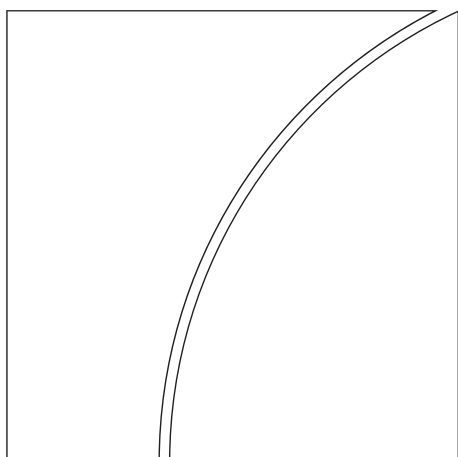




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



79^e Rapport annuel

1^{er} avril 2008–31 mars 2009

Bâle, 29 juin 2009

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

Banque des Règlements Internationaux
Communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél : publications@bis.org

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 2009. 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 92-9131-252-5 (version imprimée)

ISBN 92-9197-252-5 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

Disponible sur le site BRI (www.bis.org).

Table des matières

Lettre introductive	1
I. Sauver, rétablir et réformer	3
Causes de la crise	4
<i>Causes macroéconomiques : déséquilibres et taux d'intérêt</i>	5
<i>Causes microéconomiques : incitations, mesure du risque et réglementation</i>	8
Mises en garde	12
Déroulement de la crise	14
II. La crise financière mondiale	17
Les débuts	18
<i>Première phase : prélude (jusqu'à mi-mars 2008)</i>	18
<i>Deuxième phase : événements ayant conduit à la faillite de Lehman Brothers (mi-mars à mi-septembre 2008)</i>	21
La crise de confiance	25
<i>Troisième phase : perte de confiance au niveau mondial (15 septembre à fin octobre 2008)</i>	25
Encadré : Les fonds de placement monétaires attisent l'instabilité au lendemain de la faillite de Lehman Brothers	27
Répercussions macroéconomiques et financières mondiales	34
<i>Quatrième phase : les investisseurs focalisés sur le ralentissement de l'économie mondiale (fin octobre 2008 – mi-mars 2009)</i>	34
<i>Cinquième phase : premiers signes de stabilisation (à partir de mi-mars 2009)</i>	38
III. Tensions sur les marchés financiers	41
Tensions sur les entreprises financières	42
Rentabilité des banques	43
<i>Composition des pertes bancaires</i>	44
<i>Banques d'investissement</i>	46
Fonds propres des banques et désendettement	48
<i>Désendettement</i>	50
Entreprises d'assurance et fonds de pension	52
Fonds alternatifs	53
Conséquences à long terme de la crise pour le secteur financier	55
<i>Déficiences de la titrisation</i>	55
<i>Interdépendance entre établissements et marchés</i>	56
<i>Limites à la diversification internationale ?</i>	57
<i>Taille du secteur financier</i>	60
IV. Répercussions sur les économies industrialisées	61
Avant la crise	62
Le retournement	65

Récession, situations financières et crédit	67
<i>Situation financière des ménages</i>	67
<i>Bilans des entreprises</i>	69
<i>Retournement du cycle du crédit</i>	70
<i>Facteurs d'aggravation et de propagation de la récession</i>	73
Évolution de l'inflation dans les économies industrialisées	75
Encadré : Incidence de la crise actuelle sur le potentiel de production	76
Synthèse	79
V. Répercussions sur les économies émergentes	80
Avant la crise	81
Choc sévère pour l'économie réelle	84
<i>Contraction de l'activité</i>	84
<i>Perspectives de reprise</i>	86
Financement extérieur plus difficile	87
Facteurs de soutien à l'activité économique	93
<i>Apport de liquidité en devises</i>	93
<i>Résilience des systèmes bancaires et du crédit</i>	96
Synthèse	97
VI. Ripostes des autorités face à la crise	99
Politique monétaire	100
<i>Élargissement du champ des mesures</i>	102
<i>Aperçu des réactions des banques centrales</i>	105
Encadré VI.A : Action coordonnée des banques centrales durant la crise	108
Restauration du système financier	112
<i>Caractéristiques des plans de sauvetage des pouvoirs publics</i>	112
Encadré VI.B : Résolution de la crise financière – enseignements de l'expérience nordique	114
<i>Réaction du marché aux plans de sauvetage</i>	118
<i>Évaluation de la riposte des pouvoirs publics</i>	119
<i>Considérations à plus long terme</i>	120
Plans de relance budgétaire pour stimuler la demande globale	121
Risques	124
VII. Construire un système financier sûr : risques et opportunités	127
Risques à court terme et stratégies de sortie : reconstruction du secteur financier, politique budgétaire et politique monétaire	129
<i>Risques liés à la reconstruction du système financier :</i> <i> sauvetage des établissements</i>	130
<i>Risques liés à l'assainissement du secteur financier :</i> <i> réglementation des banques</i>	131
<i>Risques liés à la politique budgétaire</i>	132
<i>Risques liés à la politique monétaire</i>	135
<i>En résumé : persévérance dans l'action et tenabilité des orientations</i>	136
Élaboration d'un système financier plus stable	137
<i>Cadre visant à réduire le risque systémique dans le système financier</i>	137
<i>Mesures visant à améliorer la sécurité des instruments financiers</i>	138
<i>Mesures visant à améliorer la sécurité des marchés financiers</i>	139
<i>Mesures visant à améliorer la sécurité des établissements financiers :</i> <i> cadre macroprudentiel</i>	141
<i>Expositions communes</i>	142
<i>Procyclicité</i>	143

Encadré VII.A : Mesure et affectation du risque systémique	144
Encadré VII.B : Volants de fonds propres anticycliques – méthodologies envisageables	146
<i>Politiques macroéconomiques visant à renforcer la stabilité financière</i>	149
Synthèse	150
—————	
Organisation, activités et résultats financiers	155
Banques centrales membres de la BRI	158
Conseil d'administration et Direction	159
États financiers	199
Rapport des commissaires-vérificateurs	258
Récapitulatif des cinq derniers exercices	259

La version anglaise du présent Rapport a été mise sous presse entre le 8 juin et le 12 juin 2009.

Graphiques

II.1	Les phases de la crise à ce jour	17
II.2	Marché hypothécaire et marché de la titrisation	21
II.3	Principaux indicateurs de risque : catégories investissement et spéculative	23
II.4	Marchés de refinancement	24
II.5	Mesures de la volatilité implicite	25
II.6	Taux de défaut, prime de risque et volume des émissions	26
II.7	Marchés d'actions : indicateurs	29
II.8	Rendement nominal des titres d'État et point mort d'inflation	31
II.9	Taux directeurs et anticipations implicites	32
II.10	Indicateurs du secteur bancaire	34
II.11	Économies émergentes : indicateurs	37
III.1	Prix de l'assurance contre les difficultés financières systémiques	42
III.2	Banques d'investissement : indicateurs d'activité et de risque	46
III.3	Coût des actions et de la dette	47
III.4	Évolution du crédit et des conditions de prêt	50
III.5	LBO : emprunts, risque et prime	51
III.6	Crédit et prix des actifs après une crise bancaire	52
III.7	Fonds alternatifs : collecte, résultats et effet de levier	54
III.8	Banques : part des prêts étrangers dans le total des prêts	58
III.9	Banques internationales : positions en dollars et leur financement en devises	59
IV.1	Production, échanges et prix à la consommation dans le monde	61
IV.2	Taux d'intérêt et endettement des ménages	64
IV.3	Dépense, en termes réels	66
IV.4	Ménages : patrimoine net/revenu disponible	68
IV.5	Entreprises : indicateurs de vulnérabilité	70
IV.6	Crédit et dépense sur plusieurs cycles conjoncturels	72
IV.7	Indicateurs de confiance	73
IV.8	Exportations et cours de change	74
IV.9	Inflation : cours des produits de base et prix à la consommation	75
IV.10	Anticipations d'inflation	78
V.1	Entrées de capitaux privés et exportations	80
V.2	Exportations, épargne et investissement	82
V.3	Activité économique	85
V.4	Inflation	86
V.5	Évolution des marchés financiers	88
V.6	Titres de dette internationaux	90
V.7	Prêts transfrontières	91
V.8	Entrées brutes de capitaux privés : composantes	92
V.9	Crédit bancaire intérieur au secteur privé	97
VI.1	Politique monétaire et politique budgétaire	99
VI.2	Taux directeurs de quelques autres banques centrales	101
VI.3	Effets d'annonce et de portefeuille	104
VI.4	Banques centrales : actif et passif	110
VI.5	Banques centrales : sûretés reçues	111
VI.6	Réaction du marché aux plans de sauvetage	118
VI.7	Programmes de relance budgétaire dans les pays de l'OCDE	122
VI.8	Mesures budgétaires discrétionnaires : efficacité et marge de manœuvre	123
VI.9	Dette publique et coût de l'emprunt	124

Tableaux

I.1	Phases de la crise	16
II.1	Chronologie des principaux événements	19
III.1	Grandes banques : rentabilité	44
III.2	Pertes bancaires annoncées : composantes	45
III.3	Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité	49
III.4	Concentration, par métier	57
IV.1	Épargne et investissement dans le monde	63
V.1	Économies émergentes : flux bruts de capitaux privés	83
V.2	Prêts bancaires et obligations internationaux	89
V.3	Réserves de change : adéquation	94
VI.1	Réponses des banques centrales à la crise	106
VI.2	Mesures visant à stabiliser le système financier	113

Conventions utilisées dans le Rapport

cvs	corrigé des variations saisonnières
e	estimation
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
pb	points de base
S, T	semestre, trimestre
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$, dollar	dollar des États-Unis, sauf indication contraire

Dans les tableaux, un total peut ne pas correspondre exactement à la somme de ses composantes, en raison des écarts d'arrondi. Les chiffres présentés pour mémoire y figurent en italique.

79^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 29 juin 2009*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 79^e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2009.

Le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 446,1 millions, contre DTS 544,7 millions pour l'exercice précédent. Les résultats détaillés de l'exercice 2008/09 figurent dans la section Résultats financiers et répartition du bénéfice, pages 194–198.

Le Conseil d'administration propose, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, que la présente Assemblée générale affecte la somme de DTS 144,7 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 265 par action. Le dividende proposé pour l'exercice est identique à celui qui a été versé l'an passé.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 30,1 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, et le reliquat, soit DTS 271,3 millions, au Fonds de réserve libre.

Si l'Assemblée générale adopte ces propositions, le dividende de la Banque pour l'exercice 2008/09 sera payable aux actionnaires le 2 juillet 2009.

Bâle, 12 juin 2009

JAIME CARUANA
Directeur Général

I. Sauver, rétablir et réformer

Qui aurait pu imaginer que le système financier s'effondrerait ? Des garde-fous étaient en place, de même que des filets de sécurité : des banques centrales qui prêteraient si nécessaire, des mécanismes d'assurance des dépôts et de protection rassurant les investisseurs quant à la sécurité de leur patrimoine, des instances de réglementation et de surveillance chargées de superviser les établissements et d'empêcher que dirigeants et propriétaires ne prennent trop de risques. Et si un pays était confronté à une crise bancaire, les spécialistes – forts de leurs connaissances – n'auraient pas manqué d'en faire porter la responsabilité aux autorités. La prospérité et la stabilité témoignaient du bon fonctionnement du système. L'inflation était faible, la croissance, forte, et l'une et l'autre étaient acquises. Le monde industrialisé, s'appuyant sur un ensemble de politiques et réglementations, bâties sur des principes économiques sains et enrichis d'une certaine expérience, avait su instaurer une période de « Grande Modération ». Le monde émergent, bien inspiré, s'était empressé de l'imiter.

Bien des changements ont eu lieu en deux ans. Le système financier connaît, depuis août 2007, un enchaînement de dysfonctionnements critiques.

Or, le système financier est à l'économie ce que l'alimentation en eau est au logement : indispensable, mais ignorée jusqu'à ce que survienne une défaillance. De même que le mode de vie actuel dépend d'un bon approvisionnement en eau courante, l'économie moderne dépend d'une intermédiation financière fiable. Pour mesurer la place du système financier dans notre quotidien, il suffit de savoir que des milliards de paiements sont effectués chaque jour, impliquant autant de transferts de fonds. Ainsi, dans le monde industrialisé, nombreux sont les ménages qui accèdent à la propriété en économisant chaque mois une partie de leur revenu, qu'ils ont déposée auprès d'un établissement financier, afin de constituer l'apport personnel nécessaire à l'obtention d'un prêt immobilier. Pour garantir un tel prêt, ils sont, le plus souvent, tenus de souscrire une police d'assurance. Par ailleurs, ils font probablement prélever le montant de leurs factures (électricité, eau et chauffage) sur un compte bancaire alimenté par leur salaire. Pour les trajets quotidiens domicile-lieu de travail, ils prennent des transports en commun financés en partie par l'émission d'obligations et par l'impôt, ou ils utilisent un véhicule, dûment assuré, en empruntant un réseau routier financé soit par l'État soit par des fonds privés. Et ce ne sont qu'une poignée d'exemples parmi des milliers d'autres, dans un processus d'intermédiation qui fait intervenir, pour son fonctionnement harmonieux, banques, compagnies d'assurance, maisons de titres, fonds de placement, sociétés de crédit, fonds de pension et administrations publiques. Ces institutions acheminent les ressources des

Le système financier est indispensable à l'économie...

épargnants aux investisseurs et, ce faisant, permettent de transférer le risque de ceux qui ne peuvent l'assumer vers ceux à la fois disposés et aptes à le faire.

Ces dernières années, ce système indispensable et complexe a été durement malmené. Le premier signe de sérieuses difficultés a été la réticence accrue des banques à se prêter mutuellement, lesquelles ne savaient plus comment évaluer les actifs qu'elles détenaient ni les engagements qu'elles avaient pris – en leur nom et pour le compte de tiers. Pendant un temps, les banques centrales, dans le cadre de leur fonction de prêteur, ont pu répondre aux besoins. Cela dit, à partir d'août 2007, des tensions sont apparues par vagues successives au sein du secteur financier (chapitre II). En mars 2008, Bear Stearns a nécessité une opération de sauvetage ; six mois plus tard, le 15 septembre, Lehman Brothers a déposé son bilan ; et fin septembre, le système financier mondial était lui-même au bord du gouffre.

...et il a été durement malmené

La faillite de Lehman Brothers a cassé la confiance, qui est pourtant à la base de tout système financier. Le grand public avait confiance en ceux qui géraient et surveillaient le système financier, pour découvrir qu'ils ne l'avaient pas mis à l'abri d'une défaillance de ce dernier. La crise a anéanti la conviction des prêteurs qu'une signature réputée fiable serait, selon toute vraisemblance, honorée, et ébranlé la certitude des investisseurs quant à la sécurité de leurs placements. Alors même que se poursuivaient les efforts entrepris pour assainir les bilans – tâche délicate et de longue haleine –, les droits de propriété, pourtant considérés comme acquis, ont été remis en cause ; et le sort des établissements – qui relève normalement de l'activité des opérateurs de marché et des responsables des prêts en principe sous le contrôle des gestionnaires de risques – s'est trouvé placé entre les mains des juristes. Regagner la confiance perdue prendra du temps. Pour y parvenir, il faudra, au préalable, reconstruire le système financier.

Le système financier moderne est immensément complexe (au point que nul, peut-être, n'est capable de le comprendre dans sa totalité) : les interdépendances sont sources de risques systémiques extraordinairement difficiles à appréhender. L'absence de problèmes apparents a donné à tous un faux sentiment de sécurité. Quand les choses vont bien, après tout, pourquoi chercher les difficultés ? Mais un tel excès de confiance, compréhensible parce qu'entretenu par une série de boums qui avaient été bénéfiques pour tous, ne peut que conduire à l'effondrement. Dès lors, en essayant de comprendre ce qui a échoué et d'y remédier, il ne faut pas perdre de vue que le nouveau système financier devra mieux tenir compte de nos aptitudes par principe limitées à maîtriser les processus complexes et à en anticiper l'éventuelle défaillance.

Causes de la crise

Une crise financière s'apparente de manière saisissante à une maladie : pour trouver le remède, il faut identifier, puis traiter les causes du mal. Les causes relevées ces dernières années sont de deux ordres : macroéconomiques (accumulation de déséquilibres au niveau des créances internationales et

Une série de dysfonctionnements est à l'origine de la crise

persistance de bas niveau des taux d'intérêt réels) et microéconomiques (incitations, mesure du risque et réglementation)¹.

Causes macroéconomiques : déséquilibres et taux d'intérêt

Causes macro-économiques : déséquilibres mondiaux...

Les grands **déséquilibres mondiaux** sont une des causes macroéconomiques de la crise. L'ampleur et la persistance des déficits et des excédents des paiements courants ont donné lieu à des mouvements de fonds hors des pays émergents, pauvres en capitaux, vers les pays industrialisés, États-Unis en tête, qui en étaient richement dotés. À ces flux correspondaient un niveau élevé d'épargne dans le monde émergent et un bas niveau aux États-Unis. Entre 1999 et mi-2007 – c'est-à-dire de la fin de la crise asiatique au début de la crise actuelle – le déficit courant des États-Unis a totalisé \$4 600 milliards. Selon les estimations du Trésor américain, la dette extérieure brute du pays avoisinait \$13 400 milliards, fin 2007, soit près de quatre fois plus que neuf ans auparavant.

L'origine du phénomène fait l'objet de vifs débats. Certains ont invoqué un **excès d'épargne au plan mondial**, lui-même attribuable à la hausse de l'épargne dans le monde émergent. D'autres l'ont imputé au manque d'opportunités de placement dans le monde. D'autres encore ont cité la recherche d'une diversification internationale et d'actifs liquides peu risqués de la part des économies émergentes à croissance rapide. Enfin, dans un contexte de croissance induite par les exportations et donc d'excédents de la balance des paiements courants, les économies émergentes auraient accumulé des réserves de change pour contrer l'appréciation de leurs monnaies. Dans le même ordre d'idées, il est possible que les pays émergents aient considéré les réserves qu'ils avaient constituées comme des trésors de guerre qui leur permettraient de contrer une soudaine fuite de capitaux du type observé durant la crise asiatique.

...associés à une croissance tirée par les exportations ou par l'endettement...

L'interdépendance entre croissance tirée par les exportations dans nombre de pays émergents (chapitre V) et croissance tirée par l'endettement dans une grande partie du monde industrialisé (chapitre IV) ne rend pas la tâche aisée. L'épargne nationale ne doit être ni trop faible ni trop forte – il convient donc de réfléchir aux orientations compatibles avec cet objectif et à la question du niveau approprié des réserves de change.

Il importe de ne pas perdre de vue que les déséquilibres persistants des paiements courants ne traduisent que la relation entre, d'une part, les flux nets de biens et services et, d'autre part, les flux nets de capitaux privés et les variations de réserves officielles correspondantes. L'encours total des créances – mesuré par le stock des avoirs des résidents d'un pays sur les résidents

¹ Si ces causes sont traitées séparément ici, il importe de garder à l'esprit les liens entre causes macroéconomiques et causes microéconomiques de la crise. Ainsi, l'explosion du crédit est liée à l'innovation financière. Dans la crise financière actuelle, la technologie de l'information a constitué un élément déterminant. Sans la réduction du temps de traitement informatique ces vingt dernières années, les ingénieurs de la finance n'auraient pas pu tarifier les instruments complexes qu'ils élaboraient. Or, si un vendeur ne parvient pas à convaincre les investisseurs de sa capacité à établir le prix d'un nouvel instrument, la transaction ne peut avoir lieu. L'innovation technique qui a produit une informatique à faible coût et à grande vitesse a donc bien contribué au boum du crédit.

d'un autre – est une variable tout aussi importante pour au moins deux raisons. Premièrement, si l'attrait des investissements à l'étranger diminue soudainement, c'est leur portefeuille même que les investisseurs chercheront à rapatrier. Deuxièmement, et c'est ce qui est le plus critique, si un pays est source d'actifs très mal tarifés et de qualité surestimée, ces actifs peuvent devenir vecteurs d'un mal qu'ils propagent hors des frontières. Autrement dit, les investisseurs étrangers paient le prix fort pour des actifs douteux et pâtissent autant que les investisseurs locaux. En pareil cas, comme cela s'est produit avec les titres adossés à des prêts hypothécaires de faible qualité (*subprime*) aux États-Unis, la variable la plus pertinente est l'encours total des créances douteuses accumulées, non les changements nets des avoirs sur telle ou telle période.

La faiblesse persistante des taux d'intérêt durant la première moitié de la décennie est la seconde cause macroéconomique de la crise. Elle s'explique par les choix de politique tant dans le monde industrialisé que dans le monde émergent, ainsi que par les flux de capitaux, en provenance des pays émergents, à la recherche de la sécurité. Craignant la déflation, les autorités monétaires ont maintenu les taux d'intérêt réels à court terme à un niveau exceptionnellement bas. Aux États-Unis, le taux réel des fonds fédéraux est constamment resté au-dessous de 1 % de mi-2001 à fin 2005. De fait, sur l'essentiel de cette période, il a même été négatif (chapitre IV). La faiblesse des taux d'intérêt réels aux États-Unis a eu un effet bien plus déterminant sur le reste du monde et sur les conditions financières que le poids du pays dans l'économie mondiale le donnerait à penser, et ce pour deux raisons : les contrats internationaux sont souvent libellés en dollars et de nombreux régimes de change fixe ou quasi fixe utilisent le dollar comme monnaie de référence.

...et à un bas niveau des taux d'intérêt...

Les taux d'intérêt réels n'ont pas été beaucoup plus élevés dans les autres grandes économies industrialisées. Face à l'atonie de la croissance dans la zone euro, la BCE a maintenu les taux d'intérêt réels à court terme en deçà de 1 % sur l'essentiel de la période allant de mi-2001 à 2005 ; au Japon, les taux d'intérêt réels ont oscillé entre zéro et 1 % au cours des dix dernières années. Il en a été de même dans nombre d'économies émergentes – en partie pour contenir l'appréciation de la monnaie.

Le bas niveau des taux d'intérêt réels a eu divers effets notables, dont deux étaient prévisibles. Premièrement, en faisant baisser le coût de l'emprunt, il a déclenché une explosion du crédit dans plusieurs économies industrialisées. Ainsi, entre 2003 et mi-2007, les crédits ont augmenté, en rythme annuel, de 7 % aux États-Unis et de 10 % au Royaume-Uni (chapitre III). Il est toujours difficile d'établir de nets liens de causalité mais, dans ce cas, il paraît raisonnable de conclure que le faible coût du crédit a été à l'origine de la hausse des achats de logement et de l'accroissement spectaculaire de l'endettement des ménages. Deuxièmement, le bas niveau des taux d'intérêt a fait grimper la valeur actualisée des flux futurs des actifs rémunérés, et donc leur prix. Cet élément a alimenté le boum du logement et des valeurs boursières. Entre 2003 et le pic atteint trois ou quatre ans plus tard, les prix réels du logement aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans plusieurs pays

...entraînant une explosion du crédit

européens ont augmenté de plus de 30 %, tandis que les marchés mondiaux d'actions gagnaient plus de 90 %.

Parmi les effets moins prévisibles de la faiblesse des taux d'intérêt figurent les incitations dans le domaine de la gestion d'actifs. Les établissements financiers proposent couramment des contrats à long terme garantissant des rendements nominaux relativement élevés. Quand les taux d'intérêt tombent à des niveaux exceptionnellement bas, il peut être plus difficile d'honorer un tel engagement. L'établissement réagit alors en acceptant un degré de risque plus important, dans l'espoir d'atteindre les revenus nécessaires au maintien de sa rentabilité. Il en est de même des gestionnaires de fonds, dont la clientèle compte sur des rendements nominaux élevés. Là encore, accroître le risque (et, dans ce cas, le cacher) est une façon de répondre aux exigences du client. Ainsi, le bas niveau des taux d'intérêt pousse à une plus grande prise de risque².

Une série de boums
à l'origine de
distorsions...

Tous ces facteurs – boum de l'immobilier, explosion de la dépense de consommation financée par l'endettement et quête de rendement – ont contribué à la création de distorsions macroéconomiques. Les signes les plus manifestes en ont été la croissance spectaculaire de la construction résidentielle, des achats de biens de consommation durables (automobiles, surtout) et du secteur financier.

