratique de négociation sans identification de la contrepartie (lorsqu'une banque réalise une transaction par le biais d'un gestionnaire de fonds agissant en tant qu'agent) et les derniers développements relatifs à Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Le Comité a lancé, en outre, un réexamen des bases et méthodes actuelles de notification destiné à l'Étude triennale des banques centrales relative aux activités des marchés des changes et des dérivés. En janvier 2003, il a approuvé les propositions d'un groupe d'experts pour sa prochaine enquête.

### *Groupe de dissuasion de la contrefaçon*

Le GDC est mandaté par les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10 pour examiner la menace provenant de l'utilisation croissante des ordinateurs personnels et d'autres procédés pour la contrefaçon des billets de banque. La BRI a continué de soutenir les travaux du GDC, en accueillant son Secrétariat et en lui servant d'agent en matière de contrats.

## **3. Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale**

Plusieurs organisations indépendantes ont établi leur secrétariat à la BRI, qui leur fournit divers services et une assistance logistique. La Banque prend part aux discussions conduites par certaines d'entre elles. L'élaboration de leurs programmes de même que l'approbation et la publication des documents correspondants incombent à l'entité ou à l'organisation à laquelle chacun de ces groupes rend compte.

### *Groupe des Dix*

La Banque a contribué activement, aux côtés du FMI et de l'OCDE, aux travaux des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales

des pays du G 10, de leurs suppléants et des groupes de travail et de contact constitués sous leur égide, par une participation en qualité d'observateur et à travers des services de secrétariat. Le G 10 a examiné les progrès réalisés en ce qui concerne les clauses d'action collective, les codes de bonne conduite relatifs aux réaménagements de dette et le mécanisme de restructuration de la dette souveraine ; il a étudié la question de la viabilité de la dette et convenu de revoir les Accords généraux d'emprunt (AGE).

Trois documents majeurs ont été diffusés pendant la période analysée. Un rapport, établi par le groupe de travail du G 10 sur les dispositions contractuelles, définit les principales caractéristiques des clauses d'action collective attachées aux obligations d'État, dont l'adoption généralisée devrait permettre, selon les ministres et gouverneurs du G 10, de mieux gérer les sorties de crise. Un document intitulé *Turbulence in asset markets : the role of micro policies*, diffusé par un groupe de contact, conclut que des stratégies appropriées en matière de fiscalité, de réglementation et de communication financière peuvent aider à atténuer les fluctuations indésirables des prix des actifs. Enfin, le rapport *Insolvency arrangements and contract enforceability*, rédigé par un autre groupe de contact, montre combien il est important de disposer de moyens adéquats pour résoudre de façon rapide, efficiente et équitable les difficultés d'entreprises insolubles ayant une intense activité financière.

### *Forum sur la stabilité financière*

Le FSF a été créé début 1999, afin de promouvoir la stabilité financière internationale par l'intensification des échanges et de la coopération en matière de contrôle et de surveillance. Il rassemble régulièrement les autorités nationales (ministres des Finances, banques centrales et autorités prudentielles) chargées de la stabilité financière sur les grandes places mondiales ainsi que de hauts responsables d'institutions financières internationales, organes de contrôle ou de réglementation internationaux et groupes d'experts des banques centrales. La BRI abrite son Secrétariat, dont le personnel est détaché des pays et institutions qui en sont membres. En mai 2003, les ministres des Finances du G 7 ont nommé Roger W. Ferguson Jr., Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, au poste de Président du FSF, en remplacement d'Andrew Crockett, qui en avait été le premier président. Des informations plus détaillées sont disponibles sur le site du Forum ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)).

Depuis avril 2002, le Forum s'est réuni à deux reprises, à Toronto et Berlin, et ses membres ont tenu plusieurs téléconférences. Il s'est notamment penché sur des sujets concernant les faiblesses d'ordre conjoncturel et autres du système financier international ainsi que les actions nécessaires pour traiter les carences révélées par les récentes irrégularités dans les états financiers des entreprises. Le Forum a également organisé des rencontres régionales pour promouvoir de plus larges échanges de vues sur les points faibles du secteur financier et permettre aux représentants régionaux de faire part de leurs

observations sur ses travaux. Trois réunions ont ainsi eu lieu, durant l'exercice, pour les pays d'Europe centrale et orientale, d'Amérique latine et de la région Asie-Pacifique. De surcroît, à l'instigation de son président, des séances régulières ont regroupé des participants du secteur privé et des universitaires, dans le cadre du Comité consultatif du Président du FSF, sur des questions de stabilité financière.

Au cours de la période étudiée, les réformes nécessaires, tant au niveau national qu'international, pour restaurer la confiance dans le dispositif de communication financière, après la vague d'irrégularités touchant la notification financière et la comptabilité des entreprises, ont été au centre de toutes les réunions du FSF. Ce dernier a suivi de près les nombreuses initiatives prises à cet égard par les acteurs de marché, autorités nationales et instances de réglementation internationales et s'est plus particulièrement attaché aux lacunes et divergences notables des réformes en cours. Très conscient de la portée internationale des problèmes et de leurs solutions, le Forum a cherché à harmoniser les mesures prises dans les divers pays et secteurs, chaque fois que cela pouvait aider à améliorer l'efficacité, l'intégrité et la stabilité des marchés financiers. À cet effet, il a organisé, en octobre 2002, une table ronde sur les implications stratégiques des récentes faillites d'entreprises, qui réunissait des membres de conseils d'administration, investisseurs institutionnels, hauts responsables bancaires, sociétés d'audit, agences de notation, experts en gouvernance d'entreprise et autorités prudentielles et réglementaires. Il a été reconnu que de nombreux facteurs avaient contribué à l'érosion de la discipline interne et externe, elle-même à l'origine des récents manquements en matière de gouvernance et de communication d'entreprise. Il est néanmoins apparu que l'élément essentiel, capable à lui seul de redonner confiance dans le cadre de communication financière, consistait avant tout à rendre de nouveau crédibles la qualité et l'intégrité des audits externes (par une surveillance publique et des mécanismes plus contraignants).

Au cours de l'exercice écoulé, le FSF s'est également penché sur plusieurs questions touchant le secteur de la réassurance, dont le rôle de couverture est indispensable et qui est de plus en plus impliqué dans la prise de risques et le transfert de ces risques. Bien que ce secteur se soit honorablement sorti des chocs récents, l'opacité du marché et de ses procédures de communication publique permet difficilement d'évaluer l'impact potentiel des problèmes sur l'assurance dans son ensemble et, plus généralement, sur la stabilité financière. Certaines de ces questions concernent également d'autres domaines de l'assurance.

Le FSF a donc soutenu, sur le plan national, les efforts des instances de réglementation des principaux pays où siègent la plupart des réassureurs mondiaux et a participé aux travaux de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) pour la production de données et la communication financière sur le marché mondial de la réassurance. Le Forum a également demandé que des améliorations soient apportées à la fréquence, ainsi qu'au contenu quantitatif et qualitatif, des communications publiques de chaque réassureur et compagnie d'assurances.



En collaboration avec les organismes membres, le Forum a également été actif dans d'autres domaines : problèmes posés par les activités de transfert du risque de crédit ; disponibilité d'informations sur les gros établissements financiers complexes ; renforcement des normes prudentielles sur les places franches.

Le FSF a continué, tout au long de l'exercice, d'informer sur ses activités les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du G 7 ainsi que le Comité monétaire et financier international du FMI.

### *Association internationale des contrôleurs d'assurance*

La BRI accueille le Secrétariat de l'AICA depuis sa création, en janvier 1998. Cet organisme, qui joue un rôle analogue à celui du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire mais dans le domaine de l'assurance, a pour objet de contribuer à la stabilité financière mondiale en améliorant la surveillance de ce secteur grâce à des normes, une assistance mutuelle et des échanges d'informations entre membres sur leurs expériences respectives. Des renseignements plus détaillés sont disponibles sur le site de l'AICA ([www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)).

En collaboration avec d'autres instances de réglementation internationale (Comité de Bâle et OICV, dans le cadre de l'Instance conjointe), l'AICA a également élaboré des principes pour la surveillance des conglomérats financiers ; elle participe, en outre, activement au FSF.

L'AICA a publié un grand nombre de documents exposant les normes prudentielles dans le domaine de l'assurance. L'an dernier, elle a parachevé les *Principles on Minimum Requirements for Supervision of Reinsurers* et publié une note intitulée *Risks to insurers posed by electronic commerce*. En avril 2003, elle a diffusé *Credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors*. Ses travaux en cours couvrent les sujets suivants : formulation de normes, recommandations ou notes sur les réserves techniques ; recours aux actuaires ; contrôle des exigences en matière de solvabilité ; simulations de crise ; titrisation ; communication financière des assureurs non vie et réassureurs ; surveillance des compagnies de réassurance ; gestion du risque en matière de commerce électronique de produits d'assurance ; gestion du risque de crédit. De plus, les *Insurance Core Principles and associated Methodology* sont en cours de révision, afin d'en renforcer le contenu. En collaboration avec le FSF, l'AICA s'emploie à élaborer un dispositif destiné à améliorer la transparence du marché mondial de la réassurance et la prise en compte du risque dans les communications des réassureurs. Elle participe également aux travaux de l'IASB sur son Projet relatif à l'assurance et d'autres projets comptables importants. Elle collabore étroitement, en outre, avec la Financial Action Task Force (FATF) dans sa lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme.

Conjointement avec l'ISF et les autorités de contrôle nationales de l'assurance, l'AICA a organisé de nombreux séminaires et programmes de formation et fourni une assistance dans ce domaine, pour aider les contrôleurs



d'assurance à mettre en œuvre ses normes prudentielles. Par ailleurs, des séminaires régionaux ont été proposés aux autorités de surveillance d'Afrique, d'Asie, d'Europe centrale et orientale, d'Amérique latine et de certaines places franches.

### *Association internationale de protection des dépôts*

Cette association (International Association of Deposit Insurers, IADI) a été créée en mai 2002 et a ouvert son siège à la BRI en octobre. Elle offre à ses membres un forum pour contribuer à la stabilité des systèmes financiers par la promotion de la coopération internationale dans le domaine de la protection des dépôts. Quarante-quatre organisations participent à ses travaux.