Ces distorsions ont eu d'importants effets tant à court terme, en donnant l'illusion d'une plus forte croissance tendancielle aux investisseurs, consommateurs et autorités, qu'à moyen terme, par les ajustements notables qu'elles ont suscités. Concernant les premiers, et comme on peut s'y attendre, les bulles ont tendance à se former dans les secteurs où les gains de productivité ont, ou donnent l'impression d'avoir, progressé. Dans les années 1990, ce fut la haute technologie et, plus récemment, la finance. Le schéma est simple : l'euphorie permet d'alimenter le secteur de prédilection en capitaux relativement bon marché, provoquant suremploi, surinvestissement et surproduction. Même si ce processus a été moins marqué dans cette décennie que dans la précédente, il a induit une hausse temporaire des gains de productivité moyens dans l'ensemble des secteurs, que tous, y compris les autorités, ont pu aisément interpréter comme synonyme de hausse de la croissance tendancielle.

...qu'il convient de
corriger

Les bulles ont des incidences à moyen terme sur la structure de l'économie, mieux connues que leurs effets à court terme. C'est ce qu'on peut observer quand la variation des prix relatifs nécessite un ajustement majeur de la composition du stock de capital. À titre d'exemple, on peut citer l'envolée des prix pétroliers, en 1974 et à nouveau en 1979, qui a laissé ménages et entreprises avec des biens (appareils, automobiles, machines, bâtiments, etc.) dont la consommation d'énergie était devenue excessive par rapport aux coûts induits. Ce sont les pays, cette fois, qui se sont retrouvés avec un secteur

² R. Rajan, « Monetary policy and incentives », remarques formulées lors de la conférence *Les banques centrales au XXI^e siècle*, à la Banque d'Espagne (Madrid) le 8 juin 2006, www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm.

financier hypertrophié, des surcapacités de production automobile et, pour certains, un parc de logements excédentaire.

Causes microéconomiques : incitations, mesure du risque et réglementation

Les tensions financières qui sont apparues durant l'été 2007 ont révélé une myriade de faiblesses au plan microéconomique : problèmes soulevés par les incitations ; imperfections des techniques de mesure, de valorisation et de gestion du risque dans les structures de gouvernance mises en place pour surveiller les risques ; insuffisances du régime réglementaire. Ensemble, ces dysfonctionnements ont permis au secteur financier tout entier d'enregistrer des bénéfices trop tôt et trop aisément, sans considération suffisante des risques encourus.

Causes microéconomiques : incitations, mesure des risques et réglementation

La crise a mis en évidence certaines dérives de la part des consommateurs, des agents du secteur financier et des organismes de notation. Tout d'abord, les consommateurs n'ont pas su protéger leurs propres intérêts. Peu d'entre eux ont une connaissance suffisante des bilans des banques, de leurs domaines d'activité ou de la situation financière des sociétés émettrices d'actions ou d'obligations dans lesquelles ils investissent. Par ailleurs, le niveau général de culture financière est, dans l'ensemble, faible³. Cette méconnaissance du sujet, alliée au sentiment de sécurité donné par l'existence d'un cadre de surveillance financière, a favorisé la confusion entre complexité et sophistication ; cela a nourri l'illusion, largement partagée, que d'autres se chargeaient de veiller sur les investissements – qu'il s'agisse d'un professionnel de la gestion, d'un analyste, d'un organisme de notation ou d'un cadre de la fonction publique. Mais hélas, ce système, que les consommateurs étaient si désireux de croire ultraperfectionné et sûr, s'est révélé dangereusement complexe et opaque.

Incitations impliquant les consommateurs...

De plus, la direction des établissements financiers a cherché à optimiser le rendement des fonds propres pour satisfaire les actionnaires, déclenchant une explosion de la dette, facilement explicable : la rentabilité des fonds propres se calcule à partir du rendement de l'actif rapporté au ratio actifs/fonds propres – autrement dit, plus l'effet de levier est grand, plus la rentabilité est élevée pour les actionnaires. Cette incitation à l'effet de levier a fragilisé les établissements mais aussi déstabilisé le système financier.

Les systèmes de rémunération ont également encouragé les dirigeants à privilégier le rendement à court terme au détriment du long terme. Dans certains cas, les rémunérations étaient calculées sur des gains estimés au moyen de modèles mathématiques particulièrement complexes, et ce, y compris lorsque les actifs concernés n'avaient pas de marché et ne pouvaient donc être revendus. Les détenteurs d'actions (en raison de leur responsabilité limitée) et les gestionnaires de fonds (en raison de leur système de

...les rémunérations au sein du système financier...

³ Il semblerait, en effet, que le mécanisme des taux d'intérêt ne soit généralement pas bien maîtrisé. À la question « au bout de combien d'années un emprunt doublera-t-il si le taux d'intérêt est égal à 20 % l'an, avec intérêts cumulés et sans annuités de paiement ? », seulement 36 % des 1 000 personnes interrogées ont répondu correctement (« Moins de cinq ans »), et près de 20 % ont coché la case « Sans opinion ». Voir A. Lusardi et P. Tufano, *Debt literacy, financial experience, and overindebtedness*, NBER Working Papers, n° 14808, mars 2009.

rémunération) étaient indûment rémunérés compte tenu des risques encourus : ils recevaient une part des bénéfices, mais les pertes étaient toujours endossées par les créanciers (voire par les pouvoirs publics !). Les gestionnaires de fonds, par ailleurs, étaient rémunérés sur la base de résultats supérieurs à la moyenne de référence dans une catégorie d'actifs donnée. C'est pourquoi, même conscients d'une surévaluation du prix d'un actif, ils ne pouvaient guère se permettre de le vendre à découvert par crainte de provoquer un désengagement des investisseurs. D'où un comportement grégaire qui a signé l'échec de l'arbitrage⁴. En définitive, la difficulté fondamentale à distinguer entre chance et compétence dans les prestations des gestionnaires de fonds, conjuguée à une rémunération liée, au moins en partie, au volume d'affaires, a incité dirigeants et opérateurs à accumuler une quantité énorme de risques.

...et les agences de notation

Enfin, à l'absence de surveillance de la part des consommateurs et aux anomalies des systèmes de rémunération dans la profession se sont ajoutées les incitations trompeuses des agences de notation. Ces agences ont vocation à répondre aux besoins d'information relative aux emprunts et émissions obligataires en fournissant une évaluation indépendante de la probabilité de remboursement. Or, ce mécanisme présente quelques insuffisances. Les notations sont chères, difficiles à produire et il est impossible d'en garantir la confidentialité. Une fois que l'information entre dans le domaine public, sa reproduction ne coûte rien. Les agences de notation font donc payer celui qui a le plus besoin de leurs services, à savoir l'émetteur d'une obligation. Ni nouvelle, ni spécifique (depuis des dizaines d'années, en effet, les agences de notation sont rémunérées par les émetteurs, tout comme les auditeurs le sont par ceux dont ils vérifient les comptes), cette pratique a été un facteur de distorsion. Qui plus est, la complexité des instruments financiers et le rythme des émissions – dont a témoigné, ces dix dernières années, la profusion de titres adossés à des actifs et de produits structurés – ont rendu l'activité de notation à la fois plus difficile et plus rentable. Et, du fait de la complexité des instruments, le recours aux notations a augmenté même chez les investisseurs institutionnels les plus sophistiqués⁵. Au final, les agences de notation – dont la tâche consiste à évaluer le risque des titres à revenu fixe et donc à garantir l'intégrité globale – ont été dépassées et, en attribuant des notations trop élevées, ont accru, malgré elles, le risque systémique⁶.

⁴ Pour plus de précisions sur l'échec de l'arbitrage quand les investisseurs ne savent pas faire la distinction entre un bon et un mauvais gestionnaire de fonds, voir J. Stein, « Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, n° 1, février 2005, pp. 247–272.

⁵ Pour une analyse de la difficulté de noter les titres adossés à des actifs ainsi que des limites des notations comme mesures du risque, voir Comité sur le système financier mondial, *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, CGFS Publications, n° 23, janvier 2005.

⁶ Dans les opérations de titrisation, des différences dans les méthodes utilisées par les agences de notation ont, en outre, incité les établissements cédants à structurer leurs titres adossés de façon à rechercher la meilleure combinaison de notations (choix de l'agence de notation et de la structure de ces instruments). Voir I. Fender et J. Kiff, *CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications*, BIS Working Papers, n° 163, novembre 2004.

Une autre cause microéconomique de la crise a été la mesure du risque. Pour mesurer, tarifer et gérer le risque, il faut des outils statistiques modernes, faisant largement appel à des données historiques. Même lorsque l'on dispose de longues séries statistiques, le sentiment que le monde évolue en permanence, quoique lentement, revient à sous-pondérer les données les plus anciennes. Une longue période de relative stabilité tend à faire baisser la perception du risque et, donc, à en diminuer le prix.

Difficultés dans la mesure du risque :

Corriger ce biais est loin d'être simple. Les risques majeurs – ceux pour lesquels est exigée une forte rémunération – correspondent à des événements de grande portée, peu fréquents. Pour en estimer l'importance, les statisticiens procèdent à ce que, dans leur jargon, ils nomment une évaluation de la taille des queues de distribution. Mais une telle évaluation ne peut être réalisée qu'à partir de données historiques ; or, par leur nature même, les événements peu fréquents sont statistiquement peu significatifs. En conséquence, les modèles nécessaires à la mesure, à la tarification et à la gestion du risque vont, presque par définition, être faussés par la rareté des données. L'hypothèse naturelle, car la plus simple, est de supposer – pour la plupart des types d'actifs – que les rendements sont distribués selon une loi dite « normale », ce qui implique des queues de distribution *minces*. Et, même si les événements extrêmes sont rares, en réalité, ils sont plus fréquents que ne le laisse supposer la courbe dite normale. Bien que le problème soit connu de longue date, l'hypothèse n'a pas été abandonnée et il n'y a donc rien d'étonnant à ce que l'assurance couvrant des événements catastrophiques, réputés peu fréquents, ait été sous-tarifée.

...nature des événements peu fréquents...

La difficulté inhérente à l'évaluation des queues de distribution est encore plus grande pour les nouveaux instruments financiers. En l'absence d'historique, le risque qui leur est attaché ne peut faire l'objet d'aucune mesure statistique, comme dans le cas de la titrisation des prêts *subprime* aux États-Unis. L'innovation qui consiste à regrouper un grand nombre de créances de qualité objectivement médiocre pour servir d'adossement à une reconstitution en titres de qualité différente a ouvert l'accès au marché de la dette à une toute nouvelle catégorie d'emprunteurs⁷. La principale faille de ce mécanisme a été de soulager les établissements cédants d'une grande partie du risque de défaut et donc d'entraîner une détérioration de la qualité des prêts accordés au fur et à mesure de l'emballement du marché. Toutefois, même si les établissements cédants avaient été contraints d'assumer une lourde première perte, l'absence d'antécédents de défaut n'aurait pas mis le segment des créances *subprime* titrisées à l'abri de difficultés.

...innovation financière...

L'exploitation de données historiques pour mesurer, tarifer et gérer le risque présente une autre difficulté : elle peut conduire à des conclusions propres à induire en erreur sur la corrélation entre facteurs de risque. La réduction du risque s'appuie sur deux stratégies : la couverture (deux risques se compensent parce que leurs rémunérations sont négativement corrélées)

...recours à des données historiques...

⁷ Pour une description détaillée de ce mécanisme, voir A. Ashcraft et T. Schuermann, *Understanding the securitisation of subprime mortgage credit*, Staff Reports, n° 318, Banque de Réserve fédérale de New York, mars 2008.

et la diversification (le risque est réparti entre des actifs dont les rendements présentent une corrélation imparfaite). Le problème tient à ce que les corrélations passées ne sont pas nécessairement de bons indicateurs de l'évolution future des prix. Ainsi, avant la crise, investir à l'échelle mondiale était censé réduire le risque, étant entendu que les prix ne suivraient pas la même évolution dans les diverses régions du globe. Cette hypothèse ne s'est pas vérifiée. Lorsque les prix des actifs, qui évoluaient indépendamment (diversification) ou en sens inverse (couverture), ont commencé à évoluer dans le même sens, le risque s'est accru. Ce qui était auparavant facteur de réduction des risques est devenu facteur de concentration des risques.

...et gouvernance

Enfin, des problèmes de gouvernance ont été mis en lumière dans les pratiques de gestion des risques. Pour des raisons tant structurelles que comportementales, il y a eu défaillance de la part de la direction générale et du conseil d'administration qui ne posaient pas les bonnes questions et ne prêtaient pas attention aux avis compétents. Au plan structurel, le responsable de la gestion des risques n'avait pas, au quotidien, suffisamment de contacts avec les hauts responsables, souvent parce qu'il n'occupait pas un poste hiérarchique assez élevé. Faute de soutien de la direction générale, ses recommandations ne pouvaient donc guère avoir de poids. À ce problème s'en est ajouté un, plus humain : dans le cadre de ses fonctions, le responsable de la gestion des risques peut être amené à dire à certaines personnes de limiter ou de cesser certaines activités. Or, si lesdites activités sont rentables, il lui est d'autant plus difficile de convaincre les membres de la direction générale ou du conseil d'administration du bien-fondé de son avis.

La gestion des risques au sein des établissements financiers a certes fait des progrès, au fil du temps, sur la voie de la résolution des problèmes liés aux incitations apparues en phase d'expansion. Cela étant, les ajustements réalisés s'appliquaient à un monde où l'effet de levier et la prise de risque étaient bien plus faibles.

Rôle des
imperfections de la
réglementation

Aux problèmes d'incitation et de mesure des risques, il convient d'ajouter la relative facilité avec laquelle les établissements financiers ont placé certaines activités hors de la sphère réglementaire. Pour les opérations relevant des instances de surveillance, les banques sont tenues de détenir des fonds propres en proportion des risques encourus. Contre toute apparence, les exigences de fonds propres réglementaires ont bien limité l'effet de levier des banques. Mais comme un moindre effet de levier signifiait une moindre rentabilité, les responsables bancaires ont trouvé le moyen d'accroître le risque sans augmenter les fonds propres en conséquence : le véhicule d'investissement structuré (*structured investment vehicle*). Plus généralement, la crise a montré que le secteur financier au sens large – à savoir les banques mais aussi le système parallèle, de plus en plus important, qui regroupe intermédiaires non bancaires et entités hors bilan – présentait désormais beaucoup plus de risques⁸.

⁸ R. Rajan, « Has financial development made the world riskier? » dans *The Greenspan era: lessons for the future*, colloque tenu sous les auspices de la Banque de Réserve fédérale de Kansas City (Jackson Hole, Wyoming, États-Unis d'Amérique), août 2005, pp. 313-369.

Mises en garde

Des signes de fragilité étaient déjà apparents. Les déficits courants chroniques étaient intenable. Et l'endettement des ménages ne pouvait croître indéfiniment – il allait bien falloir un jour songer à rembourser. Dans de nombreuses régions du monde, la hausse des prix du logement était sans précédent, atteignant un niveau hors de proportion avec les coûts de la construction et les valeurs locatives. Plutôt que de considérer leur logement simplement comme un lieu d'habitation et une couverture contre une future hausse des prix – une optique qui aurait pu tempérer la surchauffe –, de nombreux propriétaires pensaient profiter du renchérissement de l'immobilier, ce qui a alimenté le boum.

Certains observateurs ont noté que le risque était sous-tarifé et que, limités par la faiblesse des taux directeurs, les gestionnaires de fonds se focalisaient trop sur le rendement. D'autres s'inquiétaient que la politique monétaire n'intègre pas le danger d'une envolée des prix des actifs coïncidant avec une explosion du crédit⁹. Selon eux, les responsables avaient mis l'accent uniquement sur la stabilité des prix (pendant que les instances prudentielles concentraient leur attention sur les établissements) et n'ont, de ce fait, pas pris suffisamment conscience des dangers systémiques associés à une explosion du crédit et des prix des actifs¹⁰. D'autres analystes encore ont mis en garde contre la détérioration des critères d'octroi de crédit, surtout dans le segment hypothécaire¹¹, et contre les risques inhérents à une innovation financière effrénée¹².

Nombre de ces mises en garde se sont révélées fondées, mais elles ont manifestement été formulées en pure perte¹³. Si tous les observateurs ont bien noté une généralisation des tensions dans le système, leurs analyses divergeaient. Les conséquences de la perméabilité de la sphère réglementaire (qui a permis aux établissements de soustraire à la surveillance des autorités responsables une partie de leurs activités) et de l'accumulation de l'effet de levier dans le système financier (et une structure de capital intégrant de plus en plus d'éléments de dette) n'étaient tout bonnement pas bien comprises. D'aucuns exigeaient certes une réglementation effective des fonds alternatifs, mais se montraient moins empressés à vouloir empêcher les intermédiaires de

Des mises en garde...

...mais avec des analyses divergentes...

⁹ A. Crockett, « In search of anchors for financial and monetary stability », allocution prononcée au colloque SUERF, Vienne (Autriche), avril 2000.

¹⁰ Voir, par exemple, C. Borio et W. White, « Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes », dans *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy*, colloque tenu sous les auspices de la Banque de Réserve fédérale de Kansas City (Jackson Hole, Wyoming, États-Unis d'Amérique), août 2003 ; et BRI, *73^e Rapport annuel*, juin 2003, chapitre VIII.

¹¹ CSFM, *Housing finance in the global financial market*, CGFS Publications, n° 26, janvier 2006, www.bis.org/publ/cgfs26.htm et BRI, *74^e Rapport annuel*, juin 2004, chapitre I.

¹² Il y a plus de 20 ans, la première publication du CSFM indiquait que les nouveaux instruments financiers semblaient sous-tarifés en raison de l'absence de données historiques et d'une compréhension encore limitée du risque systémique ; voir Comité permanent des euromonnaies (prédécesseur du CSFM), *Recent innovations in international banking (Cross Report)*, avril 1986, www.bis.org/publ/ecsc01.htm.

¹³ Voir, par exemple, BRI, *75^e Rapport annuel*, juin 2005, chapitres I et VIII.

...et des propositions disparates

transférer les prêts à des entités *ad hoc* et à des véhicules d'investissements structurés, quasiment sans fonds propres. Au bout du compte, personne ou presque n'a compris que les actifs américains ainsi diffusés via ces canaux agiraient comme un poison.

Il n'est pas surprenant que les pouvoirs publics et les intervenants soient restés sourds aux mises en garde. S'ils pouvaient admettre que le système financier était bel et bien en danger, que pouvaient-ils faire concrètement ? Le seul instrument à la disposition des autorités monétaires était le taux d'intérêt à court terme, lequel, de l'avis général, était inefficace contre la menace en question. Au niveau macroéconomique, on pensait que la stabilité des prix suffirait et que l'explosion du crédit et des prix des actifs se corrigerait d'elle-même. Au niveau microéconomique, les autorités de tutelle pensaient que les investisseurs, dans leur propre intérêt, prendraient en compte les risques inhérents à leurs achats et assumerait donc eux-mêmes la fonction de régulateur. L'intérêt exclusif porté aux seuls établissements réglementés ainsi que la totale confiance dans l'autodiscipline ont fait que les responsables n'ont pas prêté une attention suffisante aux menaces qui se profilaient à l'échelle du système. Et dans tous les pays, des opinions fort différentes sur ce qui pouvait et devait être fait n'ont guère aidé à faire face à un problème devenu mondial.

Les discussions sur la nécessité d'une surveillance et d'un traitement du risque dans le système financier tout entier sont, pour l'essentiel, restées lettre morte. Pour de nombreuses banques centrales, l'objectif de stabilité financière n'a pas été un vain mot, et des rapports périodiques sur le sujet ont été diffusés. Certaines, en Asie surtout, ont élaboré des outils destinés à modérer l'explosion des prix des actifs et du crédit : restrictions sur la délivrance de cartes de crédit (Thaïlande), contrôle du ratio prêt hypothécaire/valeur du bien (Hong-Kong RAS), renforcement des exigences de fonds propres et de provisions (Inde), entre autres. Dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale ainsi qu'en Espagne et dans certains pays d'Amérique latine, la surveillance et l'exécution effective du provisionnement et de l'évaluation des prêts ont été renforcées et les banques ont été tenues d'accroître leurs fonds propres réglementaires pour couvrir les risques sous-jacents. Dans certaines économies émergentes, les autorités monétaires ont, de plus, agi sur les coefficients de réserves obligatoires pour moduler la liquidité, qu'elle soit libellée en monnaie nationale ou en devises. Mais, globalement, les mesures de ce type sont restées exceptionnelles. Dans les économies industrialisées – aux États-Unis surtout, où la situation devenait des plus graves –, on s'est peu interrogé sur le type d'instruments à disposition des autorités pour contrer les boums de l'immobilier et du crédit et, partant, l'accumulation du risque systémique. Ce qui est compréhensible. Dans de nombreux pays, la transformation du cadre monétaire et réglementaire aurait présenté des difficultés politiques et intellectuelles quasi insurmontables. Personne ne voyait l'intérêt de courir un tel risque quand le dispositif existant semblait si bien fonctionner.

Déroulement de la crise

Les chapitres qui suivent analysent dans le détail les événements qui ont frappé les marchés financiers, les établissements et l'économie réelle, ainsi que les mesures prises par les autorités. On distingue cinq phases dans la crise actuelle (chapitre II) : 1) prélude, jusqu'au rachat, en mars 2008, de Bear Stearns ; 2) de mi-mars jusqu'à la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, détérioration graduelle des conditions financières ; 3) de mi-septembre à fin octobre, perte de confiance généralisée, réorientation massive vers les valeurs refuges et quasi-effondrement du système financier ; 4) à partir de fin octobre, nette contraction de l'économie mondiale ; et 5) à partir de mi-mars 2009, aggravation du mouvement puis premiers signes de stabilisation. Le tableau I.1 en présente un récapitulatif.

Une crise en cinq phases (chapitre II)

La présente analyse de la crise permet de tirer plusieurs conclusions et met en évidence un certain nombre de risques qui pèsent sur le système financier. Dans un système financier moderne, intermédiation par les banques et intermédiation via les marchés devraient être considérées comme complémentaires plutôt qu'antagonistes ou interchangeableables. La crise a révélé que les avantages présumés de la diversification découlant de la création de conglomerats financiers – hypermarchés de la finance – étaient illusoires. De fait, quand la crise s'est déclarée, elle a frappé toutes les lignes de métier. De la même manière, elle a démontré que les avantages de la segmentation du risque par l'ingénierie financière avaient été surestimés. Pour autant, vouloir ramener le secteur financier à des dimensions plus modestes ne revient pas à préconiser une forme d'autarcie financière. Il faut combattre tout mouvement de repli de la finance derrière les frontières nationales, qui risquerait de déboucher sur le protectionnisme.

Un système financier plus interdépendant et précaire que présumé (chapitre III)

Dans le monde industrialisé, une interaction étroite entre le secteur financier et l'économie réelle a commencé à avoir des effets très sensibles au dernier trimestre 2008. Une véritable crise de confiance s'est conjuguée à la correction des déséquilibres financiers accumulés par les ménages, le secteur industriel et le système financier depuis le début de la décennie. Il en est résulté un repli prononcé de l'économie réelle et de l'inflation. Or, comme l'effet de levier commence seulement à se corriger – le crédit dans les secteurs financier et non financier des pays qui ont connu un boum reste bien supérieur à son niveau d'il y a seulement quelques années –, la contraction de l'activité risque d'être durable, et la reprise, lente.

Des répercussions sur l'économie réelle à l'échelle mondiale (chapitre IV)

La situation est sensiblement différente dans les économies émergentes, qui ont démontré une grande résilience dans un premier temps. Le degré élevé d'intégration économique et financière qui avait favorisé une longue période de croissance rapide les avait, dans le même temps, rendues vulnérables à une brusque inversion des flux de capitaux et à une baisse de la demande pour leurs exportations. Face à la crise, les économies qui ont suivi des politiques prudentes et limité leur dette publique, les économies d'Asie et certains pays d'Amérique latine, disposent encore d'une marge de manœuvre. Toutefois, certains pays affichant d'importants déficits courants et d'autres, qui avaient eu recours aux prêts bancaires en devises, ont connu des

Chute du volume d'affaires et inversion des flux de capitaux pour les économies émergentes (chapitre V)

difficultés de financement extérieur qui ont nécessité l'aide publique internationale.

Interventions publiques sans précédent en termes de volume et d'ampleur (chapitre VI)...

Les autorités ont mis en place un vaste arsenal de mesures destinées à restaurer la confiance dans les grandes banques et à rééquilibrer le système financier. Dans la plupart des économies industrialisées, les taux d'intérêt ont été abaissés jusqu'à toucher ou avoisiner le taux zéro. Plusieurs banques centrales ont été amenées à accroître fortement leur bilan afin d'apaiser les tensions aiguës ressenties sur les marchés financiers. En dépit d'engagements massifs, les pouvoirs publics restent encore insuffisamment déterminés ou aptes à résoudre le problème des actifs dépréciés des banques.

D'énergiques mesures de relance budgétaire ont fait écho à ces mesures conventionnelles et non conventionnelles prises par les banques centrales. La nécessité d'augmenter la dépense publique et la marge de manœuvre pour le faire sont indéniablement très différentes d'un pays à l'autre. En tout état de cause, les effets des programmes de dépense ne deviendront vraiment tangibles qu'avec le temps.

...qui doivent favoriser, et non gêner, l'ajustement (chapitre VII)...

Les autorités sont confrontées à d'énormes difficultés. Elles doivent mener à bien l'urgente tâche de reconstruction financière tout en assurant le fonctionnement du système. Dans le même temps, elles doivent déjà définir une stratégie de sortie du dispositif à court terme mis en place. Et les pouvoirs publics doivent concevoir un cadre solide pour le long terme, permettant de retrouver rapidement des conditions normales de fonctionnement en cas de défaillance.

La bonne santé du système financier est un préalable à une reprise soutenue. Tout retard dans sa reconstruction risque de compromettre les efforts engagés par les autorités sur d'autres fronts. Pour accélérer la reprise économique, il est indispensable que, rapidement, les autorités s'attèlent avec détermination à refonder les bases du système et qu'elles s'emploient à mener cette tâche à bonne fin.

...et s'inscrire dans la durée

Les difficultés ne manqueront pas pour réorienter l'action publique afin de sortir des divers plans anticrise. Quand l'économie réelle reviendra à la normale, les bilans des banques centrales devront renouer avec des niveaux acceptables, et les taux directeurs, être relevés en temps utile. Les emprunts du secteur public devront retrouver un rythme soutenable. Et l'intermédiation, assurée, pour l'heure, par les banques centrales, devra retourner au secteur privé, revenu à des dimensions plus conformes.

Un système financier à reconsidérer

Pour assurer la stabilité du système financier, il faut reconsidérer les politiques macroéconomiques et les politiques réglementaires et prudentielles, dans l'optique d'atténuer les risques systémiques. Pour les premières, il s'agit de contrer toute éventualité d'explosion du crédit et des prix des actifs ; pour les autres, une perspective macroprudentielle est requise. La réforme doit avant tout s'attacher à identifier les risques systémiques présents dans tous les pans du système financier, risques qui découlent : de la complexité, de l'opacité et de la concentration de la propriété des instruments ; du risque de contrepartie et des pratiques d'ajustement des marges sur les marchés ; du risque de défaillance collective suscité par le jeu des corrélations et des expositions communes ; de la procyclicité inhérente à la gestion des établissements, qui peut être accentuée par la réglementation microprudentielle.

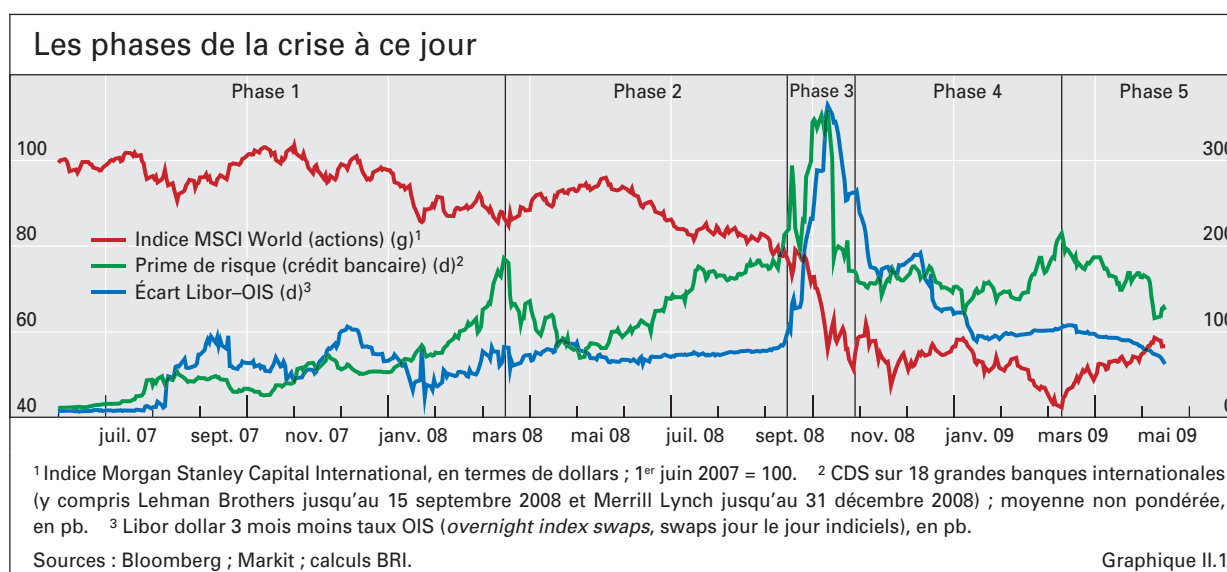
Phases de la crise	Marchés et établissements	Économies industrialisées		Économies émergentes	
		Conditions macroéconomiques	Mesures prises par les autorités	Conditions macroéconomiques	Mesures prises par les autorités
1) Avant mars 2008 : prélude à la crise	Défaillances sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (<i>subprime</i>), à l'origine de tensions financières généralisées. Incertitude quant à l'ampleur et à la répartition des pertes. La crise s'amorce quand les marchés interbancaires sont perturbés en août 2007 ; vagues d'une intensité grandissante jusqu'en mars 2008.	Affaiblissement de la croissance.	Réduction des taux directeurs des banques centrales (BC). Injections de liquidité sur les marchés monétaires.	Dynamisme de la croissance accompagné d'une hausse de l'inflation. Inflation au-delà des objectifs pour de nombreux pays affichant un tel objectif.	Relèvement des taux pour brider l'inflation.
2) Mi-mars à mi-septembre 2008 : vers la faillite de Lehman Brothers	Le rachat de Bear Stearns, en mars, freine le repli, mais les pertes et les dépréciations annoncées par les banques s'accumulent tandis que le repli pèse sur les prix des actifs. De plus en plus de pays sont touchés. La crise de liquidité révèle la crise de solvabilité sous-jacente, accentuant les pressions sur les établissements financiers.	Les économies du G 3 enregistrent une contraction en dépit de la chute des prix pétroliers après le mois d'août.	Nouvelle réduction des taux. Accroissement des lignes de crédit. Les agences fédérales américaines de financement hypothécaire sont mises sous tutelle début septembre.	La croissance du PIB ralentit après juin mais reste positive. Les exportations diminuent en Europe centrale.	Nouveau relèvement des taux en raison de la vigueur de l'inflation.
3) 15 septembre à fin octobre 2008 : détérioration généralisée de la confiance	La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, entraîne des retraits massifs sur les principaux marchés de refinancement. D'autres établissements font faillite ou font l'objet d'une opération de sauvetage. La crise de confiance touche les marchés et les pays du monde entier. Répit après des interventions publiques d'une ampleur sans précédent.	Sous l'effet de la détérioration de la confiance et du resserrement des conditions du crédit, les prévisions sont nettement revues à la baisse.	Abaissement des taux, accroissement des accords de swap entre BC, rapide expansion du bilan des BC. Vastes plans de sauvetage bancaire, garanties d'État sur dépôts et sur instruments de dette.	La confiance s'effondre. Les conditions de financement se resserrent. Forte dépréciation des monnaies.	Réduction des taux, injections de liquidité plus souples par les BC. Garanties sur dépôts et sur instruments de dette. Injections de capitaux.
4) Fin octobre 2008 à mi-mars 2009 : repli mondial	Les marchés restent volatils, en raison d'indicateurs économiques de plus en plus mauvais, de la faiblesse des bénéfices annoncés et des incertitudes quant à la poursuite des interventions publiques. Le repli se traduit par une multiplication des pertes de crédit.	La dépense entraîne dans sa chute le commerce des marchandises et le PIB. L'inflation baisse, l'IPC diminuant même dans certains pays.	Réduction des taux à un niveau proche de zéro, injection de liquidité dans le secteur non bancaire. Achats de titres de dette du secteur public. Trains de mesures de relance budgétaire.	La croissance du PIB chute au quatrième trimestre 2008 en raison de l'effondrement des exportations. Les entrées de capitaux s'inversent.	Réduction des taux, baisse des coefficients de réserves obligatoires. Intervention sur les changes, accords de swap entre BC. Trains de mesures de relance budgétaire dans certaines ÉcEm.
5) Depuis mi-mars 2009 : poursuite du repli, mais à un rythme moins soutenu	Les prix des actifs remontent quelque peu après de nouvelles interventions des autorités. Mais des signes de dysfonctionnement des marchés subsistent, les initiatives publiques n'ayant pas su restaurer pleinement la confiance dans le système financier mondial. Les pertes s'accumulent.	Consommation et production toujours en baisse, touchant un niveau plancher.	Nouvelle réduction des taux dans certains pays. Assouplissement des règles comptables applicables aux banques.	Les marchés d'actions se redressent et les cours de change se stabilisent.	Augmentation de l'aide publique internationale en faveur des ÉcEm.

Tableau I.1

II. La crise financière mondiale

Depuis la publication du *78^e Rapport annuel* (juin 2008), la crise financière mondiale est entrée dans sa deuxième année et s'est transformée en une perte de confiance généralisée à l'ensemble du système financier. Son éclatement en 2007 fait suite à une longue période de taux d'intérêt réels inhabituellement bas, de conditions de crédit généreuses, de faible volatilité des marchés et de hausse globale des prix des actifs – sources de vulnérabilités importantes mais latentes. Lorsque celles-ci se sont matérialisées, après des dépréciations d'actifs en série, les principaux marchés financiers ont été en proie à des dysfonctionnements et la solvabilité de pans entiers du système bancaire international a été mise en doute. Les pouvoirs publics ont réagi par des interventions successives d'une ampleur sans précédent. Cependant, malgré l'efficacité de ces mesures destinées à enrayer la crise financière, les conditions de marché sont demeurées fragiles, laissant penser que le processus de normalisation était incertain et sans doute de longue durée.

Jusqu'à présent, la crise a connu cinq phases plus ou moins distinctes et d'intensité variable. Elle a commencé avec les perturbations liées aux emprunts hypothécaires à risque (*subprime*), de juin 2007 à mi-mars 2008 (graphique II.1). À la suite de cette première phase, au cours de laquelle il était essentiellement question de liquidité en termes de ressources, les pertes bancaires et les dépréciations se sont poursuivies alors que la détérioration de la conjoncture se traduisait peu à peu par de nouvelles baisses du prix des actifs. Durant la deuxième phase (de mars à mi-septembre 2008), les problèmes de financement ont ainsi fait place à des préoccupations au sujet



de la solvabilité, et donc du risque de faillites bancaires caractérisées. L'une d'elles, la chute de Lehman Brothers le 15 septembre, a déclenché la troisième phase, la plus aiguë, sous la forme d'une perte de confiance généralisée qui n'a pris fin qu'après de multiples interventions de la part des autorités, d'une ampleur inégalée. Pendant la quatrième phase (de fin octobre 2008 à mi-mars 2009), les marchés ont dû faire face à des perspectives de croissance mondiale de plus en plus sombres, en même temps qu'à des incertitudes quant aux effets des interventions publiques sur les marchés et l'économie. La cinquième phase (depuis mi-mars 2009) a vu apparaître des signes du retour d'un certain optimisme sur les marchés, malgré des nouvelles macroéconomiques et financières qui demeurent largement négatives. Une véritable normalisation, autrement dit la fin de la crise, semble toutefois encore loin d'être achevée.

Les débuts

Première phase : prélude (jusqu'à mi-mars 2008)

Pendant la première phase de la crise, les préoccupations suscitées par les pertes sur prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis n'ont cessé de s'amplifier, donnant lieu à des tensions financières généralisées. En somme, ce qui paraissait être au départ un problème limité à un petit compartiment du système financier américain (graphique II.2) a pris rapidement des proportions plus importantes, du fait des liens complexes unissant les marchés du crédit (graphique II.3) et du refinancement (graphique II.4), soumettant l'ensemble du secteur financier à des tensions croissantes (tableau II.1)¹.

Les pertes sur les *subprime* ont fini par engendrer des tensions financières généralisées...

À partir de juin 2007, les pertes sur les *subprime* ont mis à jour d'importantes vulnérabilités, en raison notamment de la multiplication des financements à effet de levier et des structures hors bilan, de sorte que des actifs supposés à faible risque – nombre d'entre eux liés à des expositions sur le marché hypothécaire américain – étaient adossés en réalité à des ressources à court terme périodiquement renouvelées. L'accumulation de pertes sur les actifs sous-jacents a remis en cause le modèle de refinancement à court terme sur lequel reposaient ces positions, déclenchant un processus de réintermédiation forcée. Le 9 août 2007, les perturbations se sont propagées aux marchés interbancaires, débouchant sur une plus vaste crise financière. La chute du prix de marché des actifs financiers s'est amplifiée les mois suivants, provoquant des pressions sur les bilans bancaires et se matérialisant mi-mars 2008 par une grave pénurie de liquidité chez Bear Stearns. Les événements se sont alors précipités, JPMorgan Chase rachetant avec l'aide du gouvernement la banque d'investissement en difficulté.

...qui ont abouti au rachat de Bear Stearns...

Bien qu'une faillite pure et simple ait pu être évitée, la première phase a sensiblement affaibli le système financier. L'exposition excessive au risque de crédit pesait sur les marchés, tandis que les banques peinaient à reconstituer

...et ont sérieusement affaibli le système financier

¹ Pour un compte rendu détaillé de l'évolution des marchés financiers pendant les débuts de la crise, voir chapitre VI du 78^e Rapport annuel BRI, juin 2008.

Chronologie des principaux événements^①

2007	
9 août	Les problèmes sur les marchés du crédit hypothécaire et de la dette se propagent aux marchés interbancaires et monétaires lorsque les émetteurs de papier commercial adossé à des actifs rencontrent des difficultés à se refinancer, et de gros fonds de placement gèlent leurs remboursements, invoquant leur incapacité à valoriser leurs actifs.
12 décembre	Les banques centrales de cinq grandes zones monétaires annoncent une action concertée, incluant la mise en place de lignes de swap en dollars et destinée à apaiser les tensions sur les marchés des financements à court terme.
2008	
16 mars	JPMorgan Chase accepte de racheter Bear Stearns dans le cadre d'une opération facilitée par les autorités américaines.
4 juin	Moody's et Standard & Poor's déclassent les rehausseurs de crédit MBIA et Ambac, ravivant les craintes de voir la valeur des titres assurés par ces sociétés se déprécier.
13 juillet	Les autorités américaines annoncent des mesures de soutien en faveur des deux agences fédérales de financement hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac) comprenant des souscriptions à des augmentations de capital.
15 juillet	L'autorité américaine des marchés financiers (SEC) prend une ordonnance restreignant la vente à découvert sans emprunt de titres.
7 septembre	Mise sous tutelle gouvernementale de Fannie Mae et Freddie Mac.
15 septembre	Lehman Brothers Holdings Inc. se place sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.
16 septembre	Reserve Primary, un important fonds de placement monétaire américain, annonce que la valeur de son actif net est inférieure à son passif, déclenchant une vague de retraits massifs ; le gouvernement américain monte un plan de sauvetage en faveur de l'assureur AIG (au cours des prochains mois, il sera contraint de le renforcer et de le réaménager plusieurs fois).
18 septembre	Pour faire face à la pénurie de liquidité en dollars, plusieurs banques centrales prennent des mesures concertées créant des lignes de swap, ou relevant le plafond de celles existantes, pour un total de \$160 milliards ; les autorités britanniques interdisent la vente à découvert d'actions du secteur financier.
19 septembre	Le Trésor américain annonce une garantie temporaire des investissements dans les fonds de placement monétaires ; la SEC interdit la vente à découvert d'actions du secteur financier ; le Trésor américain esquisse les premiers éléments d'un plan de \$700 milliards, baptisé TARP (<i>Troubled Asset Relief Program</i>), qui vise à retirer les actifs douteux du bilan des banques.
25 septembre	Les autorités américaines prennent le contrôle de Washington Mutual, première institution d'épargne du pays, dont les actifs se chiffrent à quelque \$300 milliards.
29 septembre	Bradford & Bingley, établissement spécialisé dans les crédits hypothécaires, est nationalisée ; Fortis, groupe belge de bancassurance, bénéficie d'une injection de capital apportée par trois gouvernements européens ; le groupe allemand Hypo Real Estate, spécialisé dans le crédit immobilier commercial, reçoit une ligne de crédit sous l'égide de l'État ; en difficulté, la banque Wachovia fait l'objet d'un rachat ; le projet TARP est rejeté par la Chambre des représentants.
30 septembre	Le groupe financier Dexia reçoit une injection publique de capital ; le gouvernement irlandais annonce qu'il garantit tous les dépôts, ainsi que les obligations sécurisées, la dette senior et la dette subordonnée de six banques irlandaises ; au cours des semaines suivantes, d'autres gouvernements prennent des mesures analogues.
3 octobre	Le Congrès des États-Unis adopte le plan TARP remanié.
8 octobre	De grandes banques centrales opèrent une réduction concertée de leurs taux directeurs ; les autorités britanniques annoncent un ensemble de mesures de soutien, comprenant des injections de fonds propre dans des groupes bancaires britanniques.
13 octobre	De grandes banques centrales annoncent conjointement la fourniture illimitée de financements en dollars, en vue d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires ; les gouvernements des pays de la zone euro s'engagent à procéder à des opérations de recapitalisation en faveur de l'ensemble de leurs systèmes bancaires respectifs ; selon certaines informations, le Trésor américain envisage de prendre \$125 milliards de participations dans neuf grandes banques.

28 octobre	La Hongrie obtient auprès du FMI et d'autres institutions multilatérales un plan de sortie de \$25 milliards visant à endiguer les sorties croissantes de capitaux et les tensions sur les changes qui en résultent.
29 octobre	Pour lutter contre la pénurie prolongée de liquidités en dollars dans le monde, la Réserve fédérale conclut des accords de swap avec les autorités monétaires de quatre pays : Brésil, Corée, Mexique et Singapour.
15 novembre	Les pays du G 20 s'engagent à conjuguer leurs efforts pour renforcer la coopération, relancer la croissance mondiale et réformer l'ensemble du système financier.
25 novembre	La Réserve fédérale annonce la création d'une facilité de \$200 milliards pour accorder des crédits contre titres adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ; en outre, elle alloue jusqu'à \$500 milliards à l'achat d'obligations et de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences américaines.
2009	
16 janvier	Les autorités irlandaises prennent le contrôle d'Anglo Irish Bank ; comme elles l'avaient fait pour Citigroup en novembre, les autorités américaines acceptent de venir en aide à Bank of America en prenant une participation sous la forme d'actions de préférence et en garantissant un ensemble d'actifs douteux.
19 janvier	Dans le cadre d'un plan de sauvetage élargi, les autorités britanniques renforcent leur participation dans Royal Bank of Scotland. Des mesures similaires sont prises les jours suivants par d'autres autorités nationales.
10 février	Les autorités américaines dévoilent un nouveau train de mesures pour soutenir le secteur financier incluant un programme d'investissement public-privé (PPIP) à hauteur de \$1 000 milliards, destiné au rachat d'actifs douteux.
10 février	Les ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale du G 7 réaffirment leur engagement à utiliser tout l'éventail des mesures à leur disposition pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier.
5 mars	La Banque d'Angleterre lance un programme de quelque \$100 milliards destiné à des achats fermes, sur une période de trois mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
18 mars	La Réserve fédérale annonce un plan visant à acquérir sur six mois jusqu'à \$300 milliards de titres du Trésor à long terme et relève le plafond de son programme de rachats de titres des agences américaines.
23 mars	Le Trésor américain donne de plus amples détails sur le PPIP proposé en février.
2 avril	Dans le communiqué publié à l'issue du sommet du G 20, les gouvernements s'engagent à restaurer la confiance et la croissance, notamment par des mesures visant à renforcer le système financier.
6 avril	Aux États-Unis, le Comité fédéral de l' <i>open market</i> (CFOM) autorise de nouvelles lignes temporaires de swap de devises avec la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse.
24 avril	La Réserve fédérale présente les résultats des tests de résistance menés pour évaluer la solidité financière des 19 principales institutions financières américaines, déclarant que la plupart des banques disposent aujourd'hui de fonds propres bien supérieurs aux niveaux requis.
7 mai	Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend la décision de principe autorisant l'Eurosystème à acheter des obligations sécurisées libellées en euros ; les autorités américaines publient les résultats de leurs tests de résistance : dix banques souffrent d'une insuffisance de fonds propres cumulés de \$75 milliards, qui doit être comblée essentiellement par des placements d'actions ordinaires.
<p>® Le chapitre VI du 78^e Rapport annuel BRI, juin 2008, présente une chronologie plus complète des événements jusqu'en mars 2008.</p> <p>Sources : Banque d'Angleterre, Conseil de la Réserve fédérale, Bloomberg, <i>Financial Times</i>, <i>The Wall Street Journal</i>.</p>	

Tableau II.1

leurs fonds propres. Les niveaux élevés de volatilité témoignaient des incertitudes des investisseurs vis-à-vis des perspectives économiques et de leurs conséquences sur la valorisation des actifs (graphique II.5). De leur côté, les primes sur CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut)

dépassaient largement leur moyenne historique (graphique II.6, cadre du milieu) et les cours des actions s'inscrivaient bien en-deçà de leur sommet d'octobre 2007 (graphique II.7, cadre de gauche). Parallèlement, les rendements obligataires (graphique II.8) et les taux directeurs (graphique II.9) dans les grandes économies continuaient à refléter des situations conjoncturelles différentes. Ils traduisaient également le sentiment que les conséquences économiques de la crise seraient essentiellement limitées aux États-Unis. Dans un premier temps, la vigueur de la croissance intérieure de nombreuses économies émergentes (ÉcÉm) au premier semestre 2008 a conféré une certaine crédibilité à ce point de vue.

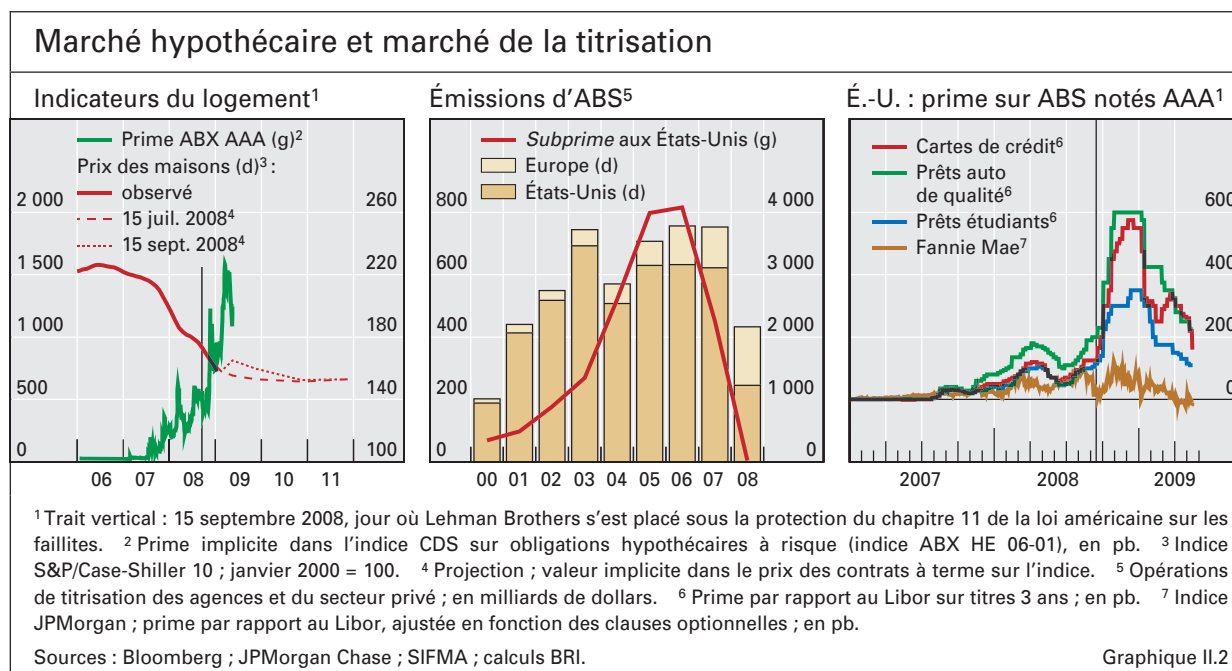
Deuxième phase : événements ayant conduit à la faillite de Lehman Brothers (mi-mars à mi-septembre 2008)

Avec la détérioration des perspectives économiques...