L'objectif de l'association est d'améliorer la compréhension et l'échange d'informations sur des sujets d'intérêt commun liés à la protection des dépôts ainsi que de formuler des recommandations destinées à renforcer l'efficacité des systèmes d'assurance des dépôts, compte tenu des différences liées aux circonstances, à l'environnement et aux structures.

L'association s'emploie activement à favoriser les contacts et la formation au sein de la profession et d'autres autorités concernées par le filet de sécurité financière. Elle organise notamment à cet effet une conférence annuelle traitant de thèmes d'actualité. La première de ces conférences s'est tenue à la BRI en mai 2002 ; la prochaine aura lieu à Séoul, en Corée, en octobre 2003.

Jean-Pierre Sabourin, Président-directeur général de la Deposit Insurance Corporation du Canada est Président de l'association et de son Conseil exécutif. Une information complète sur les activités de l'IADI est disponible sur son site ([www.iadi.org](http://www.iadi.org)).

## 4. Services financiers de la Banque

Les opérations bancaires de la Banque ont exclusivement pour objet de fournir des services financiers aux banques centrales et à diverses institutions financières internationales. En avril 2003, quelque 130 banques centrales détenaient une partie de leurs réserves internationales auprès de la BRI. Pour l'intermédiation de ces fonds, la Banque utilise deux salles de marché reliées l'une à l'autre, à Bâle et à Hong-Kong, et offre une gamme d'instruments spécifiquement conçus pour les banques centrales. Sécurité, liquidité et rendement sont les trois caractéristiques fondamentales de ces produits. Parmi les autres services financiers assurés par la Banque figurent la gestion d'actifs, les prêts à court terme aux banques centrales, les activités de mandataire (trustee) et les fonctions d'agent détenteur de sûretés. Une attention spéciale est accordée à deux aspects de ces tâches : la surveillance des risques de crédit, de marché et opérationnel, sous la responsabilité d'une unité de contrôle des risques indépendante, faisant rapport directement au Directeur Général Adjoint ; le contrôle du caractère

adéquat des opérations bancaires dans le cadre de la fonction d'audit interne.

### *Opérations du Département bancaire*

Au 31 mars 2003, le bilan s'établissait à 92,8 milliards de francs or<sup>1</sup>, troisième nouveau record consécutif en fin d'exercice, ce qui représente une progression de 5,8 % sur le montant de 87,7 milliards à la fin de l'exercice précédent. Cette hausse s'explique entièrement par l'appréciation des autres monnaies par rapport au dollar EU, qui a accru de 6,2 milliards de francs or le total du bilan. De fait, après ajustement des variations de change, le bilan a diminué de 1,1 milliard de francs or au cours de l'exercice.

Après avoir atteint des niveaux historiquement élevés au début de l'exercice écoulé, le bilan s'est replié les mois suivants, avant de connaître une nouvelle hausse à compter de novembre. Cet afflux de fonds vers la fin de 2002 a été partiellement grossi par les variations de change mais a également résulté de facteurs normaux de fin d'année, tels qu'un effet de « recherche de la sécurité » lié à la montée des tensions géopolitiques. À l'inverse des exercices précédents, cette tendance s'est prolongée bien au-delà du début de l'année, puisque le bilan a inscrit successivement de nouveaux sommets au premier trimestre 2003, enregistrant un record absolu de 94,3 milliards de francs or le 13 mars. En fin d'exercice, il s'était cependant contracté de 1,5 milliard.

### *Passif*

Au 31 mars 2003, les ressources empruntées en or et en monnaies (à l'exclusion des opérations de pension) se chiffraient à 86,4 milliards de francs or, contre 82,0 milliards un an auparavant. Les dépôts en or ont augmenté de 0,1 milliard de francs or, à 2,6 milliards, et représentent 3,1 % du total des ressources empruntées (sans changement par rapport à l'exercice précédent). Les dépôts en monnaies, pour leur part, se sont accrus de 4,3 milliards de francs or (hors opérations de pension), sous l'effet d'une appréciation des autres devises par rapport au dollar EU. Sans ces gains de conversion, les dépôts en monnaies auraient diminué de quelque 0,6 milliard de francs or, des réductions de placements en euros et en yens ayant été en partie compensées par des apports en dollars EU et en livres sterling.

Au 31 mars 2003, le dollar EU comptait pour 67,2 % dans le total des ressources empruntées en monnaies (pensions comprises), repli modeste par rapport au chiffre de 69,2 % enregistré un an auparavant.

Les dépôts en monnaies des banques centrales et autres autorités monétaires nationales sont passés de 76,2 milliards à 80,0 milliards de francs or, ce qui représentait 95,5 % du total des ressources empruntées en

<sup>1</sup> Jusqu'à la fin de l'exercice 2002/03, l'unité de compte de la Banque était le franc or. Avant sa modification (section 6), l'article 4 des Statuts définissait le franc or comme équivalant à 0,29032258... gramme d'or fin. Les actifs et passifs étaient convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (soit 1 franc or = \$EU 1,94149...).

monnaies (hors opérations de pension) à fin mars 2003, sans grand changement par rapport à l'exercice précédent. Les apports des autres déposants (principalement des institutions internationales) se sont situés à 3,8 milliards de francs or. Sur l'exercice, la clientèle des banques centrales a sensiblement renforcé ses placements en instruments négociables à long terme de la BRI. En revanche, il convient de noter également une expansion des dépôts fixes à court terme, qui traduit notamment une tendance de certains clients à conserver des liquidités auprès de la BRI lorsque l'incertitude géopolitique augmente.

### *Actif*

L'actif de la BRI revêt essentiellement la forme de placements auprès de banques commerciales de tout premier rang bénéficiant d'une haute notoriété internationale ainsi que de titres d'État et paragouvernementaux, y compris des opérations de prise en pension. La Banque accorde également aux banques centrales des crédits à courte échéance, assortis normalement de garanties. La part de titres souverains et quasi souverains s'est notablement accrue durant l'exercice, atteignant pratiquement un tiers de l'actif total au 31 mars 2003.

La Banque utilise également divers produits dérivés, en vue d'optimiser la gestion de ses actifs (note 15 a) afférente aux comptes). Pour l'essentiel, il s'agit d'instruments simples, notamment contrats à terme et contrats d'échange de taux d'intérêt.

Les opérations financières de la BRI, tant à Bâle qu'à Hong-Kong, sont effectuées dans un cadre de politique générale établi par le Conseil d'administration. Ce cadre impose certaines limites d'ordre général ainsi que des limites spécifiques sur les diverses catégories de risques (de crédit, de marché et de liquidité) auxquels la Banque s'expose inévitablement dans ses activités de marché. Ces limites ont été fixées selon des normes rigoureuses, afin de maintenir l'excellente qualité de crédit de la BRI en tant que contrepartie aux banques centrales et établissements commerciaux.

Les placements en monnaies s'inscrivaient à 89,4 milliards de francs or au 31 mars 2003, contre 83,7 milliards un an auparavant, et comprenaient 0,2 milliard de francs or d'avances à des banques centrales, au lieu de 0,1 milliard l'année passée. Les avoirs en or de la Banque se sont accrus au cours de l'exercice, passant de 3,2 milliards de francs or à 3,3 milliards, sous l'effet d'une faible augmentation des dépôts reçus.

### *Fonctions d'agent et mandataire (trustee)*

#### *Mandataire (trustee) d'emprunts publics internationaux*

Durant l'exercice, la Banque a continué de remplir ses fonctions de mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour des informations détaillées, voir le 63<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 1993). La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur, a notifié à la Banque

qu'en 2002 la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Administration fédérale allemande des titres) avait fait procéder à un versement total d'approximativement €5,5 millions à titre de remboursement du principal et de paiements d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et autres détails ont été publiés par la BWV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BWV, la Banque a maintenu ses réserves (précisées dans le 50<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 1980), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010.

#### *Agent détenteur de sûretés*

En vertu de plusieurs contrats, la BRI agit en qualité d'agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations souveraines en devises émises dans le cadre d'accords de restructuration de la dette extérieure. Les Contrats de nantissement en cours concernent les obligations du Brésil (64<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 1994), du Pérou (67<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 1997) et de la Côte-d'Ivoire (68<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 1998).

## 5. Bénéfice net et répartition

### *Bénéfice net pour l'exercice*

Les comptes du 73<sup>e</sup> exercice clos le 31 mars 2003 font apparaître un bénéfice net de 362,0 millions de francs or, contre 268,5 millions pour l'exercice précédent. La progression traduit principalement l'augmentation des intérêts nets et autres produits d'exploitation pour l'exercice 2002/03, elle-même liée à la diminution des pertes enregistrées sur le remboursement, à la valeur de marché, des instruments émis par la Banque (FIXBIS et Medium-Term Instruments). Ces pertes sur le portefeuille de ressources empruntées ont été enregistrées conformément aux principes de la comptabilité d'exercice de la Banque. Ce portefeuille est géré de manière équilibrée avec un risque limité de taux d'intérêt, de change et de transformation d'échéances, de sorte que les valeurs de marché des instruments financiers, à l'actif et au passif des ressources empruntées, augmentent et diminuent en parallèle.

Ces pertes en comptabilité d'exercice, de nature temporaire, sont survenues en raison d'une gestion active, par la clientèle de la Banque, des portefeuilles d'instruments BRI, dans le contexte d'une poursuite de la baisse des taux d'intérêt qui a fait augmenter la valeur de marché de ses créances sur la BRI. Dans le cadre de la comptabilité d'exercice de la Banque, ces pertes ont été effacées ultérieurement, car les passifs remboursés étaient rapidement remplacés par des emprunts de même échéance à des taux d'intérêt inférieurs, tandis que les actifs et dérivés correspondants étaient conservés. Le bénéfice de l'exercice a ainsi été majoré par l'élargissement des marges résultant du recouvrement d'anciennes pertes comptables liées à de tels remboursements anticipés. Comme les taux d'intérêt ont fléchi durant l'exercice, le bénéfice sur

ressources empruntées, en comptabilité d'exercice, a été amplifié par des gains comptables sur les ventes d'instruments du portefeuille de négociation.

Dans le cadre des conventions comptables modifiées de la Banque, entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 2003, de telles pertes seront compensées dans le compte des profits et pertes par l'enregistrement des mouvements correspondants de la valeur de marché des instruments financiers des deux côtés du bilan.