Pendant la deuxième phase de la crise, la reprise de Bear Stearns, le 16 mars, a été suivie d'un bref répit, puis de nouvelles pressions se sont exercées sur les prix des actifs financiers. Au cours de cette période, les investisseurs se sont particulièrement attachés aux signes indiquant que l'accentuation de la récession aux États-Unis avait gagné les autres grandes économies, entraînant un ralentissement général de l'activité. En conséquence, les perspectives en matière de bénéfices, de taux de défaut et de pertes du secteur financier ont mis une nouvelle fois les bilans des banques sous pression et suscité des inquiétudes quant à la capacité de celles-ci de mettre en œuvre leurs plans de recapitalisation. L'attention s'est alors détournée de plus en plus des questions de refinancement bancaire pour se concentrer sur la solvabilité, faisant ainsi peser des contraintes supplémentaires sur les établissements déjà lourdement endettés et fortement exposés à des actifs dépréciés.

...et les tensions sur l'interbancaire...

Même si le sauvetage de Bear Stearns a marqué le début d'une période de relative stabilité et de remontée du prix des actifs financiers, les marchés interbancaires ne se sont pas redressés. Les écarts entre taux interbancaires



des prêts à terme et taux des OIS (*overnight index swaps*, swaps jour le jour indiciels) se sont maintenus à des niveaux bien supérieurs à ceux observés avant août 2007 (graphique II.1 ; graphique II.4, cadre de gauche). Les banques ont semblé par conséquent hésiter à s'engager dans des activités de prêt impliquant d'autres établissements, la prime correspondante traduisant à la fois une préférence accrue pour la liquidité et des préoccupations liées au risque de contrepartie. Ces inquiétudes ont persisté malgré les mesures sans précédent adoptées par les banques centrales pour assurer le fonctionnement du marché monétaire et se substituer aux financements des marchés de capitaux. Ces mesures comprenaient notamment des lignes de swap temporaires de dollars avec la Réserve fédérale (voir chapitre VI à ce sujet ainsi que pour les autres ripostes des autorités à la crise).

De vives préoccupations concernant les fonds propres des banques sont réapparues en juin, après la publication de mauvaises nouvelles sur le secteur en difficulté des rehausseurs de crédit². Moody's et Standard & Poor's avaient abaissé, plus tôt dans le mois, la notation de deux grands noms, MBIA et Ambac. Ces décisions ont été suivies d'une série d'autres déclassements au cours des semaines suivantes. La crainte de pertes de valorisation sur les titres garantis par ces établissements s'est ajoutée à des informations faisant état de mauvais résultats enregistrés par les banques d'investissement. En conséquence, les cours sur l'ensemble des marchés de la dette et des actions ont commencé à reculer à partir de la mi-juin (graphiques II.3 et II.7, cadres de gauche), particulièrement pour les actifs du secteur financier.

Les pressions les plus vives ont été exercées sur les deux grandes agences fédérales américaines de financement hypothécaire (*government-sponsored enterprise*, GSE) Fannie Mae et Freddie Mac. Dans le contexte de faiblesse accentuée des marchés immobiliers, la baisse des prix du logement aux États-Unis semblait devoir se poursuivre encore longtemps (graphique II.2, cadre de gauche). Sur la base de cette anticipation, et malgré les déclarations des autorités de tutelle assurant que la capitalisation des deux agences fédérales demeurerait satisfaisante, les primes de risque sur leurs titres de dette et sur les MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) bénéficiant de leur garantie étaient remontées à leurs niveaux de mars, au moment du rachat de Bear Stearns (graphique II.2, cadre de droite). Les cours de leurs actions ont alors chuté, entraînant une dépréciation de leur valeur de plus de 70 % par rapport à fin mai 2008. Comme la plupart des nouveaux prêts hypothécaires reposaient sur la garantie de ces organismes, l'État américain est intervenu le dimanche 13 juillet pour permettre au Trésor d'accroître une ligne de crédit existante et d'acheter des actions de ces agences.

Ces mesures en faveur des agences de financement hypothécaire américaines ont provisoirement soulagé les marchés financiers. Les primes de risque se sont resserrées et les cours des actions ont commencé à regagner une partie du terrain perdu. La mise en œuvre par la SEC (*Securities and*

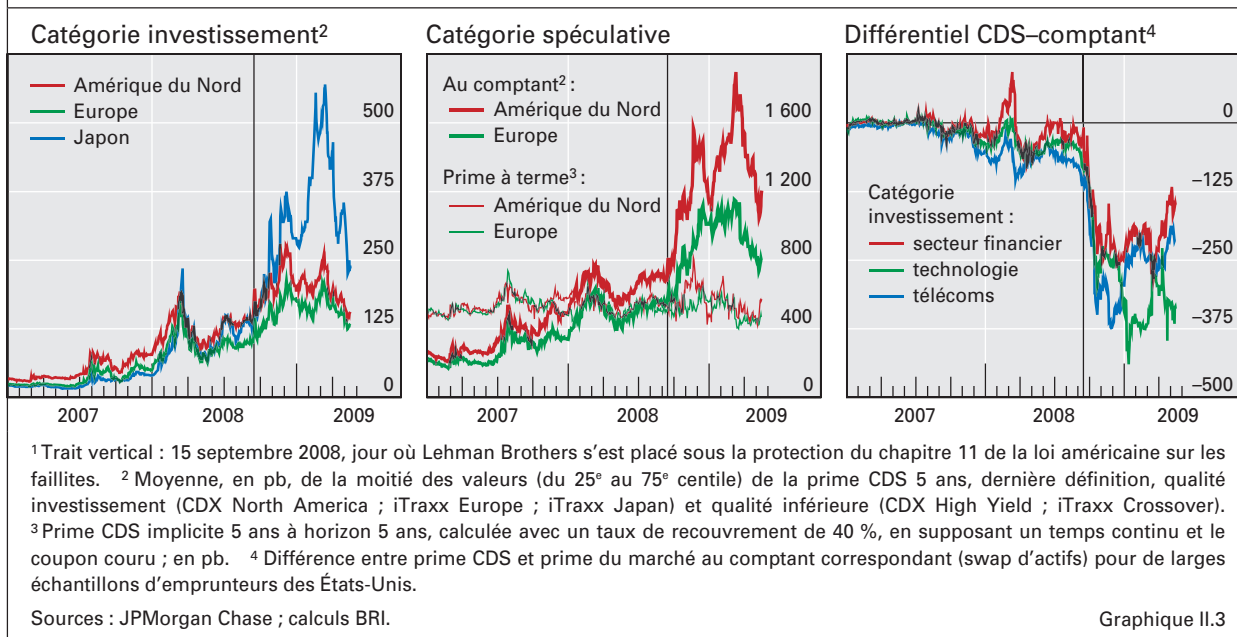
...les préoccupations concernant les fonds propres sont réapparues...

...affectant particulièrement les agences de financement hypothécaire aux États-Unis

Ces mesures en faveur des agences de financement hypothécaire...

² Ces organismes fournissent des rehaussements de crédit sur les obligations et les instruments structurés, y compris des garanties sur les tranches supérieures de titres adossés à des hypothèques ou à d'autres actifs, ainsi que sur les obligations des collectivités territoriales. Dans ce contexte, la notation propre des rehausseurs de crédit a tendance à déterminer celle des instruments qu'ils garantissent.

Principaux indicateurs de risque : catégories investissement et spéculative¹



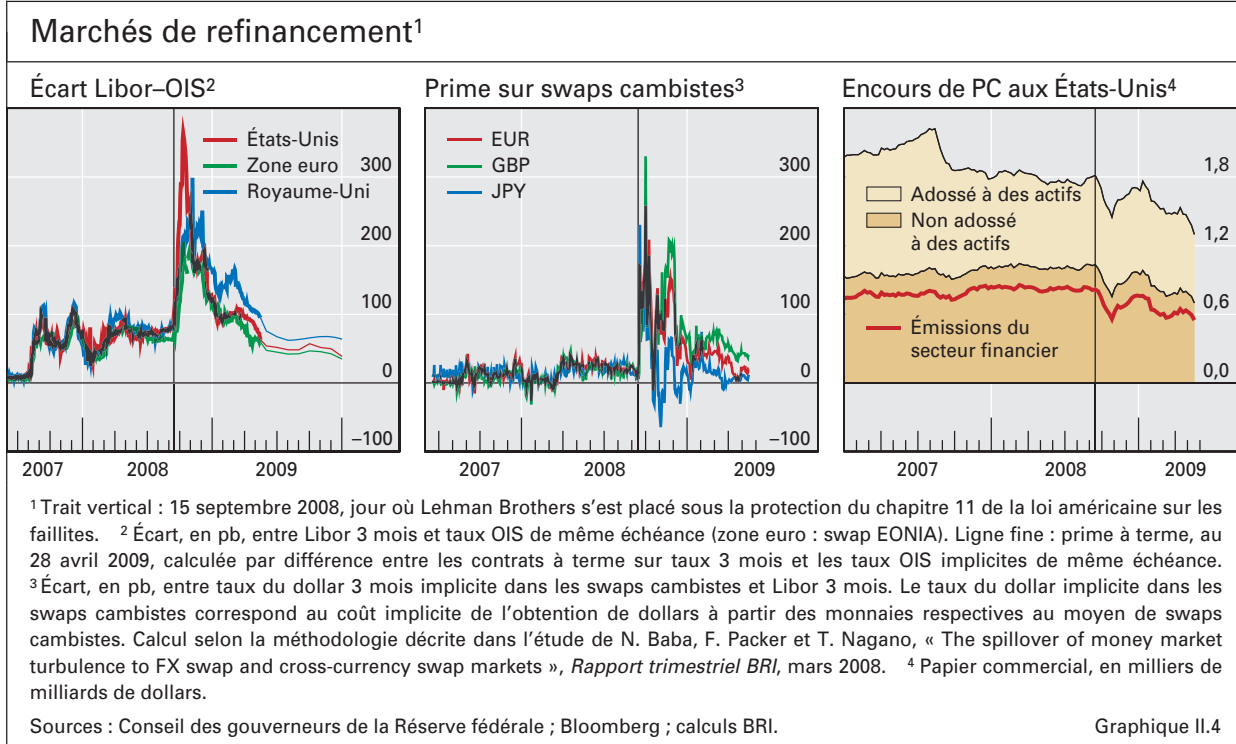
Exchange Commission, autorité américaine des marchés financiers) de nouvelles mesures d’urgence pour réduire les ventes à découvert des actions par les principales banques et sociétés de courtage a également contribué à réduire les tensions. Dès lors, et grâce à la baisse générale des primes de risque, la volatilité implicite de toutes les catégories d’actifs est retombée mais elle s’est maintenue à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés au début de la première phase de la crise, mi-2007 (graphique II.5).

Dans le même temps, les incertitudes concernant les besoins de refinancement des banques et le risque de contrepartie persistaient sur les marchés monétaires. Ainsi, les écarts Libor–OIS demeuraient élevés pour les principales devises, dont le dollar. Des tendances similaires sur les marchés des swaps cambistes reflétaient des tensions asymétriques sur les refinancements en dollars et dans d’autres monnaies. Ces tensions ont accru le coût des emprunts en dollars (graphique II.4)³. Les mesures prises par les autorités américaines, fin juillet, pour améliorer l’efficacité des facilités de liquidité introduites au moment de la reprise de Bear Stearns n’étaient pas parvenues à enrayer les tensions. Elles comprenaient notamment des prêts à plus long terme (84 jours) au titre du dispositif temporaire d’adjudication de la Fed (*Term Auction Facility*, TAF), avec un allongement correspondant des échéances des refinancements en dollars proposés par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque nationale suisse (BNS).

Les tensions persistaient également sur les marchés immobiliers, ravivant les préoccupations des investisseurs au sujet de la solidité financière des agences américaines de financement hypothécaire. Les cours des actions de

...ont été suivies par une mise sous tutelle

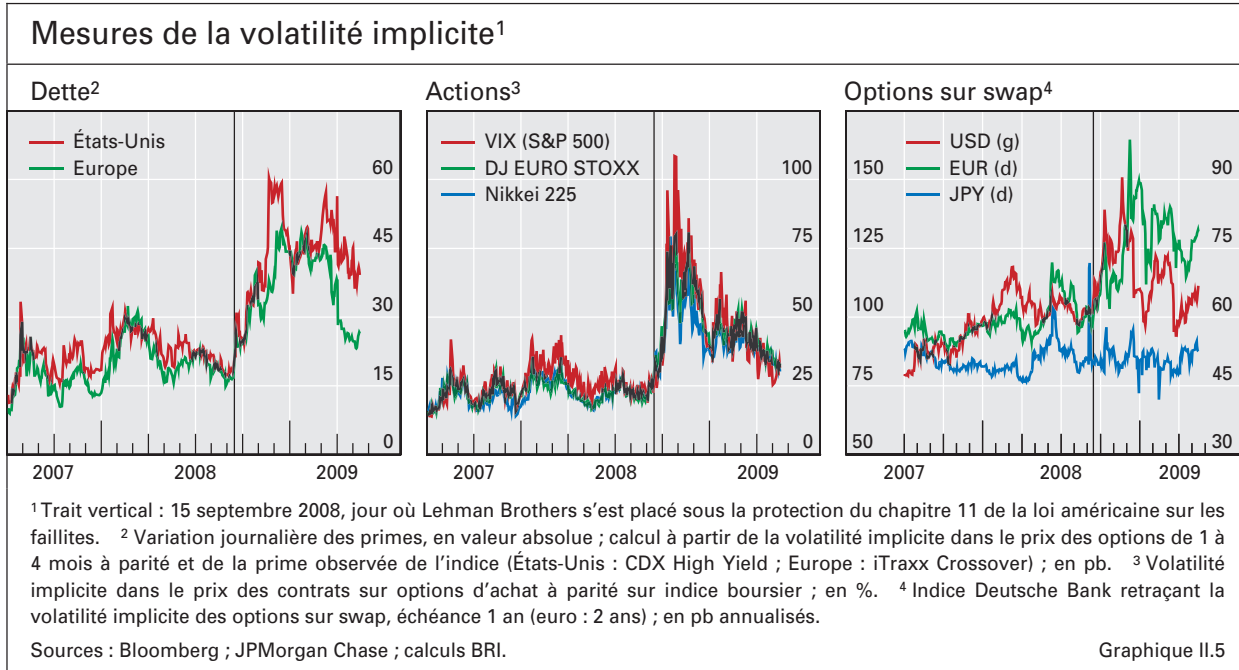
³ Pour une analyse des effets de contagion entre marché monétaire et marché des swaps cambistes, voir N. Baba et F. Packer, « Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007–08 », *BIS Working Papers*, n° 267, décembre 2008.



ces établissements se sont à nouveau inscrits en baisse et, après l'annonce par Fannie Mae et Freddie Mac, en août, de pertes trimestrielles plus importantes que prévu, ils sont tombés à des niveaux jamais observés depuis la fin des années 1980. La confiance dans la solvabilité à terme des deux organismes a disparu et, le dimanche 7 septembre, les autorités américaines en ont pris officiellement le contrôle. Cette mise sous tutelle a éliminé en grande partie le risque de crédit pour les détenteurs de titres de dette de premier rang et subordonnés émis par ces agences, mais elle a également fortement dilué le capital du fait de la nouvelle participation de l'État sous forme d'actions de préférence senior. Le recours à ce type d'intervention préfigurait les futurs plans de sauvetage des banques, mais a créé une incertitude en raison des conséquences possibles que ces mesures pourraient avoir sur les droits à remboursement des actionnaires et créanciers en fonction de leur rang de priorité respectif.

Si l'annonce de cette prise de contrôle a entraîné une baisse des primes sur MBS garantis par les agences américaines et autres instruments de dette, elle n'a pas dissipé les préoccupations plus générales pesant sur le secteur financier. Elle a rappelé, au contraire, que des pertes supplémentaires allaient s'ajouter aux quelque \$500 milliards de dépréciations d'actifs accumulées jusqu'à fin août 2008. Elle a également suggéré que les efforts mis en œuvre par les banques centrales pour se substituer aux financements de marché avaient atteint leurs limites, d'autant que les investisseurs se concentraient de plus en plus sur les questions de solvabilité. Aussi, lorsque l'attention de ces derniers s'est détournée des agences américaines de financement hypothécaire pour revenir sur les bilans bancaires, les cours des actions financières et les primes de risque ont été à nouveau mises sous pression. Tout cela n'a fait qu'aggraver les problèmes rencontrés par les banques pour reconstituer leurs

Les tensions d'ordre plus général ne se sont pas dissipées...



fonds propres et satisfaire leurs besoins de refinancement sur des marchés n'acceptant que des garanties d'excellente qualité, d'où une généralisation des tensions. Des signes de différenciation sont néanmoins apparus entre banques selon leurs modèles de fonctionnement et les conséquences de ces derniers en termes d'expositions aux actifs dépréciés, de refinancements et de recours à l'effet de levier. Dans un tel contexte, les grandes banques d'investissement ont été les plus éprouvées (graphique II.10).

...les grandes banques d'investissement...

Début septembre, les difficultés de Lehman Brothers se sont nettement amplifiées, une injection de capitaux fort attendue n'ayant pas eu lieu. La prime sur les CDS référencés sur cet établissement a bondi de près de 200 pb, à environ 500 pb, amenant l'agent de compensation à requérir des pouvoirs supplémentaires pour saisir les actifs nantis et les créanciers à court terme à réduire leurs lignes de crédit. Déjà déprimée, l'action de la société a perdu 45 % le mardi 9 septembre et a encore baissé le lendemain, en raison de la publication de mauvais résultats pour le troisième trimestre 2008. Malgré l'annonce simultanée de projets de cession de certaines activités, la société a vite paru dans l'incapacité de lever en urgence les ressources nécessaires, ce qui a conduit les marchés à anticiper une action des autorités semblable à la reprise de Bear Stearns pour le week-end suivant (13-14 septembre).

...et Lehman Brothers, en particulier, se trouvant confrontées aux problèmes les plus sérieux

La crise de confiance

Troisième phase : perte de confiance au niveau mondial (15 septembre à fin octobre 2008)

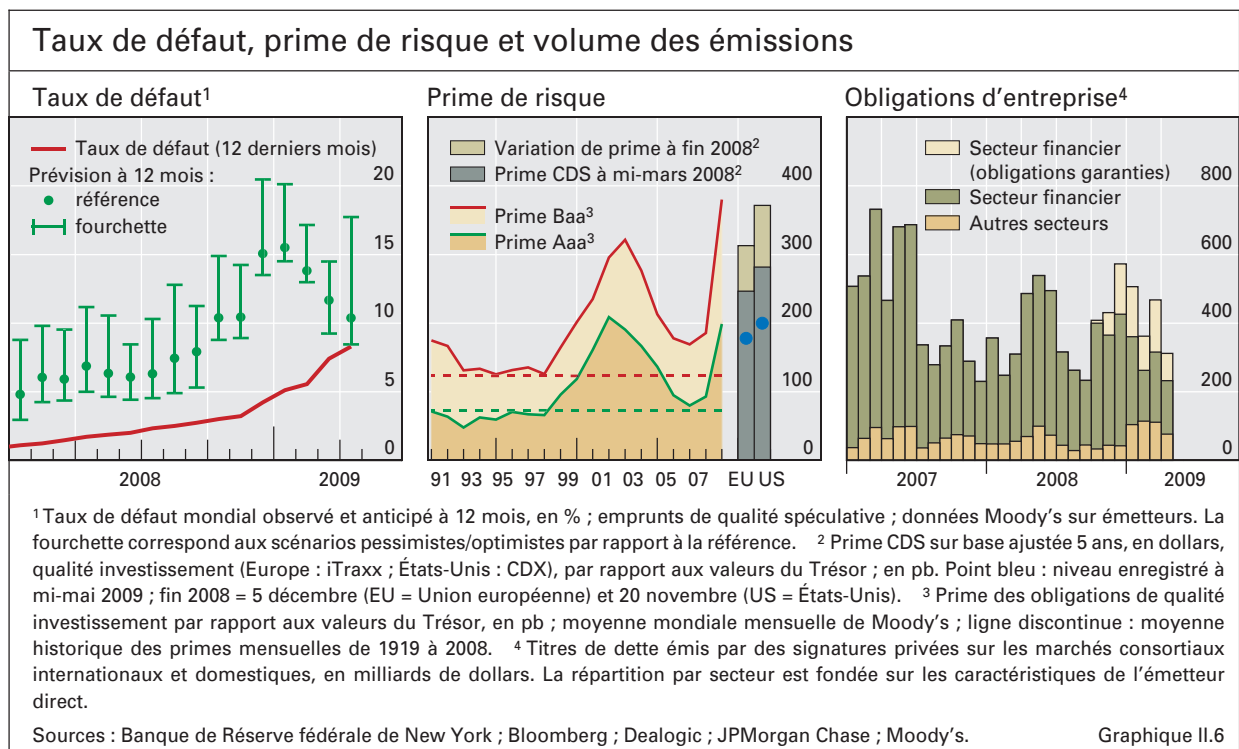
La faillite de Lehman Brothers...

Le basculement s'est opéré le lundi 15 septembre, lorsque Lehman Brothers Holdings Inc. a demandé à bénéficier de la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. Ce que beaucoup avaient espéré être une simple année de perturbations gérables s'est alors transformé en une véritable crise

mondiale. Brusquement, sur des marchés ayant perdu leurs repères, un nombre croissant d'établissements financiers s'est trouvé confronté au risque de défaut. La crise de confiance qui en a résulté s'est rapidement propagée à travers les marchés et les pays, montrant clairement que les interventions publiques devaient évoluer vers des actions de plus grande envergure, passant notamment par la recapitalisation des systèmes bancaires, et qu'elles ne pouvaient plus se limiter à des mesures de soutien de la liquidité. Simultanément, alors que les exportations des États-Unis s'effondraient et que les conditions de financement se resserraient, le caractère mondial de la crise est apparu de plus en plus évident, tout comme la nécessité d'une réaction à l'échelle internationale.

S'agissant du dépôt de bilan de Lehman Brothers, les préoccupations s'étaient concentrées sur le rôle de la société en tant que courtier et entité de référence (source du risque de défaut contre lequel les acheteurs de protection cherchent à se prémunir) sur le marché des CDS. En fait, les expositions liées aux encours de titres de dette de Lehman Brothers se sont révélées plus critiques. Trois événements ont contribué à protéger les acteurs du marché des CDS de cette faillite. Tout d'abord, une séance exceptionnelle de négociation a été organisée le dimanche 14 septembre, à la veille du dépôt de bilan, afin de permettre aux principaux opérateurs sur CDS de réduire par compensation leurs positions sur la contrepartie Lehman Brothers et de rééquilibrer leurs comptes en remplaçant les contrats résiliés. Ensuite, AIG, un grand assureur connu pour détenir plus de \$440 milliards de positions notionnelles sur CDS (souvent des transactions de type rehaussement de crédit impliquant des banques clientes) a bénéficié le 16 septembre d'un plan de soutien de l'État. Ce plan, qui sera restructuré et complété à plusieurs reprises au cours des mois suivants, a permis d'éviter la faillite brutale d'AIG ainsi qu'une répercussion des

...a provoqué une explosion du risque de contrepartie...



Les fonds de placement monétaires attisent l'instabilité au lendemain de la faillite de Lehman Brothers

La perte de confiance dans les fonds de placement monétaires en dollars a amplifié les tensions financières résultant de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. L'analyse qui suit explique pourquoi la vague de retraits massifs subie par ces fonds a coïncidé avec le repli des marchés interbancaires mondiaux.

L'enchaînement des faits avant les retraits

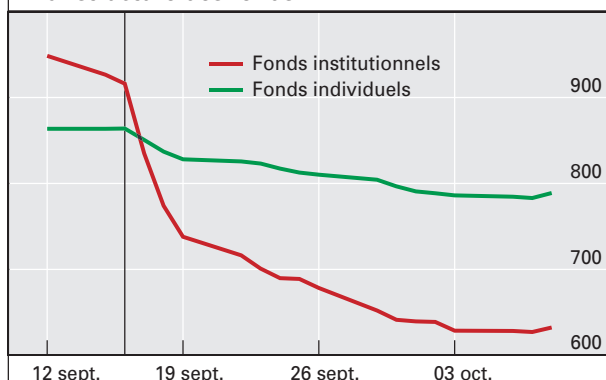
Comme l'explique plus en détail le chapitre III, les besoins globaux de financement en dollars du secteur bancaire hors États-Unis constituaient une source de fragilité pour le système financier mondial à l'approche de la crise. Les banques européennes, en particulier, avaient, au long de la dernière décennie, sensiblement renforcé leurs actifs en dollars, qui dépassaient \$8 000 milliards mi-2007. En outre, ces actifs excédaient de plus de \$800 milliards leurs passifs estimés dans la même devise, ce qui implique qu'ils se refinançaient en d'autres monnaies, d'où une forte dépendance à l'égard d'instruments comme les swaps cambistes. Les banques ont également emprunté directement sur d'autres marchés interbancaires ou ont eu recours à d'autres ressources à court terme non bancaires, tels que les fonds de placement monétaires^①.

En août 2007, lorsque les ressources bancaires en dollars ont commencé à s'assécher, les banques européennes ont de plus en plus recouru aux swaps cambistes contre monnaies européennes, poussant le coût de financement correspondant bien au-delà du Libor américain, déjà élevé (graphique II.4, cadre du milieu). En raison de ces tensions sur l'interbancaire, il devenait crucial pour les grandes banques non américaines de conserver un accès aux autres sources de financement en dollars, en particulier la plus importante : les fonds de placement monétaires. La plupart des fonds qui achètent surtout du papier privé (les *prime funds*) sont très tournés vers l'international : à mi-2008, les données sur les actifs des 15 plus grands fonds, qui totalisaient plus de 40 % des actifs des *prime funds*, montrent qu'ils avaient investi la moitié de leurs portefeuilles auprès des banques non américaines (dont environ 85 % auprès des banques européennes). Selon les estimations, les placements des fonds américains auprès des banques non américaines ont atteint quelque \$1 000 milliards mi-2008 (sur un total de plus de \$2 000 milliards d'actifs), soit plus de 15 % du total estimé des passifs en dollars des banques européennes vis-à-vis du secteur non bancaire.

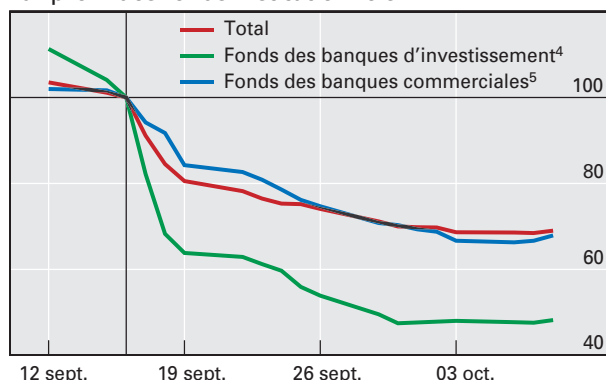
Jusqu'en septembre 2008, les financements en dollars étaient faciles à obtenir. Il semble que les fonds de placement monétaires américains aient renforcé leurs expositions directes sur les banques non américaines juste avant la faillite de Lehman Brothers. Les actifs de ces fonds ont fortement augmenté, les investisseurs se dégageant de placements à court terme moins sûrs. Les banques non américaines en ont bénéficié, les gestionnaires des principaux fonds délaissant le papier commercial pour se reporter

Fonds monétaires *prime funds* aux États-Unis : actifs¹

Par structure des fonds²



Par profil des fonds institutionnels³



¹ Trait vertical : 16 septembre 2008, lendemain du jour où Lehman Brothers s'est placé sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites et jour où Reserve Management Co a annoncé que la valeur de son produit phare et de son fonds caribéen était tombée au-dessous du nominal. ² En milliards de dollars. ³ 16 septembre 2008 = 100. ⁴ Goldman Sachs, Merrill Lynch et Morgan Stanley. ⁵ Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) et Wells Fargo.

Sources : Crane Data ; calculs BRI.

Graphique II.A

sur les certificats de dépôt afin de réduire le niveau de risque de leurs portefeuilles. Ce report semblait indiquer que ces derniers ont joué un rôle accru dans le financement en blanc des banques non américaines, qui émettaient la plus grande partie des titres détenus par ces fonds. Ce report signifiait également que tout retrait massif affectant les fonds de placement monétaires en dollars se traduirait par des difficultés de refinancement pour les banques européennes.

La fuite hors des fonds de placement monétaires américains

Le 16 septembre, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, Reserve Management Co (qui gérait la famille de fonds ayant connu la plus forte croissance des actifs au cours des années précédentes) a annoncé que, du fait de pertes sur les titres Lehman Brothers, la valeur de l'actif net de deux de ses fonds était tombée au-dessous du nominal, à 97 % pour son produit phare Reserve Primary et à 91 % pour son fonds caribéen. La décote enregistrée par Reserve Primary était sans précédent pour un fonds de premier plan et le deuxième exemple seulement pour un fonds de placement monétaire. Il s'en est suivi une vague de retraits, large bien que différenciée, semblable à une panique bancaire. Le 15 septembre, Reserve Primary recevait \$25 milliards de demandes de rachat, auxquelles se sont ajoutés \$35 milliards au 19 septembre, soit un montant de \$60 milliards sur un encours total de \$62 milliards. Bien que la valeur de son actif net soit restée supérieure aux montants investis, le fonds US Government Fund de Reserve Management Co a, quant à lui, dû honorer quelque \$6 milliards de demandes de remboursement, sur un encours total de \$10 milliards. D'autres fonds importants ont souffert de même, cependant que les titres d'État enregistraient un afflux de capitaux[Ⓞ].

Les investisseurs institutionnels ont liquidé leurs positions beaucoup plus rapidement que les particuliers. Au cours des deux jours qui ont suivi le 16 septembre, les premiers ont retiré \$142 milliards de 102 grands fonds institutionnels, soit 16 % des actifs sous gestion de ces derniers (graphique II.A, cadre de gauche). Dans le même temps, ils ont souscrit pour \$54 milliards à des fonds de placement en titres d'État, un pourcentage d'augmentation similaire. Les particuliers se sont dégagés des fonds pour un montant plus modeste de \$27 milliards (soit 3 % du total des actifs) et ont acheté \$34 milliards nets de titres d'État.

Les grands fonds institutionnels gérés par les banques d'investissement encore actives et les petits gestionnaires indépendants qui suscitaient l'inquiétude des investisseurs ont subi les retraits les plus importants. Au cours de ces deux journées, les demandes de rachat auprès des plus grands fonds gérés par les trois principales banques d'investissement restantes représentaient de 20 % à 38 % des actifs sous gestion, soit bien au-delà de la moyenne de 16 %. À l'inverse, les principaux fonds gérés par les filiales de sept grandes banques ont honoré dans la même période des demandes de rachats comprises entre 2 % et 17 % de leurs actifs sous gestion (graphique II.A, cadre de droite).

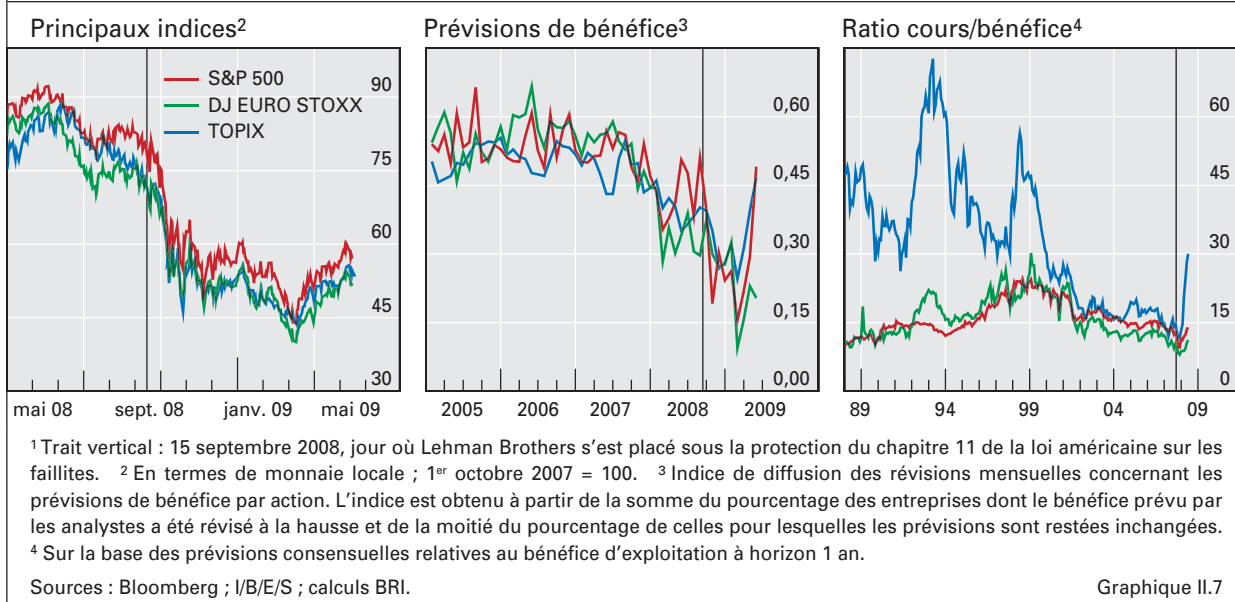
La fuite vers la sécurité, matérialisée par le report sur les titres d'État et par des réallocations de portefeuille, a ravivé la demande de valeurs du Trésor, de titres des agences fédérales et de prises en pension, au détriment du papier commercial et des certificats de dépôt bancaires. Les titres en pension détenus par les fonds les plus importants (11 % de leurs portefeuilles) ne suffisaient même pas à satisfaire les demandes de retrait des deux premières journées. La liquidation des pensions a allongé les échéances moyennes et conduit les fonds à ne réinvestir qu'à très court terme.

La vague de retraits hors des fonds de placement monétaires a donc menacé d'entraîner des dégagements massifs sur le marché du papier commercial, puis sur celui des certificats de dépôt et, par conséquent, sur les titres émis par les banques non américaines. Elle a déstabilisé les marchés mondiaux du refinancement bancaire, déjà en proie à de vives tensions. Les actions entreprises par les autorités pour mettre un terme à ces retraits, et la substitution des financements publics aux financements privés, sont évoquées au chapitre VI.

[Ⓞ] P. McGuire et G. von Peter, « The US dollar shortage in global banking », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009. [Ⓞ] N. Baba, R. McCauley et S. Ramaswamy, « US dollar money market funds and non-US banks », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009.

risques relatifs aux CDS sur les bilans des clients, dans un environnement déjà fragilisé. Enfin, les expositions aux CDS référencés sur Lehman Brothers se sont avérées plus faibles que prévu, se soldant finalement par un règlement net relativement modeste d'environ \$5,2 milliards effectué sans aucun problème fin octobre. En conséquence, l'infrastructure du marché des CDS a plutôt bien résisté. Cependant, durant les quelques jours qui ont immédiatement précédé

Marchés d'actions : indicateurs¹



le dépôt de bilan, l'opacité du marché s'est ajoutée aux incertitudes entourant l'action des pouvoirs publics, amplifiant les tensions sur les marchés des refinancements⁴. Ceux-ci ont alors été éprouvés par les pertes subies sur les positions prises par certains fonds de placement monétaires liées aux obligations à court et moyen terme émises par Lehman Brothers.

Le caractère systémique des expositions de ces établissements est véritablement apparu lorsque Reserve Primary, un des principaux fonds américain, a passé en pertes plus de \$780 millions de titres de dette de Lehman Brothers (encadré), devenant ainsi le premier grand fonds de placement monétaire à faire état d'un actif net inférieur à un dollar pour chaque dollar investi. Cet événement a déclenché une vague sans précédent de retraits sur cette catégorie de fonds (de type « panique bancaire ») – contraignant les gestionnaires à liquider des actifs sur des marchés pratiquement illiquides. Bien qu'inégales d'un fonds à l'autre, les tensions se sont rapidement propagées aux marchés du papier commercial et des certificats de dépôt, sur lesquels les fonds de placement monétaires jouent un rôle majeur. Les émissions de titres monétaires sans garanties ont enregistré les plus grosses sorties : l'encours total du papier commercial aux États-Unis a chuté de plus de \$325 milliards entre le 10 septembre, où il totalisait environ \$1 760 milliards, et le 22 octobre (graphique II.4, cadre de droite). Les banques étrangères ainsi que les établissements américains ne disposant pas de leur propre base de dépôts de détail ont ainsi perdu l'accès à une source importante de financement au moment où ils avaient besoin de soutenir (ou d'intégrer à leur bilan) les fonds de placement monétaires dont ils étaient les promoteurs. En conséquence, la demande de fonds interbancaires en dollars s'est envolée, causant la paralysie des marchés monétaires et du crédit à court terme.

...les retraits sur les fonds de placement monétaires effectués par les investisseurs...

⁴ Pour plus de détails, voir *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2008, pp. 6–7.

Les perturbations se sont très vite étendues à l'ensemble du système financier mondial. En raison de la rétention de liquidité pratiquée par les banques, l'écart Libor-OIS dollars est passé d'environ 80 pb début septembre, niveau déjà élevé, à près de 250 pb en fin de mois. D'autres marchés, tels que ceux de l'euro et de la livre sterling, ont subi des turbulences semblables. Les swaps cambistes ont été particulièrement affectés, car la majoration des primes de risque sur le secteur financier et l'augmentation de la demande mondiale de liquidités en dollars ont fait monter le coût implicite des financements en dollars à des sommets historiques par rapport au Libor (graphique II.4). La viabilité même de certains participants majeurs a été brusquement remise en question et la perception du risque de contrepartie s'est exacerbée. L'indice de référence américain sur contrats CDS a bondi, sur la seule journée du 15 septembre, de 42 pb pour la qualité investissement et de 118 pb pour la catégorie haut rendement (graphique II.3). Dans les autres grandes économies, les primes de risque ont enregistré des hausses comparables, évoluant en parallèle avec les marchés américains. Les cours des actions ont cédé quelque 4 % aux États-Unis et en Europe le jour de la faillite de Lehman Brothers et poursuivi leur baisse jusqu'au 17 septembre (graphique II.7).

...se propageant rapidement à tout le système financier

Dans ce contexte de tensions systémiques extrêmes, les autorités ont redoublé d'initiatives. Le 18 septembre, la banque britannique HBOS a été contrainte, à l'initiative des pouvoirs publics, de fusionner avec l'une de ses concurrentes. Dans le même temps, afin d'atténuer les pressions sur les valeurs boursières du secteur financier, les autorités gouvernementales britanniques ont suspendu les ventes à découvert, une mesure que les États-Unis adopteront le lendemain. De leur côté, les grandes banques centrales ont réagi par une nouvelle vague d'actions concertées pour remédier à la pénurie de financements à court terme en dollars. Le 19 septembre, le Trésor américain annonçait l'octroi d'une garantie temporaire aux investisseurs en fonds de placement monétaires afin d'endiguer les retraits. Les sorties se sont alors ralenties, le total des actifs finissant même par remonter à un niveau antérieur à celui du 15 septembre.

Malgré une première série de mesures des autorités...

Après la réaction initiale à la faillite de Lehman Brothers, les marchés se sont redressés mais les pressions sur les banques et autres entreprises financières ne se sont pas atténuées. Grâce aux premiers détails d'un plan de \$700 milliards mis au point par le gouvernement américain pour retirer les actifs dépréciés du bilan des établissements financiers, les primes de risque sont redescendues, pour un temps, des sommets atteints en cours de semaine. Les marchés des actions se sont également repris, aidés en partie par la nouvelle interdiction des ventes à découvert. Le 19 septembre, l'indice S&P 500 faisait un bond de 4 %, plusieurs actions bancaires très en vue se revalorisant encore davantage, et les bourses européennes gagnaient plus de 8 %. Toutefois, dans le but de mettre fin aux transferts à des tiers de positions de contreparties et de fonds de clientèle, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont obtenu des autorités américaines, le dimanche 21 septembre, l'autorisation de se transformer en holdings bancaires. La semaine suivante, les autorités prenaient le contrôle de la caisse d'épargne américaine Washington Mutual.

...les pressions sur le secteur financier n'ont pas diminué...

...nécessitant des mesures de soutien dans de plus en plus de pays

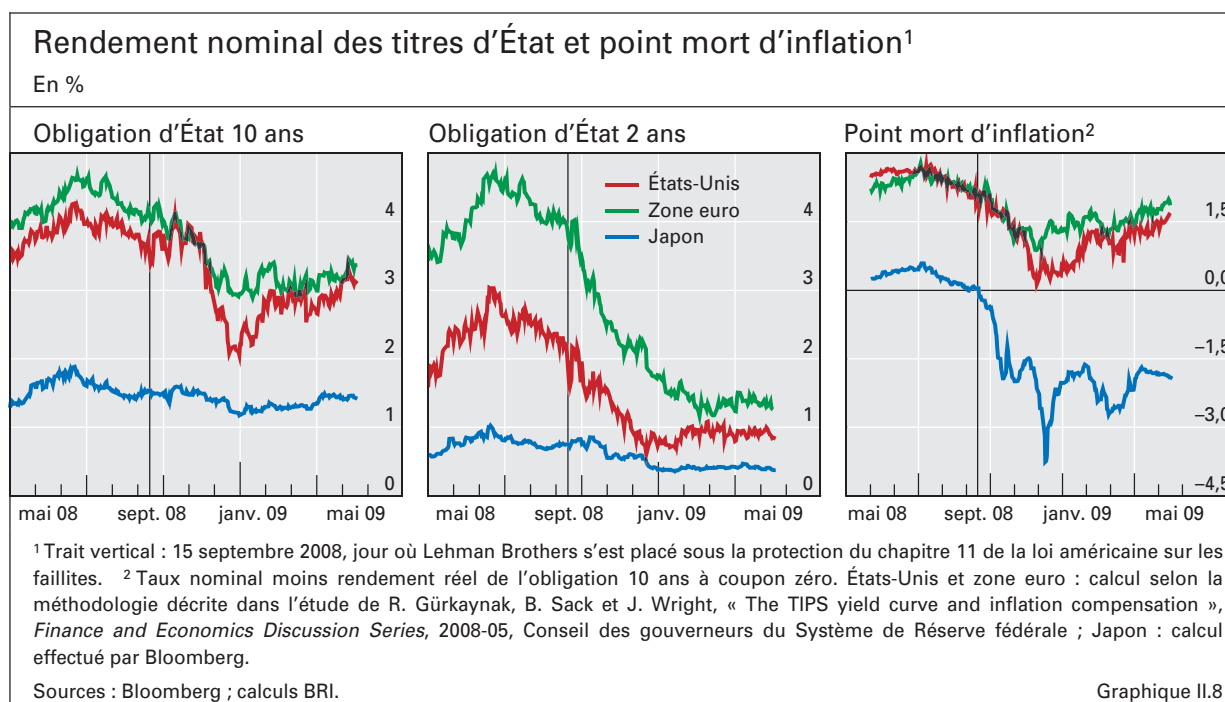
Les événements survenus le lundi 29 septembre ont fourni la preuve même de la profondeur et de l'ampleur de la crise. Ce jour-là, en effet, les autorités de plusieurs pays européens ont dû intervenir pour contrer les menaces pesant sur la stabilité de certains établissements au sein de leurs systèmes bancaires respectifs. À l'issue de négociations tenues pendant le week-end, le Royaume-Uni a décidé de nationaliser l'établissement hypothécaire Bradford & Bingley, tandis que la société de bancassurance Fortis bénéficiait d'une injection de fonds propres apportés par trois États européens. Le même jour, Hypo Real Estate, une société allemande spécialisée dans le crédit immobilier commercial obtenait, avec l'aide des autorités, une ligne de crédit complétée par la suite par d'autres mesures de soutien.

Perte de confiance dans la stabilité des banques...

Malgré ces initiatives, le système bancaire n'inspirait plus confiance et sa stabilité était mise en doute. Les marchés financiers attendaient une approche globale des autorités. Ce même 29 septembre, lorsque la Chambre américaine des représentants a rejeté le premier plan de sauvetage du secteur financier domestique proposé par le Trésor (une version révisée sera votée à la fin de cette semaine-là), la réaction du marché ne s'est pas fait attendre : le S&P 500 s'est inscrit en recul de 8,8 %, sous l'effet, cette fois encore, des valeurs financières, tandis que d'autres indices affichaient des baisses comparables, portant les pertes cumulées à environ 30 % fin octobre. Les marchés de la dette ont également été soumis à des tensions extrêmes, les primes sur les principaux indices CDS dépassant les sommets atteints juste après la faillite de Lehman Brothers. Les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté (graphique II.8) et la volatilité a atteint des niveaux records pour toutes les catégories d'actifs (graphique II.5), alors que l'aggravation de la crise provoquait une fuite généralisée vers la qualité.

...à l'échelle mondiale...

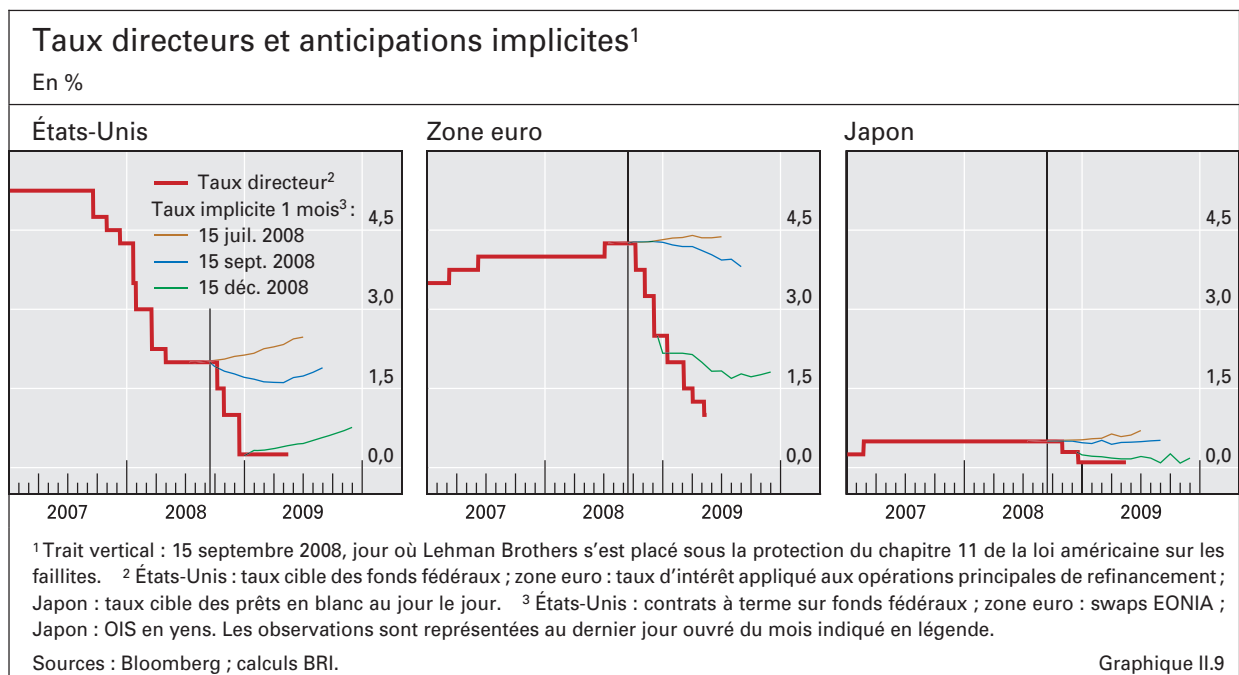
Les Écém ont été de plus en plus aspirées dans la tourmente, malgré des expositions directes connues pour être modestes à l'égard des actifs



dépréciés. Les performances de leurs marchés boursiers, mesurées par l'indice MSCI, qui avaient dépassé celles des pays industriels entre août 2007 (début de la crise) et mai 2008, ont régressé de quelque 28 % en monnaie locale entre la mi-mai et la veille de la faillite de Lehman Brothers (contre un repli de 12 % environ pour le S&P 500). Jusque-là, les pertes avaient essentiellement résulté des effets de la crise sur la demande d'exportations, tant directement qu'à travers l'incidence de la baisse de la demande sur les prix des produits de base (chapitre V). À la suite de la faillite de Lehman Brothers, la contraction de la valeur des actifs de l'ensemble des ÉcÉm s'est accentuée : les craintes concernant la stabilité des systèmes bancaires des grandes économies ont suscité des préoccupations quant à l'effondrement de la croissance mondiale, au recul des cours des produits de base et à la disponibilité des sources de financement externes. En conséquence, les primes des signatures souveraines se sont considérablement élargies et les actions, qui ont suivi la chute de celles des pays industriels, se sont affaiblies nettement plus que lors des précédentes périodes de turbulence (graphique II.11).