Abstraction faite de ces facteurs, le bénéfice sous-jacent au titre des opérations sur ressources empruntées de la Banque a enregistré une expansion modérée, l'accroissement des dépôts de la clientèle étant renforcé par un élargissement des marges d'intermédiation résultant des évolutions à l'actif du bilan.

Les revenus d'intérêts des placements financés par les fonds propres de la Banque ont légèrement fléchi, l'incidence négative de la baisse des taux d'intérêt ayant été supérieure à la progression en volume des fonds propres.

Les comptes financiers annuels font apparaître une augmentation des coûts d'administration, après amortissements, de 76,8 millions de francs or en 2001/02 à 98,3 millions de francs or, ce qui représente une hausse de 28 %. Cette augmentation s'explique essentiellement par l'appréciation du franc suisse, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, qui a progressé en moyenne de 18 % contre le franc or par rapport à l'exercice précédent. En outre, dans le cadre des conventions comptables modifiées pour les provisions et obligations au titre des pensions, des coûts de 48,3 millions de francs suisses ont été imputés aux frais d'administration, dans les comptes financiers annuels de la Banque, contre des coûts de 31,1 millions sur la même base en 2001/02. Cet accroissement a été dû à un paiement forfaitaire de 33,9 millions de francs suisses pour rétablir le ratio de couverture du Fonds de pension du personnel, dont les résultats ont été inférieurs aux hypothèses actuarielles. Les amortissements ont diminué de 7 % en francs suisses, mais se sont accrus de 8 % en termes de francs or.

L'environnement de taux d'intérêt inférieurs s'est également traduit par des plus-values matérialisées de 108,2 millions de francs or en liaison avec le portefeuille de placements de la Banque sur ses ressources propres, contre des gains de 85,7 millions de francs or à ce titre lors de l'exercice précédent.

### *Répartition du bénéfice net pour l'exercice*

En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande que le bénéfice net de 362,0 millions de francs or soit réparti par l'Assemblée générale de la manière suivante :

- i) 68,7 millions de francs or au paiement d'un dividende de 400 francs suisses par action. Il convient de noter que le dividende sera payé sur 452 073 actions. Le nombre des actions émises et libérées avant l'opération de retrait est de 529 125, dont 77 052 sont des actions propres ; celles-ci comprennent 74 952 actions reprises d'anciens actionnaires privés et de banques centrales et 2 100 autres actions. Aucun dividende ne sera versé sur les actions propres ;

- ii) 29,3 millions de francs or au Fonds de réserve générale ;
- iii) 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
- iv) 261,0 millions de francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre, que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Le Conseil d'administration a proposé que le dividende mentionné ci-dessus soit payé le 7 juillet 2003 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 31 mars 2003.

### *Répartition de l'ajustement des réserves de l'exercice précédent*

Les modifications des conventions comptables de la Banque adoptées dans le bilan et le compte de profits et pertes du présent exercice ont donné lieu à un ajustement de l'exercice précédent, qui a accru les réserves d'un montant total de 1 639,4 millions de francs or au 31 mars 2002. Des précisions à ce sujet figurent dans la note 3 afférente aux comptes annuels. En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande que l'ajustement des réserves de l'exercice précédent, correspondant à 1 639,4 millions de francs or, soit réparti par l'Assemblée générale de la manière suivante :

- i) 163,9 millions de francs or, soit 10 % de ce montant, au Fonds de réserve générale ;
- ii) 1 475,5 millions de francs or au Fonds de réserve libre, que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

### *Rapport des commissaires-vérificateurs*

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, y compris les notes afférentes, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2003 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport figure immédiatement après les comptes.

## 6. Aspects institutionnels

### *Modifications des Statuts de la Banque*

#### *Changement de l'unité de compte de la Banque*

Une Assemblée générale extraordinaire (AGE) de la BRI, tenue le 10 mars 2003, a décidé, sur recommandation du Conseil d'administration, de remplacer le franc or par le Droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international (FMI), comme unité de compte de la Banque, avec effet au début de l'exercice suivant, c'est-à-dire au 1<sup>er</sup> avril 2003. En conséquence, l'AGE a approuvé une modification de l'article 4

des Statuts de la BRI visant à redéfinir en DTS le capital et les actions de la Banque. Cette modification s'est traduite par une réduction du capital, afin d'obtenir un chiffre rond de DTS 5 000 pour la valeur nominale de chaque action.

Il a été considéré que l'utilisation du franc or comme unité de compte par la BRI constituait un obstacle à la transparence et à l'application des normes actuelles dans le domaine des meilleures pratiques comptables. Pour ces raisons, et afin de gérer de manière plus efficiente les opérations et les fonds propres économiques de la Banque, il a été décidé d'adopter le DTS comme nouvelle unité de compte.

Le DTS, unité de compte du FMI, est également utilisé dans le cadre de contrats privés et de traités internationaux ainsi que comme unité de compte dans d'autres organisations internationales. Sa valeur est fondée sur celle d'un panier de monnaies (actuellement dollar EU, euro, yen et livre sterling). Le FMI procède à une révision de ce panier tous les cinq ans, pour garantir que sa composition représente bien les devises utilisées dans les transactions internationales et que les pondérations qui leur sont assignées reflètent leur importance relative dans les échanges internationaux et le système financier mondial. La définition du panier a été modifiée en 2001, pour tenir compte de l'entrée en vigueur de l'euro.

En liaison avec le remplacement du franc or par le DTS, les montants en francs or dans lesquels avait été exprimé le capital de la Banque ont été convertis en DTS. L'AGE a décidé que la valeur nominale des actions résultant du calcul précis de conversion (DTS 5 696 au 31 mars 2003) serait arrondie par défaut à DTS 5 000. Suite à cette réduction de 12,2 % du capital, le montant excédentaire de DTS 92,1 millions au 31 mars 2003 a été transféré du capital libéré aux fonds de réserve de la Banque. Le passage au DTS n'a eu aucune incidence sur les fonds propres de la BRI.

#### *Autres modifications statutaires*

Outre la modification de l'article 4 des Statuts de la Banque, l'AGE a adopté deux autres amendements. Le premier simplifie le texte de l'article 5 en supprimant les détails concernant la souscription de la deuxième tranche des actions du capital, achevée depuis longtemps. Le second actualise l'article 20 des Statuts, qui définit les monnaies dans lesquelles la Banque est autorisée à effectuer des opérations pour son propre compte. Le libellé précédent, qui se référait à « toutes les exigences pratiques de l'étalon-or ou de l'étalon de change-or », était devenu caduc et a donc été remplacé par la mention « monnaies jugées appropriées par le Conseil ».

#### *Reprise des actions en mains privées*

Suite à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire, tenue le 8 janvier 2001, de reprendre toutes les actions de la BRI en mains privées (opération décrite en détail dans le 71<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juin 2001, pages 183–184), la Banque a versé à ses anciens actionnaires privés une indemnité de 16 000 francs suisses par action. Certains d'entre eux ont contesté ce montant (72<sup>e</sup> *Rapport annuel* de juillet 2002, pages 185–186) et porté leur requête



devant le Tribunal arbitral prévu par l'Accord de La Haye, qui, conformément à l'article 54 des Statuts de la Banque, est seul compétent pour connaître des différends entre la Banque et ses anciens actionnaires privés résultant du retrait des actions. Ce Tribunal a rendu, le 22 novembre 2002, une sentence partielle confirmant la légalité du rachat obligatoire mais concluant néanmoins que l'indemnité devait être augmentée. Il a décidé que les anciens actionnaires privés avaient droit à une part proportionnelle de la valeur de l'actif net de la Banque, après déduction, toutefois, d'une décote de 30 %. Cette formule équivaut à celle que la BRI a appliquée aux nouvelles souscriptions d'actions par les banques centrales. Le montant précis de l'indemnité supplémentaire sera fixé par le Tribunal arbitral, à l'issue de nouvelles procédures qui se tiendront courant 2003. La Banque a réaffirmé qu'elle appliquerait de son plein gré la décision du Tribunal arbitral à tous les anciens actionnaires privés inscrits sur ses registres, pour solde de tout compte. Lorsque cette décision sera rendue, elle prendra contact par écrit avec ses anciens actionnaires pour les modalités de paiement de l'indemnité supplémentaire.

Dans le cadre d'une action engagée par un autre groupe d'anciens actionnaires privés, le Tribunal de commerce de Paris a rendu, en mars 2003, une décision provisoire (sans statuer au fond), se déclarant compétent pour connaître de la réclamation formulée par les demandeurs en vue du relèvement du montant de l'indemnité. La Banque a demandé que cette décision de procédure soit infirmée par la Cour d'appel de Paris, faisant valoir que le Tribunal arbitral de La Haye a compétence exclusive en la matière.

## *Modifications des conventions comptables*

### *Exercice 2002/03*

Suite à une révision de ses conventions comptables, la Banque a décidé de modifier ses pratiques pour la prise en compte du bénéfice sur les ventes de titres sur ressources propres ainsi que pour la comptabilisation des provisions et des obligations au titre des pensions. La note 2 afférente aux comptes décrit ces modifications. Les chiffres correspondants dans le bilan, le compte de profits et pertes et les notes afférentes aux comptes pour l'exercice 2001/02 ont été retraités en conséquence ; la note 3 décrit les implications de ces retraitements pour les réserves et le bénéfice net de cet exercice. Les comptes présentent sous une forme comparative les résultats financiers des exercices 2001/02, après retraitement, et 2002/03.

### *Exercice 2003/04*

L'introduction du DTS en tant qu'unité de compte de la BRI (ci-avant) a facilité divers autres changements qui ont pris effet au 1<sup>er</sup> avril 2003. Ces ajustements donnent une représentation plus précise de la position financière de la Banque et de ses résultats.

Les pages 214 à 219 du bilan et du compte de profits et pertes ci-après présentent un rapprochement avec le bilan pro forma non vérifié en

DTS au 31 mars 2003 et le compte de profits et pertes dans cette unité pour l'exercice clos à cette date.