Alors que les tensions avaient été particulièrement vives pour les pays considérés par les investisseurs comme les plus vulnérables, des liquidations systématiques commencèrent à apparaître en octobre. Des préoccupations liées à l'accès aux financements étrangers se sont fait sentir dès le début du mois, lorsque l'effondrement quasi simultané de trois banques islandaises a conduit les investisseurs internationaux à réévaluer leurs expositions envers les pays présentant un déficit important des paiements courants et des besoins de financement correspondants, notamment ceux d'Europe centrale et orientale (chapitre V). Ces dernières années, une part notable des entrées de capitaux sur les marchés dotés d'un système bancaire à dominante étrangère (ouvrant l'accès à d'importantes réserves de dépôts en devises) avait pris la forme de prêts en devises aux entreprises et aux ménages.

...avec les actifs des ÉcÉm entraînés...



...dans une chute de plus en plus généralisée

Compte tenu des événements, les bailleurs de fonds se sont montrés plus réticents à renouveler les prêts existants ou à en accorder de nouveaux. En outre, alors que des dysfonctionnements commençaient à affecter des pans entiers du système financier mondial, la chute des prix des actifs financiers dans les pays industriels s'est traduite de plus en plus par d'importantes sorties de capitaux hors des ÉcÉm de la part des banques et des fonds d'investissement. Les pressions sur les prix des actifs se sont accentuées et la volatilité s'est faite plus vive, ce qui a amplifié les dégagements, malgré les efforts de banques centrales des ÉcÉm pour accroître leurs opérations de prêt en monnaie nationale et en devises et, dans plusieurs pays, malgré l'annonce de garanties totales ou partielles sur les dépôts bancaires. En définitive, l'indice MSCI marchés émergents a perdu environ 40 % par rapport à son niveau juste avant la faillite de Lehman Brothers, pour retrouver des niveaux remontant à octobre 2004.

Crise de confiance jugulée...

Cette profusion sans précédent d'initiatives publiques a pris de plus en plus la forme d'une approche concertée, de sorte que, à la mi-octobre 2008, des signes montrant que la crise de confiance avait enfin été jugulée sont apparus sur les marchés. Le 8 octobre, les autorités du Royaume-Uni ont adopté une gamme complète de mesures visant à recapitaliser les banques britanniques. Cette décision a été suivie par la toute première série de réductions coordonnées des taux directeurs de six grandes banques centrales, parmi lesquelles la BCE, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale. Les efforts engagés pour mettre en œuvre d'autres actions de grande envergure se sont poursuivis la semaine suivante : le 13 octobre, par exemple, la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales ont augmenté leurs lignes de swap pour faire face à toute demande de financements en dollars ; le même jour, les pays membres de la zone euro annonçaient conjointement l'octroi de garanties et des injections de liquidité destinés à stabiliser le secteur bancaire. Le 14 octobre, le Trésor américain déclarait à son tour qu'il utiliserait \$250 milliards sur les \$700 milliards du plan de sauvetage déjà voté pour recapitaliser les principales banques. Des volumes importants de dette de premier rang émise par des institutions financières étant devenus de fait des titres quasi souverains, les investisseurs ont baissé les primes de risque du secteur financier, qui ont ainsi quitté les sommets atteints précédemment au cours de la période examinée (graphique II.10, cadre de gauche).

...grâce aux actions coordonnées des autorités...

...et apparition de signes d'accalmie

Des signes d'accalmie étaient aussi observés sur d'autres marchés. Après avoir culminé à 364 pb le 10 octobre, l'écart Libor-OIS dollar 3 mois s'est réduit peu à peu, finissant au-dessous de 100 pb en janvier 2009 (graphique II.4, cadre de gauche). Les primes Libor-OIS euro et livre sterling ont suivi une évolution similaire indiquant que les marchés interbancaires commençaient à se stabiliser. Dans le même temps, les principaux indices boursiers paraissaient se redresser, temporairement tout au moins, après les plus bas atteints fin octobre. Une amélioration se dessinait également dans les ÉcÉm : certains pays étaient en effet parvenus à obtenir une aide du FMI et d'autres instances internationales, et la conclusion d'accords de swap en dollars entre la Réserve fédérale et les autorités monétaires de grandes ÉcÉm était annoncée le 29 octobre. Les prix des actifs demeuraient toutefois soumis à des

pressions liées à des faiblesses propres à chaque pays, contribuant aux mauvais résultats des indices obligataires et boursiers en Europe émergente (graphique Il.11, cadres de gauche et du milieu).

Répercussions macroéconomiques et financières mondiales

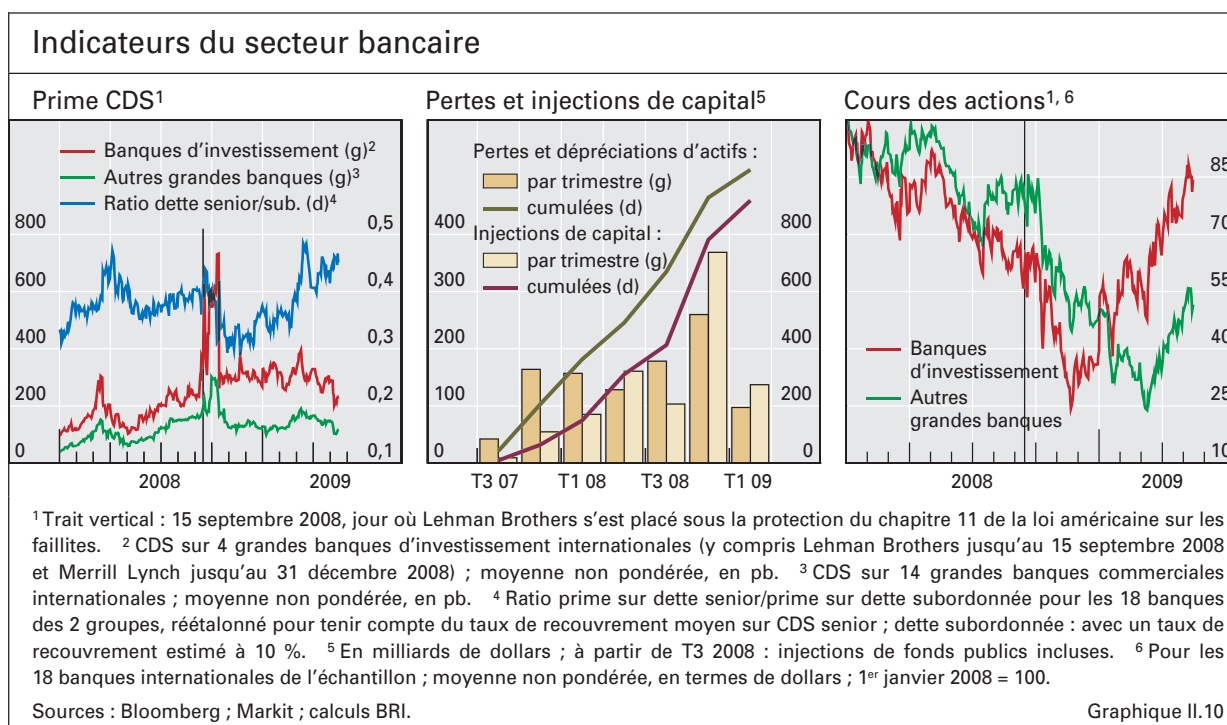
Quatrième phase : les investisseurs focalisés sur le ralentissement de l'économie mondiale (fin octobre 2008 – mi-mars 2009)

La phase suivante, qui débute fin octobre, s'est caractérisée par des incertitudes concernant à la fois la stabilité du secteur financier et la probabilité d'une récession mondiale aggravée. Malgré la fin de la crise de confiance généralisée, les autorités ont poursuivi leurs actions à l'échelle internationale pour soutenir le fonctionnement des marchés et atténuer le choc de la contraction soudaine de l'activité. Cependant, étant donné le manque de précisions de ces mesures, des interrogations subsistaient au sujet de leur conception, leur impact et leur cohérence. Aussi les marchés financiers ont-ils été perturbés par la publication de données macroéconomiques et de résultats de plus en plus défavorables, de brèves périodes d'optimisme survenant souvent après l'annonce de nouvelles interventions des pouvoirs publics.

Les craintes de récession au centre des préoccupations...

Les craintes de récession sont clairement apparues dans l'évolution des rendements des obligations d'État, qui ont maintenu leur tendance baissière en novembre et décembre. Aux États-Unis et dans la zone euro, les réductions des taux directeurs et la recherche de la sécurité ont fait chuter le rendement à 2 ans, ramené respectivement au-dessous de 1 % et 2 % mi-décembre (graphique Il.8, cadre du milieu). Le rendement des titres américains à 10 ans a atteint pour sa part un plus bas historique proche de 2,05 % le 30 décembre

...avec la baisse des rendements...



...l'ajustement des anticipations d'inflation...

(le record précédent, établi en 1941, avoisinait 2,10 %). Parallèlement, les anticipations sur l'évolution à très court terme des taux directeurs ont été révisées en baisse. Dans le même temps, la valeur des contrats à terme sur fonds fédéraux traduisait des attentes de taux bas et généralement stables aux États-Unis pour la majeure partie de 2009, en conformité avec les prévisions de croissance médiocre, voire négative, sur les trimestres à venir. Dans la zone euro, les prix des swaps de taux anticipaient un nouvel abaissement des taux de la BCE au cours des douze mois suivants, témoignant notamment du rythme relativement lent des ajustements effectués par cette institution depuis le début de la crise. Au Japon, où le taux directeur avait été réduit fin octobre, les taux à terme traduisaient des anticipations de *statu quo* pour une bonne partie de 2009. De même, le point mort d'inflation (c'est-à-dire la différence de rendement entre obligations nominales et indexées) était conforme aux anticipations de désinflation rapide, notamment sur les horizons courts. Simultanément, son évolution à long terme semblait répondre essentiellement à des facteurs techniques tels que le recours aux bons du Trésor (non indexés) comme valeurs refuges et la hausse de la prime de liquidité sur les obligations indexées. En raison de leur connotation pessimiste, ces facteurs ont limité l'utilité du point mort d'inflation sur horizon long comme indicateur des anticipations d'inflation (graphique II.8, cadre de droite)⁵.

Les marchés de la dette comme ceux des actions se sont quelque peu repris début 2009, les initiatives antérieures des autorités commençant à donner des résultats. Une amélioration était ainsi perceptible dans le secteur sinistré de la titrisation aux États-Unis, où les primes sur les obligations et les MBS des agences fédérales ainsi que celles sur les titres adossés à des prêts à la consommation se sont réduites sous l'effet de diverses mesures de soutien annoncées à la suite de la première initiative dans ce sens de la Réserve fédérale, le 25 novembre (graphique II.2, cadre de droite).

...et le recul des prix des actifs

Cependant, lorsque l'ampleur du ralentissement de l'économie mondiale est devenue pleinement évidente en janvier 2009, les prix des actifs financiers se sont remis à baisser. Alors que la publication des mauvais chiffres du quatrième trimestre confirmait la pire récession depuis des décennies (chapitre IV), les marchés ont à nouveau décliné. Les grands indices boursiers sont retombés en liaison avec les annonces de mauvais résultats, et ce jusqu'en mars où ils se sont retrouvés au-dessous de leurs minima de novembre (graphique II.7, cadres de gauche et du milieu) : le 9 mars, le S&P 500 chutait autour de 676 points, son plus bas niveau depuis octobre 1996. Les marchés obligataires ont également connu un nouvel accès de faiblesse, le ralentissement persistant de l'activité laissant présager une nouvelle dégradation de la qualité du crédit. Au Japon, l'élargissement particulièrement marqué des primes (graphique II.3, cadre de gauche) a été accentué par les effets de composition des index en termes de secteurs et de qualité du crédit ainsi que par le faible niveau de la liquidité de marché.

⁵ Pour plus de détails, voir *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 18-19.

Les ÉcÉm ont été soumises à des pressions du même ordre. Les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre ont confirmé les effets de plus en plus néfastes de la crise financière sur les économies dont la croissance dépendait jusque-là des exportations, plus particulièrement en Asie. Ainsi, le PIB de la Corée a cédé plus de 3 % en glissement annuel et la Chine a annoncé un ralentissement supérieur à 4 points de pourcentage sur la même période, sous l'effet notamment de la baisse de la demande d'exportations (chapitre V). Reflétant les problèmes du secteur financier, l'effondrement des flux commerciaux a sans doute été aggravé par les préoccupations concernant le risque de contrepartie entre banques impliquées dans le financement du commerce et par les perturbations correspondantes dans les flux nets de crédits commerciaux entre pays exportateurs et importateurs. La chute des exportations a affecté, à son tour, les prix des actifs. Cependant, la situation a été plus nuancée selon les pays et les régions qu'au cours de la crise de confiance de septembre et début octobre 2008 (graphique II.11, cadres de gauche et du milieu). Cette différenciation a permis d'en atténuer certains effets sur les indices boursiers d'ensemble des marchés émergents, qui se sont généralement mieux comportés durant la quatrième phase de la crise que ceux des pays industrialisés. Par exemple, l'indice MSCI marchés émergents, en baisse pourtant depuis début janvier, n'est pas retombé à ses minima de fin octobre, les mauvais résultats des économies d'Europe émergente ayant été compensés par ceux d'autres régions (graphique II.11, cadre du milieu).

L'effondrement des exportations a pesé sur les actifs des ÉcÉm...

La persistance de difficultés dans le secteur financier a également contribué au nouvel accès de faiblesse des marchés des actions et des obligations dans les pays industrialisés. Début 2009, des signes montraient que le secteur n'avait pas durablement renoué avec la stabilité, malgré des injections d'un montant total de \$925 milliards de capitaux privés et publics depuis le troisième trimestre 2007 (graphique II.10, cadre du milieu). Les pertes d'une importante banque allemande ont dû être couvertes par un renflouement de l'État, le 8 janvier, et des initiatives semblables ont ensuite été prises dans plusieurs pays européens ainsi qu'aux États-Unis. Ce sont donc les primes de risque du secteur financier et les actions qui ont entraîné la détérioration des indices globaux enregistrée jusqu'en mars (graphique II.7).

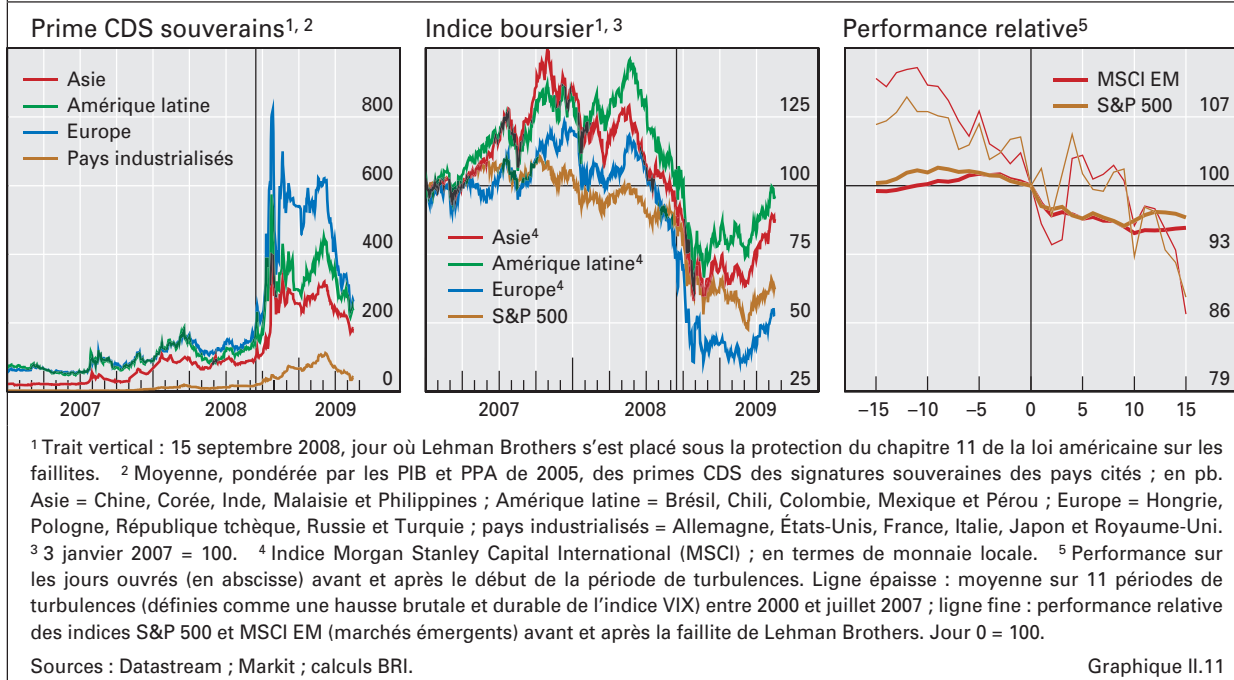
...et le secteur financier a connu un nouvel accès de faiblesse...

Dans le même temps, les garanties publiques existantes et les anticipations de nouvelles mesures de soutien ont généralement limité les fluctuations des primes de risque. Les garanties de l'État expliquent en partie l'augmentation des émissions de dette du secteur financier (graphique II.6, cadre de droite), mais l'anticipation du soutien des pouvoirs publics a cessé de se traduire par la réduction des primes de risque. Contrairement à ce qui s'était passé fin 2008, la portée de ces mesures et leur incidence éventuelle sur les portefeuilles de dette sont apparues de plus en plus incertaines aux yeux des investisseurs. Des incertitudes similaires ont également contribué par moments à d'importantes différences de tarification entre les instruments de fonds propres, signe que les taux de recouvrement anticipés avaient été modifiés par les

...dans un contexte d'incertitudes persistantes sur la portée...

...et les implications des mesures de soutien

Économies émergentes : indicateurs



interventions publiques (graphique II.10, cadre de gauche). De fortes décotes sur les titres de dette subordonnée ont, à leur tour, incité de nombreuses banques à racheter ces titres et à renforcer leurs fonds propres en accroissant ainsi leurs réserves. Par ailleurs, les cours des actions des anciennes banques d'investissement ont dépassé ceux du secteur bancaire dans son ensemble, différence qui correspondait à l'amélioration des fonds propres et qui laissait penser que la détérioration de la situation économique avait contribué à recentrer les préoccupations relatives aux risques bancaires sur le portefeuille bancaire au lieu du portefeuille de négociation (graphique II.10, cadre de droite, et chapitre III).

Des indications selon lesquelles les programmes de sauvetage de grande envergure du secteur financier et les plans de relance de l'économie commençaient à peser sur les finances publiques ont contribué à accroître l'incertitude. Les primes des CDS sur émetteurs souverains des pays industrialisés, qui avaient commencé à s'accroître dès la mise en œuvre des premières mesures à l'été 2008, ont continué d'augmenter jusqu'en mars (graphique II.11, cadre de gauche). Cette hausse correspondait à un renforcement des engagements budgétaires, l'évolution des corrélations au sein du groupe des émetteurs souverains laissant d'ailleurs supposer l'existence d'un puissant dénominateur commun. En particulier, la corrélation entre les primes des CDS souverains et celles de la dette de premier rang du secteur financier s'est accrue par rapport à la période précédant la faillite de Lehman Brothers. Cette évolution accrédirait la thèse des investisseurs selon laquelle les autorités des principaux pays avaient repris à leur compte les risques d'une grande partie du secteur bancaire, sans nécessairement refléter les spécificités nationales de ces engagements. Des évolutions comparables ont été observées sur

Élargissement des primes des CDS sur émetteurs souverains...

...les investisseurs étant convaincus que les autorités avaient garanti les risques du secteur bancaire

les marchés des obligations d'État où l'ampleur des émissions à venir avait commencé à compenser les pressions à la baisse exercées sur les rendements par la recherche de valeurs refuges et les perspectives économiques (graphique II.8).

Cinquième phase : premiers signes de stabilisation (à partir de mi-mars 2009)

Les événements ont pris un tour différent à la mi-mars. La volatilité a diminué et les prix des actifs sont remontés, de nouvelles mesures plus déterminées amenant les marchés à un certain optimisme en dépit de perspectives macroéconomiques et financières toujours négatives dans l'ensemble. Dans le même temps, et malgré la confirmation d'une amélioration sur plusieurs marchés, des signes de dysfonctionnement et des distorsions correspondantes subsistaient, ce qui donnait à penser que les efforts conjugués des gouvernements et des banques centrales n'avaient pas encore pleinement restauré la confiance dans le système financier mondial. Le processus de normalisation serait vraisemblablement long et exposé à des risques importants.

Les événements ont pris un tour différent...

La hausse de la valeur des actifs a résulté pour beaucoup de l'effet de confiance produit par l'extension annoncée des types et quantités d'actifs que les grandes banques centrales étaient prêtes à acheter en prise ferme. Début mars, la Banque d'Angleterre a annoncé un plan de rachat d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État. Le 18 mars, la Réserve fédérale, à son tour, déclarait qu'elle allait acquérir jusqu'à \$300 milliards de titres à long terme du Trésor. Dans la perspective d'un surcroît de demande, le rendement 10 ans a cédé 47 pb, son recul le plus marqué sur un jour depuis plus de vingt ans. Les rendements à plus court terme se sont également repliés, tout comme ceux des obligations d'État japonaises après l'annonce le même jour d'une majoration de 29 % du montant annuel consacré aux achats fermes de tels titres. Dans la zone euro, la spéculation sur l'adoption de mesures semblables par la BCE a aussi influencé les rendements obligataires, malgré la marge procurée par le niveau des taux directeurs, qui restait supérieur à celui des autres grandes économies (graphique II.9). Même si ces baisses de rendements se sont ensuite rapidement inversées, tous ces achats ont compensé, du moins temporairement, les pressions résultant de l'offre croissante d'obligations d'État (graphique II.8). Des effets d'annonce analogues (chapitre VI) ont été observés sur les marchés des titres américains adossés à des crédits à la consommation, où le soutien apporté par les programmes publics avait contribué au resserrement des primes (graphique II.2, cadre de droite). Il en sera de même plus tard en Europe, à la suite de l'annonce début mai que la BCE allait commencer à acheter des obligations sécurisées libellées en euros (tableau II.1).

...quand de nouvelles mesures des autorités...

Les autres marchés d'actifs se sont également redressés, à partir de niveaux très bas il est vrai. Les achats d'obligations annoncés ont renforcé l'optimisme suscité plus tôt dans le mois par la publication, les 10 et 11 mars, de chiffres satisfaisants sur les grandes banques américaines. En conséquence, les marchés des actions et des obligations sont remontés, tirés une fois de plus par le secteur financier. Les deux marchés ont consolidé ces

...et une amélioration du secteur financier...

...ont soutenu les marchés

gains les semaines suivantes, grâce à la conjonction de trois facteurs : l'annonce de nouvelles mesures des autorités ; le sentiment des investisseurs convaincus que les initiatives lancées lors du sommet du G 20 à Londres contribueraient à stimuler l'économie mondiale ; les solides résultats de grandes banques et entreprises au premier trimestre. Également conforté par l'amélioration timide des principaux indicateurs macroéconomiques, le S&P 500 a augmenté de 29 % entre le 9 mars et fin avril, tandis que d'autres grands indices enregistraient des progressions analogues. Les actifs des ÉcÉm ont également gagné du terrain pendant cette période, sous l'effet de développements favorables sur des marchés clés, tels que la Chine, et du rebond des cours des actions en Europe émergente, où la performance des indices régionaux larges a dépassé celles des pays industrialisés (graphique II.11, cadre du milieu).

Cependant, des signes persistants de dysfonctionnement...

Toutefois, malgré ces évolutions positives, la persistance de risques au sein du secteur financier était soulignée par des signes toujours présents de dysfonctionnement des marchés. Si les injections répétées de liquidité par les banques centrales et l'octroi de garanties des autorités avaient contribué à apaiser l'interbancaire et à réduire la prime Libor-OIS, les niveaux de cette dernière sont restés nettement supérieurs à ceux enregistrés avant le début de la crise, en 2007, en raison notamment d'incertitudes tenaces concernant l'ampleur et l'efficacité des soutiens officiels (graphique II.4, cadre de gauche). De plus, les taux à terme ont montré que les investisseurs n'anticipaient qu'une amélioration limitée de cette prime jusqu'à fin 2009. Des préoccupations du même ordre ont pesé sur les marchés de la dette. Les écarts de prix entre contrats CDS et obligations correspondantes sur le marché au comptant, appelés différentiels CDS-comptant, étaient devenus exceptionnellement négatifs au lendemain de la faillite de Lehman Brothers. Les arbitrages, qui tendent normalement à réduire les écarts de prix, exigent des investisseurs un engagement en termes de financement et de fonds propres. L'importance des écarts démontrait donc la persistance de contraintes de bilan et le maintien de fortes primes de liquidité sur l'ensemble des marchés (graphique II.3, cadre de droite)⁶.

...suggèrent que le processus de normalisation est loin d'être achevé

À la mi-mai, les conditions de marché demeuraient fragiles, malgré de nouveaux gains sur diverses catégories d'actifs à la suite des tests de résistance mis en œuvre par les autorités américaines. Des interventions publiques sans précédent avaient permis d'enrayer la crise financière, mais le processus de normalisation était loin d'être achevé. En l'absence d'une stabilisation durable du secteur financier, une reprise soutenue demeurait improbable. Des interrogations subsistaient sur la capacité des mesures passées et futures à maintenir la tendance favorable des marchés (chapitre VI). Les réductions substantielles des taux directeurs et des rendements témoignaient de la détermination des autorités ainsi que de la

⁶ Au nombre des facteurs influençant normalement le différentiel CDS-comptant figurent les contraintes de financement, le risque de contrepartie et les conditions relatives de liquidité. Voir J. De Wit, « Exploring the CDS-bond basis », *National Bank of Belgium Working Papers*, n° 104, novembre 2006.

détérioration de l'environnement macroéconomique (graphiques II.8 et II.9). La capitalisation des grands marchés boursiers était inférieure d'environ 45 % au niveau atteint en octobre 2007 et les valorisations, mesurées par les prévisions de ratios cours/bénéfice, avaient retrouvé leurs niveaux du début des années 1990 (graphique II.7, cadres de gauche et de droite). Les primes de risque, bien que sensiblement réduites par rapport à leurs maxima, étaient encore historiquement élevées, reflétant des anticipations de fortes hausses des taux de défaut et des pertes associées sur les portefeuilles d'obligations et de prêts (graphique II.6, cadres de gauche et du milieu ; chapitre III). La dégradation conjoncturelle de la qualité du crédit était donc appelée à se poursuivre, mais les primes CDS à terme suggéraient à moyen terme un retour des primes de risque à des niveaux plus normaux (graphique II.3, cadre du milieu).

III. Tensions sur les marchés financiers

Les entreprises financières ont été soumises à des tensions extrêmes sur la période examinée, les turbulences issues du marché hypothécaire à risque (*subprime*) début 2007 s'étant progressivement transformées en une véritable crise atteignant des proportions historiques à la mi-septembre 2008. Ces acteurs sont entrés dans une longue période d'illiquidité à la fois pour leurs actifs et leurs ressources et ont accusé de lourdes pertes, certains devant même déposer leur bilan. La faillite de Lehman Brothers, acteur clé, a joué un rôle de catalyseur de la crise (chapitre II). D'autres établissements ont frôlé la faillite avant d'être repris par des structures plus grosses ou d'être nationalisés. L'ampleur et la nature des interventions publiques ont été sans précédent.

À moyen terme, la santé des établissements financiers dépendra de l'interaction entre leurs réponses aux pertes encourues et la dynamique macroéconomique, interaction d'autant plus forte que la marge de fonds propres du secteur se tarit. Durant la première phase de la crise, les capitaux levés auprès des investisseurs privés ont permis de couvrir les dépréciations sur les portefeuilles de titres. Par la suite, ces fonds privés ont dû être largement complétés par des ressources publiques afin de réagir à la hausse des pertes sur portefeuilles de prêts liée à la rapide dégradation du contexte économique. Le rythme et la tournure de la reprise seront conditionnés par la capacité des entreprises financières à gérer leurs niveaux de fonds propres et leur effet de levier dans un environnement difficile, sans restreindre excessivement le flux des crédits accordés à l'économie.

À plus long terme, la crise est riche d'informations quant à la structure et la stabilité du système financier. Les événements des deux dernières années ont montré à quel point les interdépendances au sein du système financier pouvaient se renforcer. Les acteurs du marché, voire les autorités prudentielles, ont sous-estimé la complémentarité des rôles des différents acteurs de la chaîne de titrisation, les liens étroits entre les établissements et les marchés financiers ainsi que les interactions entre marchés d'actifs et financements liquides.

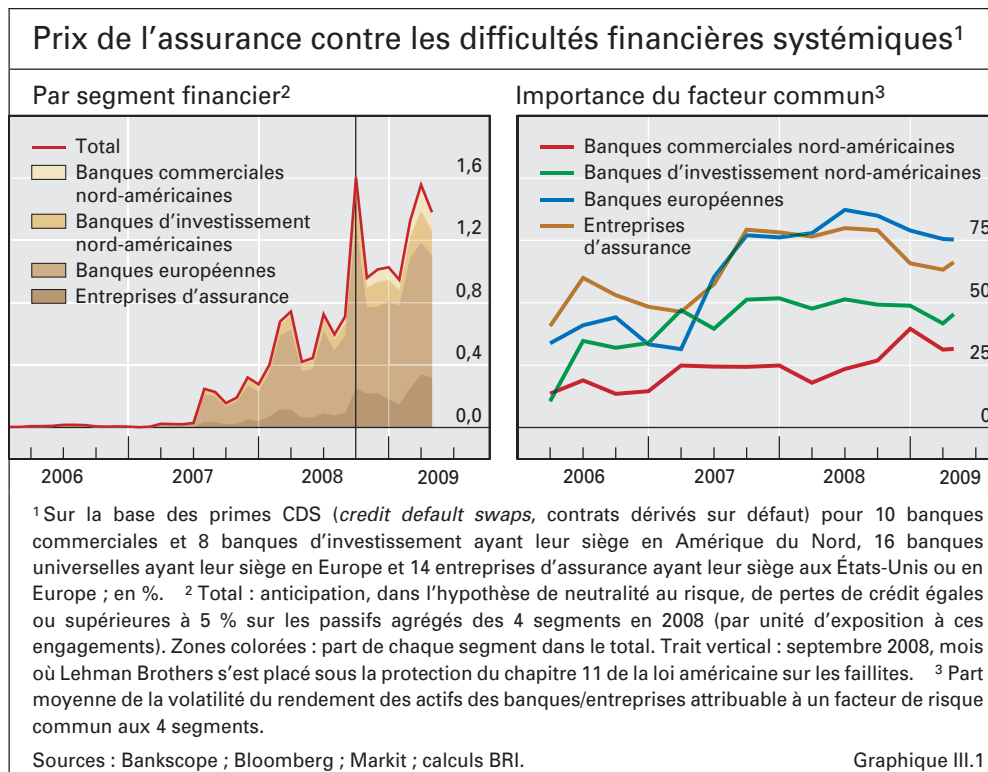
Les décisions prises par les acteurs de marché et les autorités pour gérer la crise contribueront aussi à façonner le système financier de demain. Ainsi, leurs actions influenceront non seulement la vitesse d'adaptation du mécanisme d'intermédiation à la disponibilité courante des capitaux, mais aussi le type d'établissements qui naîtront de la crise. Ces mêmes décisions détermineront également si la tendance séculaire à l'internationalisation se poursuivra ou non.

Tensions sur les entreprises financières

Les performances des entreprises financières se sont nettement dégradées l'année dernière. Les dépréciations se sont encore intensifiées par rapport à la première phase de la crise, avant mars 2008. Les recettes se sont effondrées et le coût des ressources s'est envolé. La crise a touché un large éventail d'établissements dans un grand nombre de pays. Aux tensions pesant sur le système financier se sont ajoutées les répercussions de la chute rapide de l'activité économique mondiale, d'où des pressions supplémentaires sur les bilans et les recettes.

Une crise systémique

L'inquiétude grandissante du marché quant à la solvabilité du secteur financier s'est traduite par l'essor du coût de l'assurance contre le défaut des grands établissements et plus généralement du système. Les primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de ces établissements se sont élargies pour une multitude de secteurs et de juridictions. Le prix de marché de l'assurance contre les pertes d'ampleur systémique du secteur financier s'est accru par vagues successives. Il a atteint de nouveaux sommets durant la troisième phase de la crise, la plus aiguë, à compter de mi-septembre 2008, sa valeur doublant par rapport à celle du précédent pic, six mois auparavant (graphique III.1, cadre de gauche). La nature systémique de cet épisode apparaît dans l'importance accrue du facteur commun des risques de défaut entre les différents segments du système financier mondial. Celle-ci est particulièrement notable pour les entreprises d'assurance et les banques européennes (graphique III.1, cadre de droite).



Rentabilité des banques

Les résultats des banques ont chuté...

La rentabilité des banques s'est inscrite en très nette baisse l'année dernière en raison des pertes réalisées sur les portefeuilles (titres) valorisés aux prix du marché et de la dégradation progressive des prêts dans un contexte de repli économique accéléré. Si le recul des bénéfices des banques a été général, l'incidence de la crise a varié selon la situation sur leurs marchés nationaux respectifs.

...aux États-Unis...

En 2008, le bénéfice avant impôt des banques aux États-Unis était inférieur de plus de moitié à celui de l'année précédente (tableau III.1). Les résultats annuels dissimulent toutefois la vive dégradation observée au second semestre. Ainsi, une banque sur trois aux États-Unis a affiché des pertes au quatrième trimestre 2008, et le secteur dans son ensemble a alors enregistré son premier résultat négatif depuis 1990. Les marges d'intérêt ont été aussi soumises à pression, notamment dans les petits établissements pour lesquels il était difficile de réduire les taux d'intérêt sur les dépôts. Les faillites bancaires se sont multipliées en 2008, touchant 25 établissements de dépôt dont les actifs cumulés représentaient \$372 milliards, soit pratiquement dix fois plus que lors du précédent pic de défaillances bancaires en 1993. De ce total, \$307 milliards sont imputables à la faillite de Washington Mutual, la plus grosse faillite jamais enregistrée dans le secteur bancaire américain (tableau II.1). L'établissement a été repris par JPMorgan Chase, autre grande entreprise du secteur, avec l'aide des autorités de surveillance. Outre les banques défaillantes, la liste des établissements à problèmes établie par l'organisme américain d'assurance des dépôts bancaires s'est allongée pour atteindre 252 noms, avec un actif total d'environ \$159 milliards. D'autres grandes faillites bancaires ont été évitées grâce au rachat par des établissements au bilan plus solide.

...et en Europe

En Europe, le tableau général des performances bancaires en 2008 n'est guère différent. Les bénéfices ont accusé une baisse généralisée et les plus grosses banques aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suisse ont enregistré des pertes nettes. Le tassement dans l'immobilier, succédant au boom du secteur résidentiel en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni, a constitué un défi de taille pour les banques de ces pays. Certaines banques allemandes ont été également touchées par le renversement dans ce segment de marché, bien qu'indirectement, à travers des positions sur titres et des expositions à l'immobilier commercial. Davantage tournées vers le marché de détail national, les banques françaises et italiennes ont subi moins de pertes sur leurs investissements en titres structurés. Contrairement à leurs homologues britanniques, les banques d'Europe continentale ont partiellement compensé leurs pertes par un relèvement de leurs marges d'intérêt.

Faillites bancaires

Un certain nombre de prêteurs européens ont évité la faillite caractérisée grâce au soutien direct du secteur public (voir le chapitre VI pour une présentation des plans de sauvetage du secteur financier). Le groupe de bancassurance Fortis a constitué un cas particulièrement intéressant, la scission de ses importantes activités transfrontières étant le résultat de l'intervention des autorités prudentielles et de la nécessité de recourir aux fonds publics. En Allemagne, la crise a incité le secteur bancaire à se

Grandes banques : rentabilité ¹													
En % du total de l'actif moyen													
		Bénéfice avant impôt			Marge d'intérêt nette			Provisions pour créances irrécouvrables			Charges d'exploitation		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Allemagne	(6)	0,43	0,25	-0,41	0,51	0,51	0,63	0,05	0,05	0,19	0,96	0,88	1,18
Australie	(4)	1,54	1,42	0,95	1,87	1,70	1,66	0,12	0,13	0,26	1,56	1,38	1,51
Autriche	(3)	1,48	1,12	0,66	1,72	1,95	2,10	0,34	0,24	0,45	2,17	2,11	2,29
Canada	(5)	1,22	1,12	0,48	1,52	1,48	1,42	0,09	0,13	0,21	2,37	2,27	2,00
Espagne	(5)	1,37	1,44	1,10	1,64	1,72	1,83	0,31	0,37	0,53	1,75	1,77	1,89
États-Unis	(9)	1,71	0,98	0,36	2,35	2,28	2,16	0,19	0,51	1,11	2,95	3,31	3,44
France	(5)	0,73	0,41	0,05	0,59	0,49	0,70	0,05	0,09	0,21	1,20	1,19	1,23
Italie	(5)	1,05	0,88	0,29	1,77	1,68	1,94	0,25	0,25	0,42	2,18	1,99	2,31
Japon	(13)	0,46	0,29	0,12	0,48	0,49	0,50	0,04	0,11	0,19	0,49	0,55	0,65
Pays-Bas	(4)	0,48	0,30	-0,79	1,03	0,85	0,96	0,10	0,09	0,27	1,13	1,01	1,33
Royaume-Uni	(9)	0,90	0,74	-0,10	1,16	1,02	0,81	0,25	0,22	0,40	1,56	1,37	1,28
Suède	(4)	0,96	0,89	0,67	0,98	0,97	0,99	-0,02	0,02	0,11	0,99	0,96	1,00
Suisse	(6)	0,80	0,38	-1,94	0,51	0,53	0,49	0,00	0,03	0,07	1,53	1,78	2,55

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2008 (pour le total de l'actif moyen). 2008 : chiffres de fin septembre pour 1 banque autrichienne (UniCredit Bank Austria) et toutes les banques japonaises.

Source : Bankscope.

Tableau III.1

restructurer, ce qui s'est traduit par un certain nombre de fusions, y compris de banques publiques régionales (*Landesbanken*), tandis que les pouvoirs publics encourageaient de nouveaux rapprochements, condition préalable à l'octroi d'un soutien financier.

Ayant résolu leurs problèmes de prêts de la décennie précédente, les banques japonaises paraissaient en mesure de tirer parti de la faiblesse de leurs concurrents internationaux. Début 2008, elles ont relativement bien résisté aux difficultés de leurs homologues dans les autres économies avancées, en raison d'expositions plus modestes aux produits *subprime* et structurés. Certains gros prêteurs ont participé à quelques opérations de recapitalisation de banques étrangères. Toutefois, la rentabilité des banques japonaises ne s'est pas améliorée, notamment à cause de leurs marges d'intérêt structurellement étroites, d'où une faiblesse persistante de leurs fonds propres. Tous les projets d'expansion à l'international ont été interrompus au second semestre lorsque l'économie du pays est entrée en récession et que les pertes se sont intensifiées.

Composition des pertes bancaires

À mesure que la situation macroéconomique empirait courant 2008, les établissements bancaires ont été confrontés à des pressions grandissantes sur leurs bénéficiaires et à une intensification des pertes sur leurs expositions au risque de crédit. L'évolution de la composition des pertes bancaires a reflété celle de la nature des problèmes du secteur.

Durant la première phase de la crise, les dépréciations étaient étroitement liées au portefeuille négociable de produits financiers structurés et

Pertes bancaires annoncées : composantes ¹				
En milliards de dollars ²				
	2007 T3-T4	2008 T1-T2	2008 T3-T4	2009 T1
Titres	120,5	97,0	106,1	21,0
Provisions	39,2	96,9	149,3	43,9
Immobilier	3,2	11,6	55,9	3,0
Prêts à effet de levier	8,3	16,4	10,4	2,0
Rehaussement de crédit	7,4	26,5	13,7	13,3
Autres	27,4	47,7	100,4	10,6
Total	206,0	296,0	435,8	93,7

¹ La répartition s'appuie sur les données publiées par les grandes banques internationales ; ces données ne sont pas nécessairement tout à fait comparables d'un établissement à l'autre.
² Les dépréciations d'actifs en monnaie initiale sont converties en dollars aux cours de change de fin de période.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Tableau III.2

Les pertes de valorisation initiales...

d'expositions titrisées au marché hypothécaire *subprime*. L'illiquidité de ces instruments, qui a conduit à des réductions notables de leur valorisation aux prix du marché, a exacerbé les pertes (chapitre II et tableau III.2). Une grande incertitude planait sur l'ampleur des pertes et leur répartition au sein du système, mais il était généralement admis qu'elles se limiteraient à quelques catégories d'actifs seulement.

...sont devenues des pertes sur crédit avec l'aggravation de la récession

Le ralentissement économique général dans les phases ultérieures de la crise, notamment après la crise de confiance mondiale en septembre et octobre 2008, signifiait que les pertes bancaires devenaient désormais plus étroitement liées aux performances macroéconomiques. Sur cette période, la majorité des dépréciations découlaient plus directement de la forte augmentation des défauts d'emprunteurs (graphique II.6, cadre de gauche ; graphique IV.5, cadre de droite) et de l'anticipation des défaillances, comme en témoignent la hausse du volume et l'importance relative des provisions.

En 2008, partout dans le monde, la proportion des provisions pour créances irrécouvrables dans les actifs bancaires a été supérieure à celle des années précédentes (tableau III.1). Celles-ci ont au moins doublé par rapport à 2007 en Australie, en France, aux États-Unis et en Suisse, et davantage encore en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède. Le coût du crédit devrait poursuivre sa tendance à la hausse, l'affaiblissement des économies pesant probablement sur la capacité du secteur privé à assurer le service de sa dette. Selon les agences de notation, les taux de défaut sur obligations d'entreprise devraient continuer de croître. En outre, la performance des crédits aux ménages dépendra de la durée et de l'ampleur de la contraction des revenus. Les premiers signes de difficultés dans le domaine des cartes de crédit aux États-Unis indiquent que la relation entre chômage et défaut de paiement est plus forte qu'on ne le pensait au vu des épisodes précédents. La forte interdépendance entre les performances du secteur financier, l'offre de crédit et la capacité des emprunteurs à honorer le service de leur dette rend les perspectives générales des banques encore plus incertaines.

Banques d'investissement

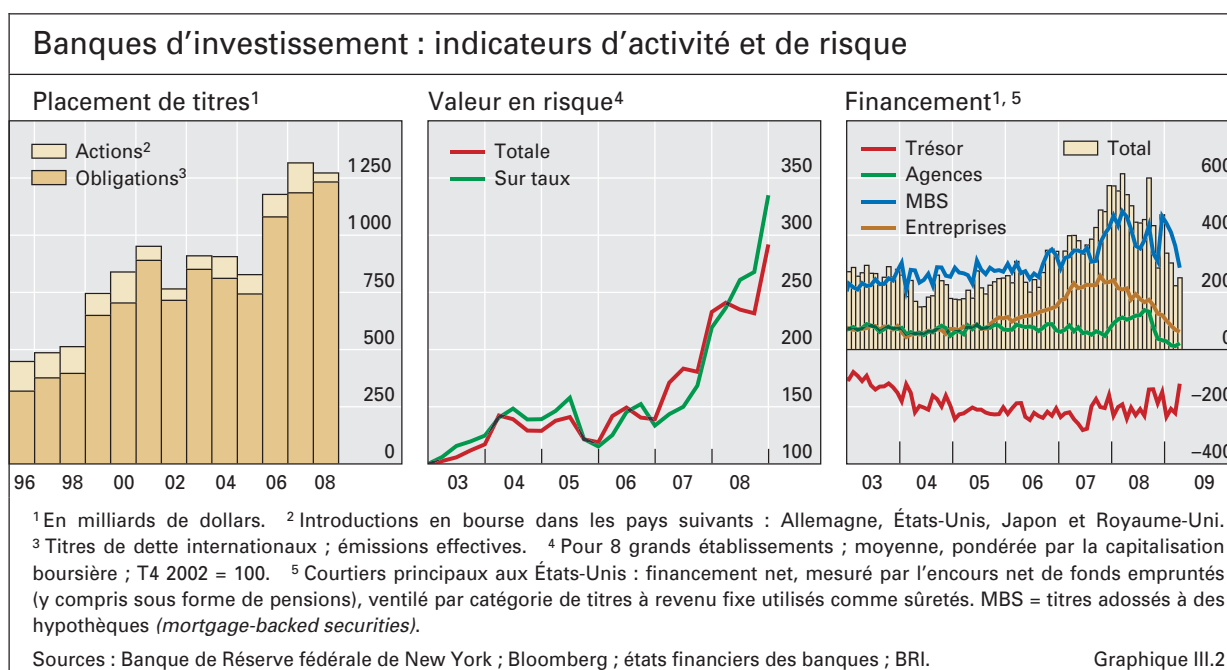
Les banques d'investissement, profondément marquées par la crise, constituent le secteur probablement le plus durement touché. La conjonction de pertes massives et d'un contexte de négoce et de financement délicat s'est révélée particulièrement éprouvante. Les portefeuilles de ces établissements étaient fortement exposés aux catégories d'actifs qui ont le plus souffert. La détention de volumes importants de titres structurés, dont ceux présentant le risque le plus élevé, et d'expositions non couvertes dans la chaîne de titrisation a été très fortement sanctionnée. Le modèle de banque d'investissement a été particulièrement ébranlé par le manque de liquidité sur les marchés des actifs et du financement. Les établissements ne pouvaient plus compter sur un volume toujours plus important de transactions pour accroître leurs recettes ou sur un financement à court terme bon marché et rapidement disponible pour soutenir des niveaux d'endettement élevés.

L'hostilité de l'environnement de marché...

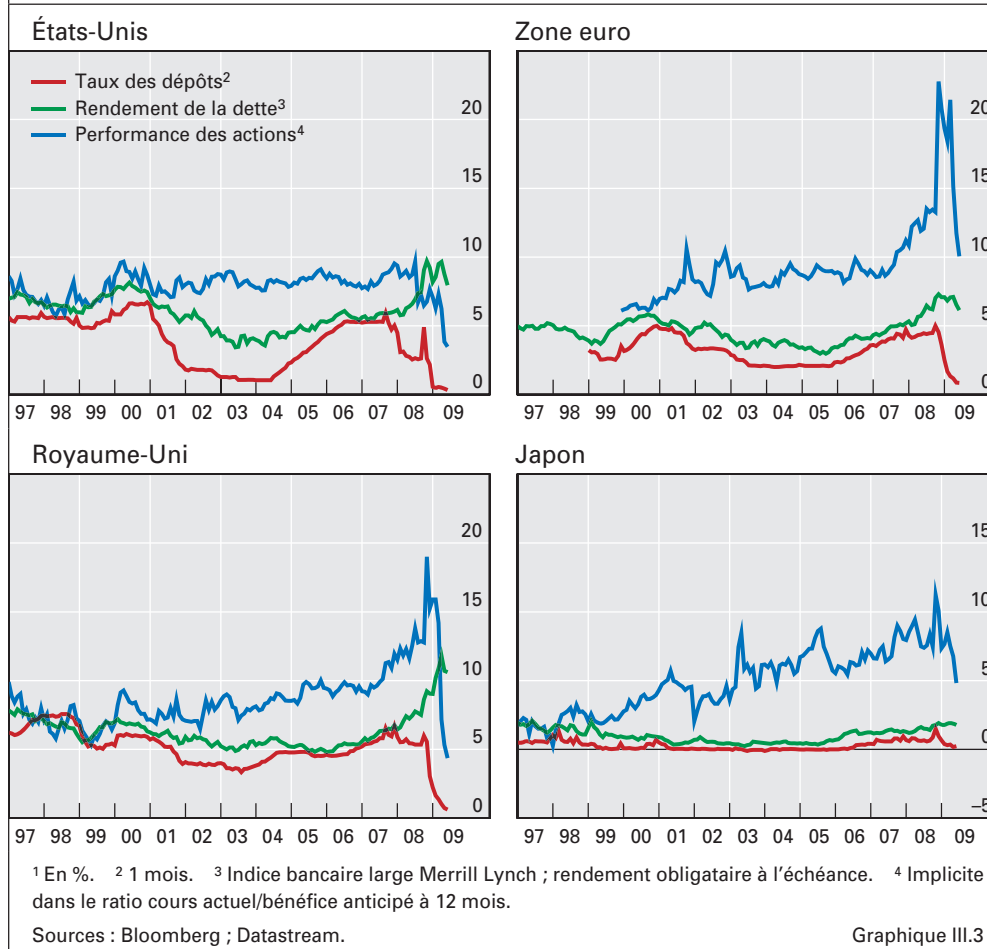
Compte tenu du ralentissement des transactions, les recettes nettes découlant des plus grosses opérations de banques d'investissement ont, selon les observateurs, chuté de plus de 90 % au troisième trimestre 2008 par rapport à la même période de l'année précédente. Toutes les lignes de métier ont été affectées. Le placement de titres a diminué sur l'année, à mesure que les émissions nouvelles ralentissaient et que les recettes associées refluaient (graphique III.2). L'activité de conseil en fusions-acquisitions s'est mieux tenue, mais a subi un ralentissement au premier trimestre 2009.