### *Politique budgétaire*

Le processus d'élaboration du budget de la Banque commence environ six mois avant le début de l'exercice, avec la définition, par la Direction, des grandes orientations et des montants concernant le personnel et les financements. Dans ce cadre budgétaire général, les divers domaines d'activité précisent ensuite leurs plans et leurs besoins de financement correspondants. Le cadrage de ces plans d'activité détaillés avec les ressources globalement disponibles aboutit à la détermination d'un budget financier provisoire, qui doit être approuvé par le Conseil avant le début de l'exercice.

Lors de l'établissement du budget, une distinction est faite entre dépenses administratives et d'investissement. La rémunération du personnel représente environ la moitié des frais d'administration. Les autres grands postes de dépenses, qui y entrent normalement à hauteur de 25 %, sont les technologies de l'information et les communications ainsi que les charges au titre du Système de pensions de la Banque. Par nature, les dépenses d'investissement varient notablement d'un exercice à l'autre. Le règlement de la plupart des dépenses administratives et d'investissement de la Banque est opéré en francs suisses.

Durant l'exercice 2002/03, les frais d'administration avant amortissements se sont chiffrés à 199,2 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 5,3 % au budget de 210,3 millions<sup>2</sup>. Le budget avait été établi dans l'hypothèse que la Banque remplacerait rapidement les membres du personnel qui avaient bénéficié d'une offre de retraite anticipée présentée pendant l'exercice précédent. Cela s'est avéré difficile à réaliser et les économies qui en ont résulté constituent la cause première de cet écart par rapport au budget administratif. Les dépenses d'investissement, avec 16,1 millions de francs suisses, sont inférieures de 11,9 millions au budget : certaines, relatives à des projets informatiques, ont été reportées, l'achèvement de la nouvelle infrastructure informatique de la Banque ayant été différé.

Le Conseil a approuvé une augmentation de 2,3 %, à 215,1 millions de francs suisses, du budget administratif de l'exercice 2003/04. Il est prévu une hausse de 2,7 millions de francs suisses, à 30,7 millions, du budget d'investissement. Outre un relèvement de 2 % des bandes de rémunération du personnel, ces budgets incluent la poursuite du programme de formation informatisée à l'intention des autorités de contrôle bancaire, les coûts relatifs à l'emménagement du Bureau de Hong-Kong dans de nouveaux locaux et le renforcement du soutien apporté aux activités bancaires en informatique et en contrôle financier.

---

<sup>2</sup> La comptabilité budgétaire de la Banque exclut l'incidence des modifications des conventions comptables concernant les provisions et les obligations au titre des pensions ; ces modifications sont incorporées dans les comptes financiers et examinées à la section 5.

## *Politiques de rémunération de la BRI*

### *Politique générale des traitements*

Les postes des membres du personnel de la BRI sont évalués sur la base de plusieurs critères objectifs, notamment qualifications requises, expérience et responsabilités, et sont répartis en catégories. Une révision périodique compare les traitements de la BRI avec ceux payés dans des institutions ou des segments de marché similaires. Cet exercice tient compte des différences de régime fiscal des agents des institutions considérées. Dans son ajustement des traitements de la BRI en fonction des chiffres du marché, la Banque retient la moitié supérieure des salaires du marché afin d'attirer un personnel hautement qualifié.

Les catégories de postes correspondent à des bandes de rémunération qui sont ajustées chaque année pour tenir compte du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes réels, du secteur des affaires dans les grands pays industriels. À l'intérieur de chaque bande, la variation du traitement d'un agent est fondée sur le mérite, à partir d'une évaluation périodique des prestations. La BRI n'applique pas un système à primes.

Les membres du personnel (y compris la Haute Direction) qui ne sont ni de nationalité suisse ni recrutés localement ont droit à une indemnité d'expatriation, qui s'établit actuellement entre 14 % et 18 % du traitement annuel, selon la situation de famille. En outre, la BRI offre une assurance maladie et accidents ainsi qu'un régime de retraite à prestations déterminées financé par contributions.

### *Rémunération de la Haute Direction*

Les traitements des Chefs de département sont ajustés chaque année, normalement en parallèle avec l'augmentation des bandes de rémunération du personnel. Les traitements du Directeur Général et du Directeur Général Adjoint font l'objet d'un examen périodique par le Conseil d'administration.

Au 1<sup>er</sup> juillet 2002, la rémunération des hauts responsables s'établissait ainsi (entre parenthèses : nombre de titulaires) :

- Directeur Général (1) 617 050 francs suisses
- Directeur Général Adjoint (1) 566 500 francs suisses
- Chefs de département (3) 526 070 francs suisses

### *Rémunération du Conseil d'administration*

L'Assemblée générale annuelle approuve la rémunération des membres du Conseil d'administration. Des ajustements sont effectués tous les trois ans. Depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2002, la rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration s'est élevée à 844 800 francs suisses. En outre, tous les membres du Conseil reçoivent un jeton de présence pour chacune des séances auxquelles ils participent. Dans l'hypothèse où les administrateurs sont tous présents à l'ensemble des séances, le total annuel de ces jetons de présence est de 777 240 francs suisses.

### *Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque*

En septembre 2002, Antonio Fazio, Gouverneur de la Banca d'Italia, a prolongé le mandat d'administrateur de Vincenzo Desario pour une période de trois ans s'achevant le 7 novembre 2005. En novembre 2002, Ernst Welteke, Président de la Deutsche Bundesbank, a reconduit Hans Tietmeyer dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour un mandat de trois ans qui prendra fin le 31 décembre 2005. En mars 2003, Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a confirmé le Vicomte Verplaetse dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 28 février 2006.

Fin décembre 2002, Urban Bäckström a renoncé à son poste de Gouverneur de la Sveriges Riksbank, laissant vacant son siège au sein du Conseil. Avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2003, le Conseil a élu Lars Heikensten, successeur d'Urban Bäckström au poste de Gouverneur de la Sveriges Riksbank, membre du Conseil d'administration pour la période non écoulée du mandat de M. Bäckström, soit jusqu'au 31 mars 2005.

Le 19 mars 2003, Masaru Hayami a quitté ses fonctions de Gouverneur de la Banque du Japon et laissé vacant son siège au Conseil. En mai 2003, le Conseil a élu son successeur à la Banque du Japon, Toshihiko Fukui, administrateur jusqu'à la date d'expiration du mandat de son prédécesseur, soit le 12 septembre 2003. En prenant sa retraite de Président de la Banque de Réserve fédérale de New York, le 10 juin 2003, William J. McDonough a cessé ses fonctions de membre du Conseil.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, Andrew Crockett a quitté ses fonctions de Directeur Général fin mars 2003. Malcolm Knight lui a succédé le 1<sup>er</sup> avril 2003.

Des listes des membres du Conseil d'administration, de la Haute Direction de la Banque ainsi que des banques centrales membres figurent à la fin de ce chapitre.

# Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 2003

## Bilan au 31 mars 2003

(en millions de francs or – voir note 2 a) afférente aux comptes)

2002	Actif	2003
	<b>Or</b>	
1 910,3	Détenu en barres	1 990,0
<u>1 299,6</u>	Dépôts à terme et avances	<u>1 309,6</u>
3 209,9		3 299,6
3 292,3	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	3 041,5
9 588,1	Bons du Trésor	14 027,3
	<b>Dépôts à terme et avances en monnaies</b>	
28 435,1	À 3 mois au maximum	22 725,5
<u>17 102,9</u>	À plus de 3 mois	<u>17 483,6</u>
45 538,0		40 209,1
1 660,7	Titres acquis dans le cadre de pensions À 3 mois au maximum	5 302,2
	<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>	
3 753,3	À 3 mois au maximum	4 625,1
<u>19 857,6</u>	À plus de 3 mois	<u>22 165,9</u>
23 610,9		26 791,0
115,4	Terrains, immeubles et équipement	138,9
699,1	Actif divers	21,7
<u>87 714,4</u>		<u>92 831,3</u>

Après répartition du bénéfice net de l'exercice			Avant	Après
Avant répartition de l'ajustement des réserves de l'exercice précédent	Après répartition de l'ajustement des réserves de l'exercice précédent		répartition du bénéfice net de l'exercice et de l'ajustement des réserves de l'exercice précédent	
2002 avant retraitement	2002 après retraitement	Passif	2003	
330,7	330,7	Capital	330,7	330,7
3 307,8	4 947,2	Réserves	3 307,8	5 240,5
		Ajustement des réserves de l'exercice précédent	1 639,4	
		Compte de profits et pertes	362,0	
(384,0)	(384,0)	Actions propres	(522,7)	(522,7)
25,5	24,1	Compte des différences d'évaluation	303,9	303,9
3 280,0	4 918,0	Fonds propres	5 421,1	5 352,4
		Dépôts (or)		
1 909,8	1 909,8	À vue	1 989,3	1 989,3
266,4	266,4	À 3 mois au maximum	245,8	245,8
355,2	355,2	À plus de 3 mois	403,3	403,3
2 531,4	2 531,4		2 638,4	2 638,4
		Dépôts (monnaies)		
2 510,3	2 510,3	À vue	2 410,7	2 410,7
36 369,5	36 369,5	À 3 mois au maximum	32 970,2	32 970,2
40 606,6	40 606,6	À plus de 3 mois	48 378,5	48 378,5
79 486,4	79 486,4		83 759,4	83 759,4
		Titres cédés dans le cadre de pensions		
660,0	660,0	À 3 mois au maximum	51,8	51,8
1 704,0	66,0	Passif divers	960,6	960,6
52,6	52,6	Dividende		68,7
87 714,4	87 714,4		92 831,3	92 831,3



# Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2003  
(en millions de francs or)

	2002 après retraitement	2003
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	6 015,7	4 999,6
Moins : charges d'intérêts et d'escomptes	5 410,1	4 358,9
perte sur remboursement de passifs à la valeur de marché	346,0	288,6
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	259,6	352,1
Moins : frais d'administration		
Conseil d'administration	0,9	1,2
Direction et personnel	47,2	65,6
Dépenses de bureau et dépenses diverses	19,9	22,0
Frais d'administration avant amortissements	68,0	88,8
Amortissements	8,8	9,5
	76,8	98,3
Bénéfice d'exploitation	182,8	253,8
Bénéfice sur ventes de titres de placement	85,7	108,2
Bénéfice net de l'exercice	268,5	362,0
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 2003 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts :		
Dividende : 380 francs suisses par action sur 452 073 actions	52,6	
400 francs suisses par action sur 452 073 actions		68,7
	52,6	68,7
	215,9	293,3
Transfert au Fonds de réserve générale	31,2	29,3
	184,7	264,0
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0
	181,7	261,0
Transfert au Fonds de réserve libre	181,7	261,0
	-	-

# Évolution du capital et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 2003  
(en millions de francs or)

## I. Capital

	Nombre d'actions	Francs or (millions)
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25 % :		
Solde au 31 mars 2002 tel qu'il apparaît au bilan	529 125	330,7
Solde au 31 mars 2003 tel qu'il apparaît au bilan	529 125	330,7

Voir point 9 des notes afférentes aux comptes.

## II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 31 mars 2002 après répartition du bénéfice net pour l'exercice 2001/02 – avant retraitement	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire d'effectuer comme suit, en application de l'article 51 des Statuts, le transfert aux fonds de réserve consécutif aux modifications des conventions comptables décrites aux notes 2 et 3 :		163,9		1 475,5	1 639,4
Soldes au 31 mars 2002 – après retraitement	33,1	1 494,5	74,5	3 345,1	4 947,2
À ajouter : répartition du bénéfice net au titre de l'exercice 2002/03	–	29,3	3,0	261,0	293,3
Soldes au 31 mars 2003 tels qu'ils apparaissent au bilan	33,1	1 523,8	77,5	3 606,1	5 240,5

## III. Capital et fonds de réserve au 31 mars 2003 (après répartition) représentés par des :

	Capital	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	330,7	330,5	661,2
Monnaies	–	4 910,0	4 910,0
Soldes au 31 mars 2003 tels qu'ils apparaissent au bilan	330,7	5 240,5	5 571,2

# Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 2003  
(en millions de francs or)

## 1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est situé à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Cinquante banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leurs pays respectifs. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 2002/03 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

## 2. Principales conventions comptables

Suite à une révision de ses conventions comptables, la Banque a décidé de modifier ses pratiques pour la prise en compte du bénéfice sur les ventes de titres sur ressources propres ainsi que pour la comptabilisation des provisions et des obligations au titre des pensions. De plus amples précisions sur ces modifications sont données ci-après dans les paragraphes consacrés à ces questions. Les chiffres correspondants dans le bilan, le compte de profits et pertes et les notes afférentes aux comptes pour l'exercice 2001/02 ont été retraités en conséquence ; la note 3 décrit les implications de ces retraitements pour les réserves et le bénéfice net de cet exercice.

Avec effet au 1<sup>er</sup> avril 2003, l'unité de compte de la Banque est le Droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international. Les pages 214 à 219 présentent un rapprochement avec le bilan pro forma non vérifié en DTS au 31 mars 2003 et le compte de profits et pertes dans cette unité pour l'exercice clos à cette date.

*a) Unité de compte et conversion des positions en monnaies*

L'unité de compte utilisée dans ces comptes est le franc or, qui équivaut à \$EU 1,94149... . Avant sa modification, le 10 mars 2003, l'article 4 des Statuts de la Banque définissait le franc or (en abrégé FO) comme représentant 0,29032258... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de FO 1 = \$EU 1,94149...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

Les différences de change résultant de la conversion des actifs et passifs libellés en monnaies autres que le dollar EU sont portées au compte des différences d'évaluation.

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus à l'actif ou au passif sous Actif divers ou Passif divers.

*b) Base d'évaluation et détermination du bénéfice*

Sauf indication contraire, les comptes de la Banque sont établis sur la base des coûts d'origine et les produits et charges sont enregistrés selon le principe de la comptabilité d'exercice. Les profits et pertes sont déterminés sur une base mensuelle, convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à chaque fin de mois et transcrits en francs or comme précisé précédemment ; les bénéfices mensuels ainsi calculés sont additionnés sur l'exercice.

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement désignés par la Banque comme appartenant à ses ressources propres sont portés au compte de profits et pertes. Auparavant, ces profits et pertes étaient crédités au compte d'égalisation des ventes de titres, figurant au passif du bilan sous Divers, et étaient amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque. La note 3 montre les conséquences de cette modification des conventions comptables sur les réserves et le bénéfice net de l'exercice précédent.

*c) Or*

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

*d) Bons du Trésor ; titres du secteur public et autres titres à terme*

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté éventuellement des intérêts courus et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de

l'escompte sur la durée de vie résiduelle ; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

*e) Dépôts à terme et avances en monnaies*

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

*f) Titres acquis dans le cadre de pensions*

Les titres acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

*g) Terrains, immeubles et équipement*

Le coût des terrains, immeubles et équipement de la Banque est comptabilisé en tant qu'actif. Il est amorti sur une base linéaire par rapport à la durée d'utilité prévue des actifs concernés :

Terrain – aucun amortissement.

Immeubles – 50 ans.

Installations et machines des immeubles – 15 ans.

Équipement en technologies de l'information (TI) – 4 ans.

Autre équipement – 4 à 10 ans.

*h) Compte des différences d'évaluation*

Le compte des différences d'évaluation recense l'incidence des différences de change telles qu'elles sont décrites sous a) ci-dessus ; ces variations d'évaluation concernent essentiellement la partie des fonds propres de la Banque détenue en monnaies autres que le dollar EU.

*i) Dépôts*

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt ; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

Les gains et pertes sur le remboursement, à leur valeur de marché, des créances comptables transférables décrites à la note 12 c) figurent au compte de profits et pertes sous Perte sur remboursement de passifs à la valeur de marché.

*j) Titres cédés dans le cadre de pensions*

Les titres cédés dans le cadre de pensions sont indiqués au montant reçu de la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

*k) Provisions*

Des provisions sont comptabilisées lorsque la Banque a une obligation présente, juridique ou implicite, résultant d'événements antérieurs et qu'il

est probable que des ressources seront requises pour s'acquitter de cette obligation, à condition que son montant puisse être raisonnablement estimé.

Les années précédentes, le Conseil d'administration réexaminait le niveau d'une provision pour risques bancaires et autres éventualités, qui figurait au passif du bilan sous Divers, et la renforçait le cas échéant. Suite à cette modification des conventions comptables, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire que les soldes relatifs à cette provision et aux autres soient crédités aux fonds de réserve. La note 3 précise les conséquences de cette modification sur les réserves et les bénéfices de l'exercice précédent.

#### *l) Obligations au titre des pensions*

La Banque est dotée de régimes à prestations déterminées de retraite et d'assurance maladie et accidents. Les passifs au titre de ces deux régimes reposent sur la valeur actualisée de l'obligation de prestations déterminées à la date du bilan, moins la valeur de marché des actifs de ces régimes (si le régime est capitalisé) à la date du bilan, en tenant compte des ajustements pour gains et pertes actuariels non comptabilisés et des coûts des prestations pour services antérieurs. L'obligation de prestations déterminées est calculée sur une base annuelle par des actuaires indépendants qui utilisent la méthode actuarielle de répartition des prestations projetées. La valeur actualisée de l'obligation est déterminée par les sorties de fonds futures, estimées sur la base des taux d'actualisation de titres de dette d'entreprises de première qualité assortis d'échéances résiduelles avoisinant celles des passifs correspondants. La note 3 précise les conséquences de cette modification des conventions comptables sur les réserves et le bénéfice net de l'exercice précédent.

Le montant imputé au compte de profits et pertes représente la somme des coûts des prestations, au titre des services rendus dans le cadre du régime pour l'exercice, affectée du taux d'actualisation applicable à l'obligation de prestations déterminées. En outre, les gains et pertes actuariels résultant des ajustements liés aux antécédents, des modifications des hypothèses actuarielles et de celles apportées aux régimes sont imputés au compte de profits et pertes sur la période de service des agents concernés. L'actif ou le passif correspondant figure sous Actif divers ou Passif divers du bilan.

### 3. Retraitement des réserves et du bénéfice net

Suite aux modifications des conventions comptables décrites à la note 2, et conformément aux recommandations du Conseil d'administration à l'Assemblée générale ordinaire concernant les dotations aux fonds de réserve, les réserves de la Banque et le bénéfice net pour l'exercice 2001/02 ont été retraités comme suit :

	Réserves	Bénéfice net
Montant publié précédemment	3 307,8	225,7
Modifications des conventions comptables :		
Ventes de titres de placement sur ressources propres – <i>note 2 b)</i>		
Transfert du solde du compte d'égalisation des ventes de titres	101,1	
Extourne de l'amortissement des bénéfices accumulés sur les ventes de titres de placement		(33,5)
Bénéfices sur les ventes de titres de placement sur ressources propres		85,7
Provisions		
Transfert de la provision générale pour risques bancaires et autres éventualités – <i>note 2 k)</i>	1 582,1	(1,2)
Autres provisions – <i>note 2 k)</i>	9,5	(0,8)
Obligations au titre des pensions – <i>note 2 l)</i>	(53,3)	(7,4)
Augmentation due aux modifications des conventions comptables	1 639,4	42,8
Montant après retraitement	4 947,2	268,5

L'augmentation nette des réserves résultant de la modification des conventions comptables a été compensée par une réduction correspondante du poste Passif divers. Le tableau II de la partie Évolution du capital et des réserves de la Banque indique les dotations proposées.



#### 4. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque.

Actif	2002	2003
Barres détenues auprès de banques centrales	1 910,3	1 990,0
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	328,4	283,7
À plus de 3 mois	971,2	1 025,9
	<u>3 209,9</u>	<u>3 299,6</u>

Au 31 mars 2003, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à FO 661,2 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (2002 : FO 661,4 millions ; 192 tonnes).

#### 5. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante :

	2002	2003
Valeur comptable	9 588,1	14 027,3
Valeur de marché	9 587,0	14 027,6

#### 6. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante :

	2002	2003
Valeur comptable	23 610,9	26 791,0
Valeur de marché	23 649,6	27 312,6

## 7. Terrains, immeubles et équipement

	Terrains et immeubles	Équipement TI et autre	Total
Coût :			
Solde d'ouverture au 1 <sup>er</sup> avril 2002	129,1	40,8	169,9
Dépenses d'investissement		5,8	5,8
Cessions et retraits		(0,5)	(0,5)
Variations de change	30,9	10,1	41,0
Coût au 31 mars 2003	<u>160,0</u>	<u>56,2</u>	<u>216,2</u>
Amortissements :			
Amortissements cumulés au 1 <sup>er</sup> avril 2002	32,6	21,9	54,5
Dotations aux amortissements pour l'exercice actuel	2,7	6,8	9,5
Cessions et retraits		(0,5)	(0,5)
Variations de change	7,9	5,9	13,8
Amortissements cumulés au 31 mars 2003	<u>43,2</u>	<u>34,1</u>	<u>77,3</u>
Valeur comptable nette au 31 mars 2003	<u>116,8</u>	<u>22,1</u>	<u>138,9</u>

Le coût des terrains de la Banque au 31 mars 2003 est de FO 29,2 millions (2002 : FO 23,5 millions).

## 8. Actif divers

Ce poste se décompose ainsi :

	2002	2003
Solde net des opérations à terme et contrats d'échange	691,6	–
Autres montants à recouvrer	7,5	21,7
	<u>699,1</u>	<u>21,7</u>

## 9. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi :

	2002	2003
Capital autorisé :		
600 000 actions, de 2 500 francs or chacune	1 500,0	1 500,0
Capital émis : 529 125 actions (2002 : 529 125)	1 322,8	1 322,8
libérées de 25 %	330,7	330,7

- a) L'Assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 a modifié les Statuts de la Banque pour réserver le droit de détenir des actions BRI exclusivement aux banques centrales, en procédant ainsi à une reprise obligatoire de 72 648 actions des émissions américaine, belge et française détenues par des actionnaires privés (c'est-à-dire autres que banques centrales) contre une indemnité de 16 000 francs suisses par action. La Banque a également repris aux mêmes conditions 2 304 actions de ces trois émissions détenues par d'autres banques centrales. Le moment venu, le Conseil d'administration redistribuera ces actions aux banques centrales déjà membres de la manière qu'il jugera appropriée. Les droits de vote attachés à ces actions demeurent inchangés ; ils continuent d'être exercés respectivement par les banques centrales américaine, belge et française.
- b) Suite à la décision du Tribunal arbitral de La Haye en novembre 2002, le coût du rachat de l'ensemble des 74 952 actions ci-dessus, hors intérêts, est estimé à FO 522,7 millions (2002 : FO 384,0 millions). Ce montant apparaît au bilan comme passif négatif sous Actions propres.
- c) Le nombre d'actions ouvrant droit au paiement du dividende pour l'exercice 2002/03 est ainsi obtenu :

Capital émis au 31 mars 2003	529 125
Moins : actions propres	
Provenant d'actionnaires privés et de banques centrales	74 952
Autres	2 100
Nombre total d'actions ouvrant droit à dividende	452 073

- d) L'Assemblée générale extraordinaire du 10 mars 2003 a modifié les Statuts de la BRI pour redéfinir en DTS le capital de la Banque ainsi que la valeur nominale de chaque action, avec effet au 1<sup>er</sup> avril 2003. Afin d'obtenir un chiffre rond pour la valeur nominale de chaque action (DTS 5 000, libérée de 25 %), le total du capital de la Banque a été réduit. Le montant excédentaire de DTS 92,1 millions (FO 65,1 millions) a été transféré, à cette date, du capital libéré au Fonds de réserve libre.

## 10. Réserves

Les réserves de la Banque, après les dotations proposées par le Conseil d'administration et le retraitement des réserves pour l'exercice 2001/02 résultant des modifications des conventions comptables (note 3), se décomposent ainsi :

	2002 <i>après retraitement</i>	2003
Fonds de réserve légale	33,1	33,1
Fonds de réserve générale	1 494,5	1 523,8
Fonds spécial de réserve de dividendes	74,5	77,5
Fonds de réserve libre	3 345,1	3 606,1
	4 947,2	5 240,5

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont indiqués au tableau II de la partie Évolution du capital et des réserves de la Banque.

## 11. Compte des différences d'évaluation

Les mouvements sur ce compte se résument ainsi :

	2002	2003
Solde d'ouverture	56,0	24,1
Gain/(perte) de conversion	(31,9)	279,8
Solde de clôture	24,1	303,9

## 12. Dépôts

### a) Or

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales.

### b) Par échéance

La répartition par échéance des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante :

	2002	2003
Banques centrales		
À vue	2 214,2	2 035,2
À 3 mois au maximum	34 372,8	30 618,3
À plus de 3 mois	39 641,0	47 309,5
Autres déposants		
À vue	296,1	375,5
À 3 mois au maximum	1 996,7	2 351,9
À plus de 3 mois	965,6	1 069,0
	<u>79 486,4</u>	<u>83 759,4</u>

### c) Par instrument

La répartition par type d'instrument des dépôts en monnaies est la suivante :

	2002	2003
Comptes à vue et à préavis	9 227,8	8 461,7
Dépôts à terme	19 601,6	21 239,4
Créances comptables transférables		
Taux variable (FRIBIS)	3 200,1	4 155,5
Taux fixe		
Émises au pair (FIXBIS à coupon)	14 227,1	13 956,8
Émises avec escompte (FIXBIS à intérêts précomptés)	11 478,8	7 491,3
Medium-Term Instruments	21 751,0	28 454,7
	<u>79 486,4</u>	<u>83 759,4</u>

Les créances comptables transférables sur la BRI sont inscrites au nom du souscripteur. Les FRIBIS, FIXBIS à coupon et FIXBIS à intérêts précomptés arrivent à échéance dans l'année qui suit leur émission. Les Medium-Term Instruments ont des échéances fixes qui sont, en principe, supérieures à un an et inférieures à dix ans à compter de la date d'émission initiale de la créance. La Banque est tenue de racheter ces créances à leur valeur de marché, en totalité ou en partie, sur demande de la contrepartie souscriptrice avec préavis d'un jour ouvrable au minimum. Les gains et pertes correspondants sont portés au compte de profits et pertes sous Perte sur remboursement de passifs à la valeur de marché.

### 13. Passif divers

Ce poste se décompose ainsi :

	2002 après retraitement	2003
Soldes nets des opérations à terme et contrats d'échange	-	537,1
Charges administratives et bancaires à payer	7,4	203,4
Obligations au titre des pensions - note 14		
Pensions des administrateurs	2,3	2,8
Prestations d'assurance maladie et accidents	52,4	68,7
Montant à verser aux anciens actionnaires	3,9	148,6
	66,0	960,6

### 14. Obligations au titre des pensions

#### a) Pensions des administrateurs

La Banque gère un régime à prestations déterminées non capitalisé au bénéfice de ses administrateurs, dont le droit à pension est basé sur une période de service minimale de quatre ans. Les comptes ont enregistré les variations suivantes pendant l'exercice :

	2002	2003
Passif d'ouverture	2,2	2,3
Variations de change	0,1	0,5
Imputation au compte de profits et pertes	0,2	0,2
Versement de contributions	(0,2)	(0,2)
Passif de clôture	2,3	2,8

#### b) Pensions du personnel

La BRI gère un Système de pensions à prestations déterminées au bénéfice de son personnel. Il repose sur un fonds dont la nature s'apparente à un fonds fiduciaire, sans personnalité juridique propre. Ses actifs sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à participer à ce régime. Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation. La dernière date du 30 septembre 2002.

	2002	2003
Valeur actualisée des obligations capitalisées	258,6	361,6
Juste valeur des actifs du fonds	257,2	340,1
	1,4	21,5
Perte actuarielle non comptabilisée	(1,4)	(21,5)
Passif au bilan	-	-

Les comptes ont enregistré les variations suivantes pendant l'exercice :

	2002	2003
(Actif)/passif d'ouverture	-	-
Imputation au compte de profits et pertes	7,9	21,6
Versement de contributions	(7,9)	(21,6)
(Actif)/passif de clôture	-	-

Les calculs ci-dessus ont été effectués sur la base des principales hypothèses actuarielles suivantes :

	2002	2003
Taux d'actualisation – rendement de marché des obligations d'entreprises de première qualité	4,0 %	3,5 %
Rendement attendu des actifs du fonds	5,0 %	5,0 %
Augmentations futures des traitements	4,1 %	4,1 %
Augmentations futures des pensions	4,1 %	4,1 %

*c) Prestations d'assurance maladie et accidents*

La Banque offre aussi, après le départ en retraite, des prestations non capitalisées d'assurance maladie et accidents, sur la base d'une période de service minimale de dix ans. La méthodologie appliquée pour la détermination des coûts et obligations découlant de ce régime et les hypothèses actuarielles utilisées pour le calcul de ces prestations sont identiques à celles du Système de pensions, avec une hypothèse supplémentaire de hausse tendancielle des frais médicaux de 5,0 % l'an.



Les comptes ont enregistré les variations suivantes pendant l'exercice :

	2002	2003
Passif d'ouverture	48,2	52,4
Variations de change	1,3	12,5
Imputation au compte de profits et pertes	5,2	6,3
Versement de contributions	(2,3)	(2,5)
Passif de clôture	52,4	68,7
Perte actuarielle non comptabilisée	-	16,2
Valeur actualisée de l'obligation	52,4	84,9

d) *Plan d'épargne*

Jusqu'au 31 mars 2003, la Banque faisait bénéficier son personnel d'un Plan d'épargne. Il s'agissait d'un fonds distinct de nature similaire au Fonds de pension. Les contributions de la Banque au Plan d'épargne étaient imputées au compte de profits et pertes et les passifs à ce titre figuraient au hors-bilan. Le 1<sup>er</sup> avril 2003, le Plan d'épargne a été supprimé et l'encours d'obligations réglé à cette date.

## 15. Éléments de hors-bilan

a) *Instruments dérivés*

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions sur instruments financiers dérivés portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, contrats financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour gérer les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

Montant du principal notionnel

	2002	2003
Contrats de change		
Terme et swaps cambistes	4 704,2	17 859,6
Contrats d'échange	5 438,0	7 083,1
Options	207,9	462,8
Contrats de taux		
Contrats d'échange	69 767,5	85 813,8
Terme et instruments à terme	29 837,1	36 554,4
Options	-	397,7

Le montant notionnel (ou valeur contractuelle) des divers instruments dérivés reflète le degré d'activité de la Banque sur leurs marchés respectifs mais ne fournit aucune indication sur les risques de crédit ou de marché qu'elle encourt. La valeur de remplacement brute de l'ensemble des contrats faisant ressortir un gain aux prix courants du marché au 31 mars 2003 s'inscrit à FO 2 838,1 millions (2002 : FO 1 601,3 millions).

*b) Transactions fiduciaires*

Les transactions fiduciaires, bien que réalisées au nom de la Banque, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque de sa clientèle.

	2002	2003
Valeur nominale des titres		
Conventions de dépôt	4 351,0	5 876,5
Contrats de nantissement	2 555,0	2 515,1
Mandats de gestion de portefeuille	1 235,0	1 526,8
	<u>8 141,0</u>	<u>9 918,4</u>
Or détenu sous dossier (en tonnes)	<u>170</u>	<u>168</u>

Les instruments financiers détenus dans le cadre des accords ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

## 16. Passifs éventuels

Certains anciens actionnaires privés ont exprimé leur mécontentement à l'égard du montant de l'indemnité versée par la Banque en liaison avec la reprise obligatoire des actions non détenues par des banques centrales (note 9 a)).

Dans une procédure engagée par d'anciens actionnaires devant le Tribunal arbitral de La Haye, ce Tribunal a rendu une sentence partielle le 22 novembre 2002 confirmant la légalité du rachat obligatoire, mais concluant néanmoins que l'indemnité devait être augmentée. Il a décidé que les anciens actionnaires privés avaient droit à une part proportionnelle de la valeur de l'actif net de la Banque, après déduction, toutefois, d'une décote de 30 %. Cette formule équivaut à celle que la BRI a adoptée pour les nouvelles souscriptions d'actions par les banques centrales. La Banque a réaffirmé qu'elle appliquerait de son plein gré la décision du Tribunal arbitral à tous les anciens actionnaires privés inscrits sur ses registres, pour solde de tout compte. Le montant précis de l'indemnité supplémentaire sera fixé par le Tribunal arbitral à l'issue de nouvelles procédures courant 2003. La BRI estime cette indemnité supplémentaire à 4 868 francs suisses par action, soit un total de FO 138,7 millions correspondant aux 74 952 actions rachetées, inscrit au bilan par

l'accroissement du poste Actions propres. Les demandeurs contestent le montant par action, arguant que le Tribunal devrait octroyer une indemnité supplémentaire qui, au total, pourrait dépasser d'environ FO 100 millions l'estimation de la Banque.

Dans le cadre d'une action engagée par un autre groupe d'anciens actionnaires privés, le Tribunal de commerce de Paris a rendu, en mars 2003, une décision provisoire (sans statuer au fond), se déclarant compétent pour connaître de la réclamation formulée par les demandeurs en vue du relèvement du montant de l'indemnité. La Banque a demandé que cette décision de procédure soit infirmée par la Cour d'appel de Paris, faisant valoir que le Tribunal arbitral de La Haye a compétence exclusive en la matière. En conséquence, la BRI n'a pas constitué de provision spécifique en regard de cette demande.

# Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs  
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale  
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous Principales conventions comptables. Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis, en toute indépendance, sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2003 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date et se trouvent donc en conformité avec les Statuts de la Banque.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Bâle, le 12 mai 2003

# Comptes pro forma (non vérifiés)

## Introduction

Lors de l'Assemblée générale extraordinaire (AGE) de la Banque tenue le 10 mars 2003, il a été décidé de remplacer le franc or, en tant qu'unité de compte de la Banque, par le Droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international, avec effet au 1<sup>er</sup> avril 2003. Cette modification est destinée à permettre une gestion plus efficace des opérations et des fonds propres économiques de la Banque et à renforcer la transparence de ses comptes.

## Conséquences du passage au DTS

Le remplacement du franc or par le DTS<sup>1</sup> nécessite la conversion en DTS des montants en francs or dans lesquels était exprimé le capital de la BRI. L'AGE a décidé que la valeur nominale des actions résultant du calcul précis de conversion (DTS 5 696 au 31 mars 2003) serait arrondie par défaut à DTS 5 000. Suite à cette réduction de 12,2 % du capital, le montant excédentaire de DTS 92,1 millions au 31 mars 2003 a été transféré du capital libéré aux fonds de réserve de la Banque. Ce passage au DTS n'a eu aucune incidence sur les fonds propres de la BRI.

## Modifications des conventions comptables

La Banque a saisi cette occasion pour revoir ses conventions comptables et les faire concorder plus étroitement avec ses opérations. Certaines modifications ont donc été apportées dans les comptes en francs or vérifiés. L'introduction du DTS en tant qu'unité de compte de la BRI a facilité divers autres changements qui ont pris effet au 1<sup>er</sup> avril 2003. Ces ajustements donnent une représentation plus précise de la position financière de la Banque et de ses résultats et sont décrits ci-après.

Pour refléter le fait que les opérations de la Banque recourent de plus en plus aux techniques de marché, les instruments financiers et l'or sont portés au bilan à la date de négociation à leur valeur de marché ou à leur juste valeur, et non plus au coût historique ajusté pour tenir compte de l'amortissement sur la base de la date de valeur. Les instruments dérivés sont présentés des deux côtés du bilan et à leur juste valeur brute. Les profits et pertes sur activités de négociation de la Banque sont enregistrés au compte de profits et pertes à leur

<sup>1</sup> Un DTS équivaut à la somme de \$EU 0,577, €0,426, ¥21,0 et £0,0984, en application de la Règle O-1 adoptée par le Conseil d'administration du FMI le 29 décembre 2000, avec effet à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2001 ; cette décision est soumise à révision tous les cinq ans.

valeur de marché. La composition par monnaie des actifs désignés comme financés par les fonds propres de la Banque (ressources propres) a été réajustée au 31 mars 2003 pour s'approcher de la composition du panier du DTS. Les écarts résultant de la conversion des monnaies sont inscrits au compte de profits et pertes. Le bénéfice calculé ainsi rend mieux compte des résultats économiques du portefeuille bancaire, qui est géré avec un risque limité en matière de taux d'intérêt, de change et de transformation d'échéances. En outre, des réserves ont été créées pour refléter les bénéfices non matérialisés sur le portefeuille de placements de la Banque et sur l'or lui appartenant en propre.

### Rapprochement des comptes pro forma

Ce rapprochement établit une correspondance entre les chiffres du bilan et du compte de profits et pertes en francs or vérifiés et les valeurs des comptes en DTS décrits ci-avant. Il comporte les éléments suivants :

- i) présentation des chiffres en DTS équivalant aux montants en francs or, convertis au cours de change du 31 mars 2003 (DTS 1 = FO 0,7072146 ou \$EU 1,3730456) ;
- ii) ajustements de réévaluation incorporant le changement du mode d'évaluation des actifs et passifs de la Banque, suite aux modifications des conventions comptables décrites ci-avant ;
- iii) transferts :
  - a) entre le capital et les fonds de réserve, résultant de l'ajustement en baisse à DTS 5 000 de la valeur nominale des actions de la Banque ;
  - b) du solde du compte des différences d'évaluation aux réserves, en raison de l'incidence des modifications des conventions comptables sur les écarts de conversion mentionnés ci-avant ;
  - c) des réserves au compte de réévaluation de l'or, pour refléter la valeur excédentaire de l'or appartenant à la Banque (\$EU 335,18 l'once) par rapport à sa valeur antérieure (\$EU 208 l'once) ;
- iv) autres ajustements pour prendre en compte le changement de méthode de comptabilisation des avoirs et engagements de la Banque, à la date de négociation, et non à la date de valeur utilisée précédemment, et pour faire apparaître les soldes des instruments dérivés de la Banque en termes bruts, et non plus nets.





# Rapprochement du bilan pro forma (non vérifié)

au 31 mars 2003

(en millions de Droits de tirage spéciaux)

	Bilan (FO)	Conversion en DTS	Réévaluations	Reclassifications	Ajustements à la date de négociation	Bilan (DTS)
Colonne/note	1	2	3	4	5	6
<b>Actif</b>						
Or	3 299,6	4 665,6	2 876,4	–	–	7 542,0
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	3 041,5	4 300,7	–	–	–	4 300,7
Bons du Trésor	14 027,3	19 834,6	0,6	–	889,4	20 724,6
Dépôts à terme et avances en monnaies	40 209,1	56 855,6	48,3	–	1 824,2	58 728,1
Titres acquis dans le cadre de pensions	5 302,2	7 497,3	–	–	4 757,7	12 255,0
Titres du secteur public et autres titres à terme	26 791,0	37 882,4	737,5	–	112,7	38 732,6
Instruments financiers dérivés	–	–	3 966,1	–	–	3 966,1
Terrains, immeubles et équipement	138,9	196,4	–	–	–	196,4
Actif divers	21,7	30,7	–	–	3 143,2	3 173,9
<b>Actif total</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,9</b>	<b>–</b>	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,4</b>
<b>Passif</b>						
Capital libéré	330,7	467,6	285,9	(92,1)	–	661,4
Réserves (après répartition du bénéfice net)	5 240,5	7 410,1	623,4	(49,8)	(2,5)	7 981,2
Actions propres	(522,7)	(739,1)	–	–	–	(739,1)
Compte de réévaluation des titres	–	–	357,0	–	–	357,0
Compte de réévaluation de l'or	–	–	–	571,6	–	571,6
Compte des différences d'évaluation	303,9	429,7	–	(429,7)	–	–
Fonds propres	5 352,4	7 568,3	1 266,3	–	(2,5)	8 832,1
<b>Dépôts</b>						
<i>Or</i>	<i>2 638,4</i>	<i>3 730,7</i>	<i>2 291,9</i>	<i>–</i>	<i>–</i>	<i>6 022,6</i>
<i>Monnaies</i>	<i>83 759,4</i>	<i>118 435,6</i>	<i>1 595,8</i>	<i>–</i>	<i>2 487,4</i>	<i>122 518,8</i>
	86 397,8	122 166,3	3 887,7	–	2 487,4	128 541,4
Titres cédés dans le cadre de pensions	51,8	73,2	–	–	–	73,2
Instruments financiers dérivés	–	–	3 234,4	–	–	3 234,4
Passif divers	960,6	1 358,4	(759,5)	–	8 242,3	8 841,2
Dividende	68,7	97,1	–	–	–	97,1
<b>Passif total</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,9</b>	<b>–</b>	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,4</b>

## Notes afférentes au rapprochement du bilan pro forma

1. Les chiffres de cette colonne représentent les montants du bilan vérifié établi en francs or au 31 mars 2003, dans l'hypothèse de l'adoption des recommandations du Conseil concernant les transferts aux fonds de réserve.
2. Ces chiffres résultent de la conversion en DTS des montants en francs or de la colonne 1, au cours de change en vigueur à la date du bilan : DTS 1 = FO 0,7072146 (DTS 1 = \$EU 1,3730456).
3. Les ajustements portés dans cette colonne correspondent principalement aux réévaluations suivantes :
  - a) or : de l'équivalent de \$EU 208 l'once à sa valeur de marché de DTS 244,11 (\$EU 335,18) au 31 mars 2003 ;
  - b) instruments financiers en monnaies : du coût historique ajusté pour tenir compte de l'amortissement à la valeur de marché, sur la base du cours moyen. Le solde du compte de réévaluation des titres représente la plus-value de réévaluation non matérialisée sur titres de placement ;
  - c) instruments dérivés : à leur juste valeur. À partir du 1<sup>er</sup> avril 2003, les actifs et passifs sur dérivés (principalement sur contrats sur devises et sur taux d'intérêt) sont inscrits séparément à leur juste valeur des deux côtés du bilan. En vertu des conventions comptables de la Banque applicables jusqu'au 31 mars 2003, ils étaient compensés et leur valeur nette portée sous Actif divers ou Passif divers.
4. Les montants figurant ici se décomposent ainsi :
  - a) incidence de l'arrondissement par défaut de la part libérée des actions à DTS 1 250 par action résultant de l'ajustement en baisse de la valeur nominale des actions de la Banque à DTS 5 000 par action, et transfert du montant excédentaire de DTS 92,1 millions du capital aux réserves. Globalement, le capital et les réserves de la Banque ne sont pas affectés par cet ajustement ;
  - b) transfert du solde du compte des différences d'évaluation aux réserves. À partir du 1<sup>er</sup> avril 2003, les écarts de change résultant de la conversion des monnaies sont portés au compte de profits et pertes ;
  - c) transfert, des réserves au compte de réévaluation de l'or, du montant excédentaire de la valeur de marché de l'or appartenant en propre à la Banque par rapport à sa valeur antérieure dans les comptes en francs or, sur la base de \$EU 208 l'once.
5. Les chiffres de cette colonne représentent l'ajustement destiné à refléter la comptabilisation des actifs et passifs de la Banque à la date de négociation et non plus à la date de valeur.
6. Il s'agit ici des chiffres du bilan pro forma définitif en DTS, qui correspondent à la somme des montants figurant aux colonnes 2 à 5.

## Rapprochement du bénéfice pro forma (non vérifié)

pour l'exercice clos le 31 mars 2003  
(en millions de Droits de tirage spéciaux)

Compte de profits et pertes (FO)	Conversion en DTS	Réévaluations	Transferts	Ajustements à la date de négociation	Compte de profits et pertes (DTS)	
1	2	3	4	5	6	
Colonne/note						
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	352,1	497,9	66,0	-	(2,5)	561,4
Moins : frais d'administration	(98,3)	(139,1)	-	-		(139,1)
Bénéfice d'exploitation	253,8	358,8	66,0	-	(2,5)	422,3
Bénéfice sur ventes de titres de placement	108,2	153,0	-	-	-	153,0
Bénéfice net de l'exercice	362,0	511,8	66,0	-	(2,5)	575,3
Dividende	(68,7)	(97,2)	-	-		(97,2)
Bénéfice transféré aux réserves	293,3	414,6	66,0	-	(2,5)	478,1

## Notes afférentes au rapprochement du bénéfice pro forma

1. Les chiffres de cette colonne sont extraits du compte de profits et pertes en francs or vérifié pour l'exercice clos le 31 mars 2003.
2. Les chiffres en DTS résultent de la conversion des montants en francs or de la colonne 1, au cours de change en vigueur à la date du bilan, DTS 1 = FO 0,7072146 (DTS 1 = \$EU 1,3730456).
3. L'ajustement effectué représente la variation des bénéfices nets non matérialisés sur les actifs, passifs et dérivés du portefeuille de négociation de la Banque. À compter du 1<sup>er</sup> avril 2003, les variations de la valeur de marché des actifs, passifs et dérivés qui font l'objet de négociation apparaîtront au compte de profits et pertes.
4. Aucun transfert entre postes du compte de profits et pertes.
5. Ces ajustements représentent l'incidence sur le bénéfice de l'adoption de la comptabilisation à la date de négociation et de la réévaluation des actifs achetés à la valeur moyenne de marché.
6. Il s'agit des chiffres définitifs en DTS du compte de profits et pertes pro forma, qui correspondent à la somme des montants des colonnes 2 à 5.

## Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1999	2000	2001	2002	2003
Or	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9	3 299,6
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	8,3	11,4	20,3	3 292,3	3 041,5
Bons du Trésor	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1	14 027,3
Dépôts à terme et avances en monnaies	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0	40 209,1
Titres acquis dans le cadre de pensions	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7	5 302,2
Titres du secteur public et autres titres à terme	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9	26 791,0
Terrains, immeubles et équipement	124,7	120,7	113,2	115,4	138,9
Actif divers	44,5	82,0	783,7	699,1	21,7
<b>Actif total</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>	<b>87 714,4</b>	<b>92 831,3</b>
Capital libéré	323,2	330,7	330,7	330,7	330,7
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)	4 305,0	4 526,6	4 731,3	4 947,2	5 240,5
Actions propres	–	–	(384,0)	(384,0)	(522,7)
Compte des différences d'évaluation	268,0	198,4	56,2	24,1	303,9
Fonds propres	4 896,2	5 055,7	4 734,2	4 918,0	5 352,4
Dépôts					
<i>Or</i>	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4	2 638,4
<i>Monnaies</i>	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4	83 759,4
	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8	86 397,8
Titres cédés dans le cadre de pensions	121,5	103,0	990,6	660,0	51,8
Passif divers	263,6	898,4	163,5	66,0	960,6
Dividende	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
<b>Passif total</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>	<b>87 714,4</b>	<b>92 831,3</b>

Les chiffres des exercices antérieurs ont été retraités afin de refléter les modifications des conventions comptables pour les ventes de titres de placement sur ressources propres, les provisions et les obligations au titre des pensions.

# Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1999	2000	2001	2002	2003
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	365,2	380,6	322,4	259,6	352,1
<b>Moins : frais d'administration</b>					
<i>Conseil d'administration</i>	1,3	1,2	1,1	0,9	1,2
<i>Direction et personnel</i>	46,0	47,4	40,4	47,2	65,6
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	18,6	19,4	21,6	19,9	22,0
Frais d'administration avant amortissements	65,9	68,0	63,1	68,0	88,8
<i>Amortissements</i>	6,0	7,6	8,1	8,8	9,5
	71,9	75,6	71,2	76,8	98,3
<b>Bénéfice d'exploitation</b>	293,3	305,0	251,2	182,8	253,8
Bénéfice sur les ventes de titres de placement sur ressources propres	124,1	(81,4)	2,1	85,7	108,2
<b>Bénéfice net de l'exercice</b>	417,4	223,6	253,3	268,5	362,0
Dividende	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
<b>Bénéfice transféré aux réserves</b>	360,0	168,9	204,7	215,9	293,3

Les chiffres des exercices antérieurs ont été retraités afin de refléter les modifications des conventions comptables pour les ventes de titres de placement sur ressources propres, les provisions et les obligations au titre des pensions.

## Conseil d'administration

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam  
Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres  
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Rome  
Toshihiko Fukui, Tokyo  
Sir Edward George, Londres  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Lars Heikensten, Stockholm  
Guy Quaden, Bruxelles  
Jean-Pierre Roth, Zurich  
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles  
Ernst Welteke, Francfort-sur-le-Main

### *Suppléants*

Bruno Bianchi ou Vincenzo Pontolillo, Rome  
Roger W. Ferguson ou Karen H. Johnson, Washington  
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles  
Jürgen Stark ou Stefan Schönberg, Francfort-sur-le-Main  
Marc-Olivier Strauss-Kahn ou Michel Cardona, Paris  
Paul Tucker ou Paul Fisher, Londres

### *Sous-comités du Conseil d'administration*

Comité consultatif  
Comité d'audit

présidés l'un et l'autre par Lord Kingsdown

## Haute Direction de la Banque

Malcolm D. Knight	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Robert D. Sleeper	Chef du Département bancaire
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Directeur juridique
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire
Peter Dittus	Secrétaire Général Adjoint
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière





## Banques centrales membres de la BRI

Banque de Réserve d’Afrique du Sud	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Deutsche Bundesbank	Banque centrale d’Islande
Agence monétaire d’Arabie Saoudite	Banca d’Italia
Banque centrale de la République argentine	Banque du Japon
Banque de Réserve d’Australie	Banque de Lettonie
Banque Nationale d’Autriche	Banque de Lituanie
Banque Nationale de Belgique	Banque Nationale de la République de Macédoine
Banque centrale de Bosnie-Herzégovine	Banque centrale de Malaysia
Banque centrale du Brésil	Banque du Mexique
Banque Nationale de Bulgarie	Banque centrale de Norvège
Banque du Canada	Nederlandsche Bank
Banque populaire de Chine	Banque Nationale de Pologne
Banque de Corée	Banque du Portugal
Banque Nationale Croate	Banque Nationale de Roumanie
Banque Nationale du Danemark	Bank of England
Banque d’Espagne	Banque centrale de la Fédération de Russie
Banque d’Estonie	Autorité monétaire de Singapour
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Banque Nationale de Slovaquie
Banque centrale européenne	Banque de Slovénie
Banque de Finlande	Sveriges Riksbank
Banque de France	Banque Nationale Suisse
Banque de Grèce	Banque Nationale Tchèque
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque de Thaïlande
Banque Nationale de Hongrie	Banque centrale de la République de Turquie
Banque de Réserve d’Inde	Banque Nationale de Yougoslavie <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Suite aux modifications constitutionnelles de février 2003 qui ont transformé la République fédérale de Yougoslavie en Union Serbie-Monténégro, avec deux banques centrales distinctes, le statut juridique de l’émission yougoslave du capital de la Banque est actuellement en cours d’examen.