La disparition du modèle de banque d'investissement constitue l'une des caractéristiques de la crise, dont la deuxième phase s'étend de la quasi-faillite de Bear Stearns, en mars 2008, au dépôt de bilan de Lehman Brothers en septembre 2008 ; notons qu'il s'agissait de deux des principales banques de ce type (chapitre II). Durant ces six mois, les autres grands établissements de Wall Street en difficulté ont été absorbés par des institutions bancaires plus grandes

...a conduit à la fin du modèle de banque d'investissement...



Coût des actions et de la dette¹



ou ont accepté une charte d'établissement de crédit leur offrant un meilleur accès au filet de sécurité prudentiel. Les opérations des banques d'investissement ont été systématiquement réduites, indépendamment de leur affiliation institutionnelle. Les effectifs ont subi des coupes claires, tels que ceux de Bear Stearns et de Lehman Brothers, plus que divisés par deux lors de la reprise de leurs activités par d'autres banques. Les compressions de personnel opérées ailleurs sont dans l'ensemble le reflet des pertes réalisées.

Toutefois, la restructuration du secteur ne se limite pas à des considérations de personnel. Les établissements grevés par les pertes ont procédé à un recentrage de leur bilan tout en réorganisant et en réorientant leurs opérations pour réagir à la baisse de leurs commissions et tenter de réduire leur ratio d'endettement et leur risque. À des fins de diversification, certains ont choisi de se réorienter vers des sources de financement plus coûteuses mais *a priori* plus stables, telles que la collecte de dépôts. En conséquence, les opérations de refinancement de titres, notamment sous forme de pensions, se sont raréfiées (graphique III.2, cadre de droite).

Alors que les grands établissements diminuaient en taille, tout en conservant leur complexité, de petites structures spécialisées ont fait leur apparition. Certaines ont été créées par des cadres fuyant les premiers, soit pour cause de restructuration, soit par anticipation d'une baisse de leurs

...et à des restructurations forcées

rémunérations, compte tenu des réactions négatives suscitées par ces dernières. Ces établissements plus petits rompent avec la stratégie traditionnelle selon laquelle la rentabilité passe essentiellement par la consolidation. En cas de réussite, ils pourraient concurrencer les entreprises de grande taille plus intégrées, notamment les banques universelles qui ont absorbé les grosses banques d'investissement en difficulté.

Fonds propres des banques et désendettement

La crise a pesé sur la situation financière des banques. Les pertes ont grevé leurs fonds propres, les contraignant à procéder à de nouvelles augmentations de capital ou à préserver leurs fonds propres existants en réduisant leurs activités.

Durant toute la crise, les banques se sont efforcées de maintenir leur capitalisation à un niveau jugé adéquat par les marchés et les superviseurs. Pendant la première phase, elles ont eu recours à des financements de marché, augmentation de capital pour certaines, apports d'investisseurs privés ou de fonds souverains étrangers pour d'autres. Alors que les pertes ne cessaient d'augmenter au cours des deuxième et troisième phases de la crise, ces sources sont devenues de plus en plus onéreuses, voire indisponibles. Ainsi, le coût des fonds propres s'envolait au fur et à mesure que la valeur de leurs actions s'effondrait (graphique III.3). Ce coût accru du financement traduisait les incertitudes quant à la résilience des bilans des banques ainsi que les craintes que le ralentissement économique pèse encore plus sur les bénéficiaires. Des fonds publics, à travers des injections de capital et l'octroi de garanties sur le passif des banques, se sont substitués aux sources privées dans les phases ultérieures de la crise (chapitre VI).

On attendait généralement des banques qu'elles relèvent leur niveau de capitalisation, même si, fin 2008, leur ratio de fonds propres restait légèrement meilleur que ceux enregistrés avant 2007, pendant les années de rapide expansion des bilans (tableau III.3). Les marchés et superviseurs ont examiné de près leur niveau de fonds propres disponibles, ainsi que leur capacité d'absorber des pertes. Savoir qu'ils étaient à peine conformes aux exigences réglementaires n'a pas vraiment rassuré les opérateurs, investisseurs et contreparties. Les marchés ont considéré que les instruments hybrides (qui peuvent être partiellement protégés des pertes) et que les fonds publics ne constituent pas de véritables substituts au capital privé, pour plusieurs raisons dans ce second cas. Premièrement, le soutien public des banques perturbe les conditions de concurrence tout en émoussant la discipline de marché. Deuxièmement, pour les investisseurs, les injections de fonds publics n'apportent probablement pas une protection optimale si, comme c'est souvent le cas, elles se présentent sous la forme d'actions préférentielles, prioritaires sur les actions ordinaires et associées à davantage de droits, et n'offrent donc pas la même capacité d'absorption des pertes. Enfin, sur le plan de la gestion des banques, le soutien public est assorti de restrictions implicites ou explicites dans leur processus de prise de décisions.

Affaiblissement de la capitalisation des banques...

...alors que le marché est devenu plus exigeant

Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité ¹										
		Fonds propres de base/ actifs pondérés des risques			Prêts improductifs/ total des actifs			Prêts nets/total des dépôts		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Allemagne	(6)	8,3	7,8	8,9	0,9	0,7	0,4	29,4	28,0	25,2
Australie	(4)	7,2	6,8	7,8	0,2	0,2	0,3	89,8	83,2	80,0
Autriche	(3)	8,9	7,9	7,5	2,1	2,3	...	58,1	63,2	65,7
Canada	(5)	10,4	9,6	9,6	0,2	0,2	0,4	56,2	57,2	60,2
Espagne	(5)	7,6	7,9	8,3	0,5	0,6	1,7	76,7	75,9	73,1
États-Unis	(9)	8,6	8,3	9,0	0,3	0,6	1,0	63,2	61,9	54,8
France	(5)	8,0	7,6	8,0	1,1	0,9	1,0	32,8	33,4	31,9
Italie	(5)	6,9	6,5	7,3	3,7	3,0	3,5	68,9	71,5	71,9
Japon	(13)	7,6	8,1	7,9	1,0	0,9	1,0	54,8	56,0	57,9
Pays-Bas	(4)	9,0	10,0	10,2	0,6	0,4	0,9	50,4	49,7	58,0
Royaume-Uni	(9)	7,8	7,6	7,6	0,8	0,8	1,1	59,6	55,1	40,7
Suède	(4)	7,2	7,2	8,0	0,4	0,3	0,5	74,2	74,9	70,3
Suisse	(6)	11,6	11,4	13,7	0,4	0,3	0,3	35,3	34,3	39,6

¹ Moyenne pondérée par les actifs des banques. Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2008 (pour le total des actifs). 2008 : chiffres de fin septembre pour 1 banque autrichienne (UniCredit Bank Austria) et toutes les banques japonaises.
Source : Bankscope. Tableau III.3

Certaines banques ont perçu une occasion à saisir

Un certain nombre de banques ont saisi cette occasion pour pratiquer une gestion active de leurs fonds propres. Rompant avec la tradition, certaines d'entre elles ont surpris les investisseurs en n'appelant pas en remboursement des titres subordonnés avant l'augmentation contractuelle des versements d'intérêts, préférant supporter des coûts accrus plutôt que de recourir à une nouvelle émission. D'autres ont tiré parti du bas niveau des prix pour racheter d'anciennes obligations : la différence entre le prix de marché de ces éléments du passif et leur valeur comptable leur a permis d'accroître l'importance des fonds propres de base. En réponse aux insuffisances de fonds propres qu'ont fait apparaître les tests de résistance menés par les grandes banques des États-Unis à l'initiative des superviseurs, un certain nombre d'établissements ont annoncé des plans de recapitalisation pour le second semestre 2009.

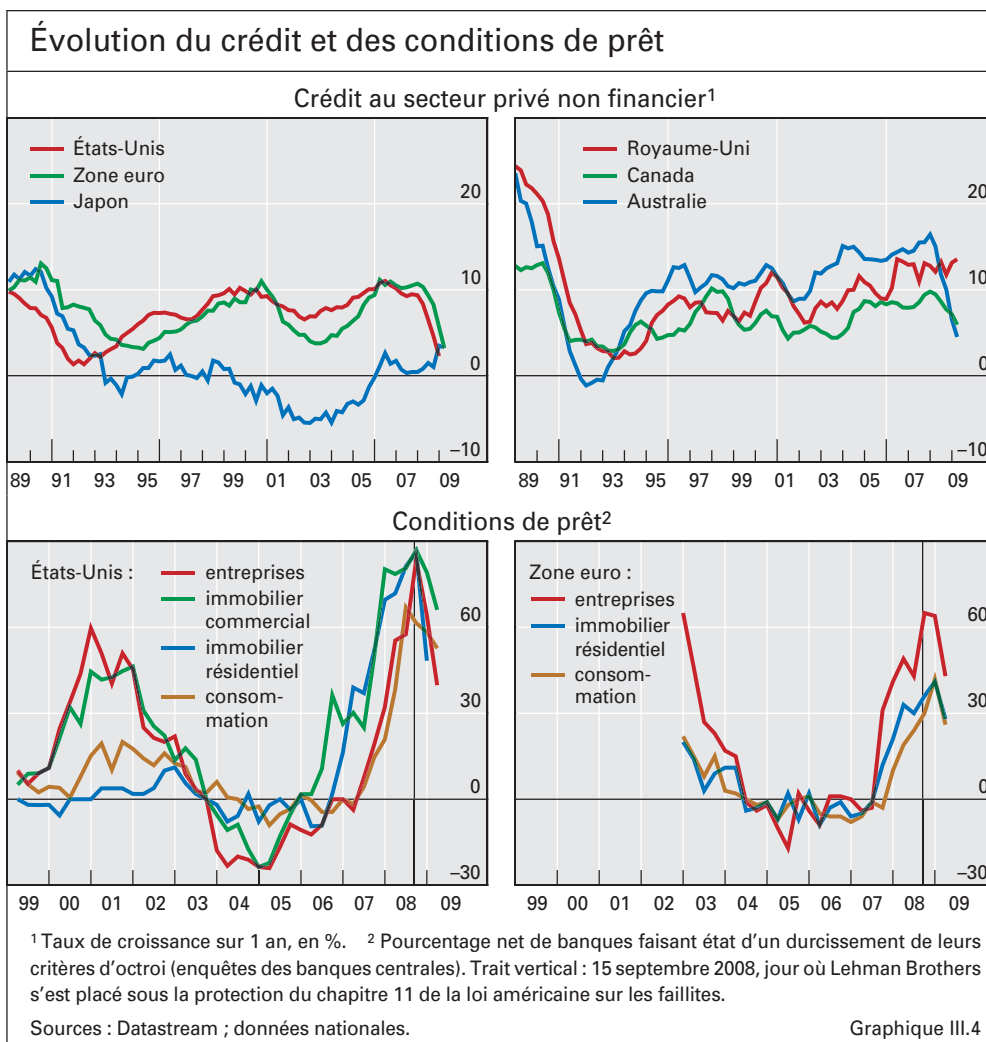
Les difficultés auxquelles se sont heurtées les banques pour maintenir leurs fonds propres à un niveau satisfaisant pour les investisseurs, les contreparties et les superviseurs, prouvent que les interactions entre la disponibilité des fonds propres et l'incertitude quant aux risques naissants peuvent se révéler extrêmement procycliques. L'évolution incertaine des bénéfices et les inquiétudes suscitées par la poursuite éventuelle des pertes ont conduit à rechercher des niveaux de protection supérieurs, alors que les banques devaient faire face à une vague de dépréciations d'actifs. Cette même incertitude limite également l'offre de capital aux banques en période de tension systémique, précisément au moment où ce financement est le plus nécessaire. Ces expériences montrent à quel point il serait opportun d'inciter les établissements à constituer, en période faste, des volants de fonds propres susceptibles d'être utilisés durant les périodes plus difficiles (chapitre VII).

Désendettement

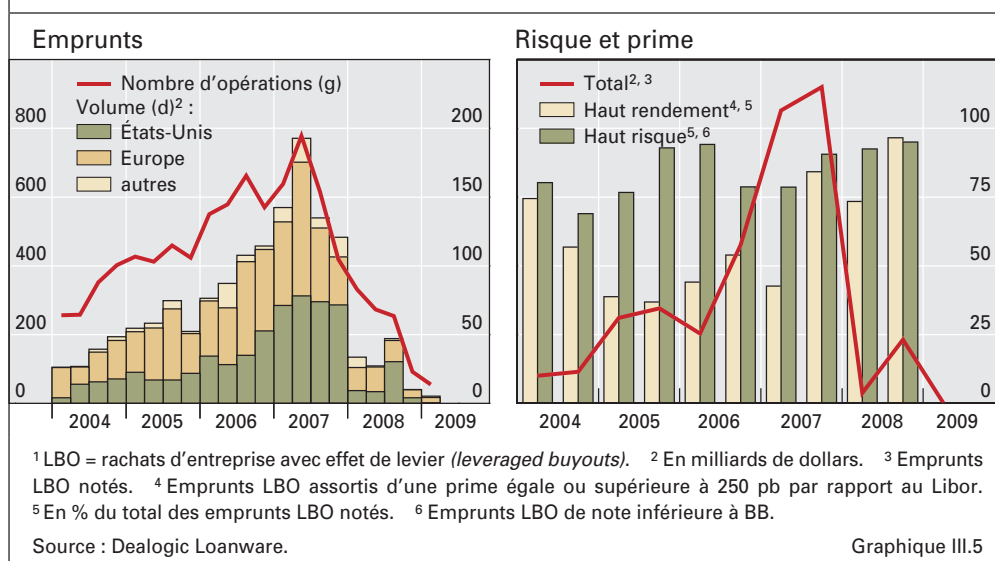
Le coût élevé du financement a contraint les banques à réduire l'actif de leur bilan. Le degré d'endettement effectif des banques est revenu des sommets atteints avant 2007, même si l'effet sur le total des crédits octroyés est peu perceptible dans les statistiques agrégées.

Les flux de crédit constituent un indicateur retardé des répercussions de la crise sur l'intermédiation financière. Les statistiques font apparaître un net ralentissement de la croissance des prêts au secteur privé vers la fin de la première phase de la crise (graphique III.4, cadres supérieurs). Ces chiffres, influencés par la clôture effective de nombreux marchés de la titrisation, masquent néanmoins des changements plus marqués dans l'attitude des prêteurs. Tout au long des trois premières phases de la crise, les banques ont durci leurs conditions sur tous les types de prêts, plus particulièrement, il est vrai, sur ceux aux ménages, parmi lesquels les crédits hypothécaires (graphique III.4, cadres inférieurs), ce qui a affecté les nouveaux crédits. Si la croissance du crédit, selon les chiffres rapportés, est restée solide en début de crise, ce phénomène reflétait essentiellement des circonstances particulières. La première a trait aux pressions exercées sur les banques par le marché et les autorités de surveillance pour faire inscrire au bilan les expositions aux

Le total des crédits, un indicateur retardé



LBO¹ : emprunts, risque et prime

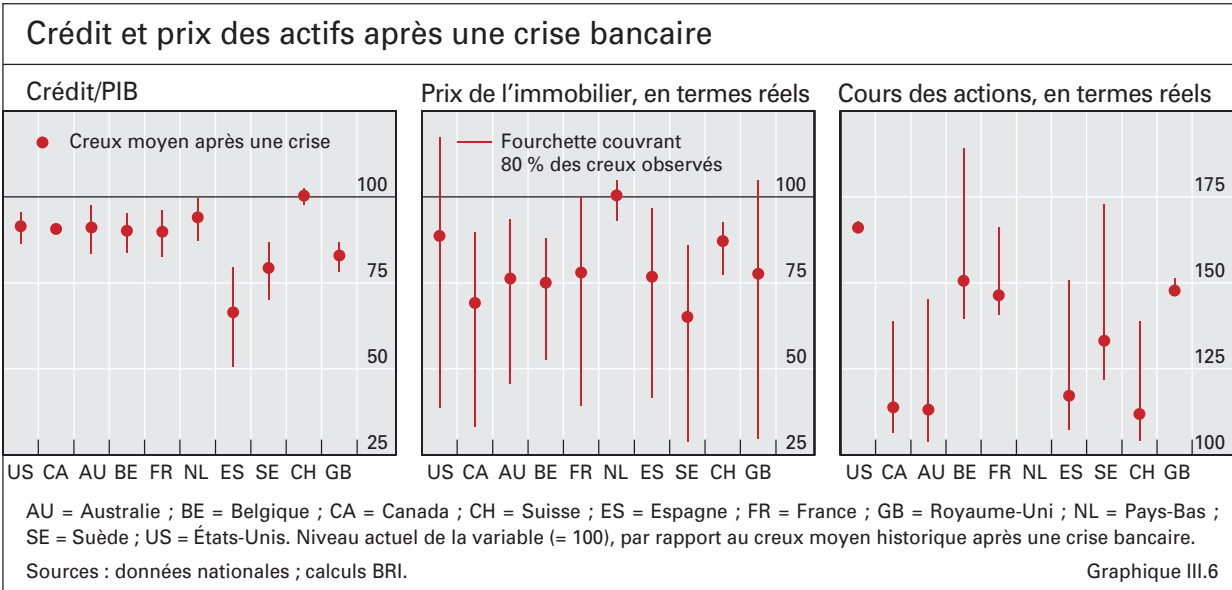


instruments titrisés, auparavant comptabilisées hors bilan. Le gonflement des bilans qui en est résulté ne correspondait donc pas à de nouveaux crédits. De même, anticipant un durcissement du crédit, des emprunteurs ont par précaution tiré sur leurs lignes de crédit accordées avant la crise à des conditions souvent très favorables. Plus tard, alors que les problèmes du secteur financier se propageaient à l'économie réelle, la baisse de la croissance des agrégats de crédits a peut-être également reflété un tassement de la demande. Les entreprises et les ménages ont alors privilégié la préservation de leur capital ainsi que la gestion des capacités excédentaires et des niveaux élevés d'endettement. La conjonction du renchérissement continu du crédit et de l'augmentation du nombre des défauts de paiement laisse à penser que le processus d'ajustement est loin d'être achevé. Il est également possible que la croissance du crédit poursuive sa tendance baissière lors des premières phases de la reprise à venir.

L'incidence des apurements de bilan est perceptible dans la diminution des émissions obligataires liées aux LBO (*leveraged buyouts*, rachats avec effet de levier). Dans les années qui ont précédé la crise, la croissance rapide de l'activité des fonds de capital-investissement s'était accompagnée d'un essor des emprunts, qui avait culminé début 2007. Dans un contexte d'endettement excessif, de conditions de crédit plus difficiles et d'une révision à la baisse des prévisions de bénéfice des entreprises, le marché des LBO s'est pratiquement asséché (graphique III.5). Certains fonds de capital-investissement en mal d'activités rentables ont restitué les capitaux à leurs investisseurs. D'autres ont cherché à gérer leur niveau d'endettement par des concessions de la part des créanciers.

Les conséquences des crises financières précédentes peuvent servir de référence dans l'évaluation des effets potentiels de la crise actuelle sur le crédit (graphique III.6). Dans un certain nombre de pays, le recul du ratio crédit/PIB par rapport à son récent sommet correspond actuellement à environ quatre cinquièmes de la baisse moyenne enregistrée après les crises antérieures. Les

Les comparaisons historiques peuvent induire en erreur



marchés immobiliers, facteur essentiel dans la dynamique actuelle, ne semblent pas non plus avoir diminué dans des proportions analogues à celles des épisodes passés. En revanche, le repli de certaines places boursières s'est avéré supérieur aux moyennes enregistrées lors des crises précédentes. Il convient cependant de souligner le caractère international de la crise actuelle. Les problèmes du système financier se sont avérés profonds et synchronisés au sein du monde industrialisé. De même, le ralentissement de l'activité économique est de nature mondiale, ce qui laisse à penser que le présent épisode pourrait être plus durable et le processus de reprise économique plus lent que lors d'autres crises, moins internationales.

Entreprises d'assurance et fonds de pension

La crise a affecté les entreprises d'assurance et les fonds de pension de diverses manières. La baisse des prix des actifs et des taux d'intérêt à long terme ont pesé à la fois sur leurs actifs et sur leurs passifs. Pour certains assureurs, le marché de la protection contre le risque de crédit – dans lequel ils s'étaient fortement engagés – s'est avéré source de tensions majeures.

Pour la majorité des entreprises d'assurance, la crise a touché davantage les performances financières que les revenus tirés des primes. Aucune incidence immédiate majeure n'était perceptible sur la vente de produits d'assurance. Les gains sur les assurances vie ont progressé, quoiqu'à un rythme plus modéré que les années précédentes, tandis qu'ils stagnaient sur le non-vie. Cette tendance pourrait s'interrompre si les clients en manque de trésorerie annulaient leur police d'assurance. La chute du marché des actifs a eu des incidences notables sur la performance des portefeuilles. Les assurances ont essuyé des pertes lorsque la baisse des valorisations s'est généralisée, pertes encore plus massives pour celles détenant des actifs liés à l'hypothécaire *subprime*. Dans le cas des assurances vie, le recul des rendements à long terme a également induit une augmentation des

Pertes d'investissement pour les entreprises d'assurance...

engagements liés aux polices à échéance longue. Les annonces de pertes ont été plus tardives dans le secteur de l'assurance que dans le secteur bancaire, notamment en raison de pratiques comptables différentes qui retardent la comptabilisation des résultats des portefeuilles d'investissement dans l'assurance.

Les entreprises proposant des assurances contre le risque de crédit ont été les plus touchées par la crise. Les rehausseurs de crédit offrant des garanties aux emprunteurs sont restés confrontés à des difficultés, et seule l'intervention des autorités prudentielles a permis d'éviter des faillites à grande échelle. Alors que la solvabilité des emprunteurs diminuait, la capacité des rehausseurs de crédit à honorer leurs garanties a été de plus en plus mise en doute, d'où d'importantes pertes de valorisation aux prix du marché pour les banques acheteuses de protection (tableau III.2). La quasi-faillite du conglomérat d'assurance AIG était directement liée à la souscription de risques de crédit. Ses dépréciations d'actifs ont pris des proportions impressionnantes, parallèlement au gonflement des primes CDS. Compte tenu de l'ampleur de ses engagements et de son rôle central comme contrepartie sur le marché des dérivés de crédit de gré à gré, des interventions répétées et exceptionnelles des autorités prudentielles, sous forme d'un large soutien financier, ont été nécessaires.

...et pour les fonds de pension

Les actifs des fonds de pension auraient perdu environ 20 % de leur valeur sur 2008. Alors que celle des engagements s'inscrivait en hausse, le ratio de couverture de ces fonds chutait, parallèlement à leur goût pour le risque. De nombreux fonds ont par conséquent accru la part des emprunts d'État dans leurs portefeuilles. Dans une perspective d'avenir, la décision de se retirer des placements plus risqués pourrait contribuer à peser sur les places boursières et retarder ainsi la reprise de ces dernières. De même, la contraction du patrimoine des ménages participants à des régimes de retraite à cotisations définies et des employeurs initiateurs de tels régimes de retraite n'est pas sans conséquence pour les dépenses globales (chapitre IV).

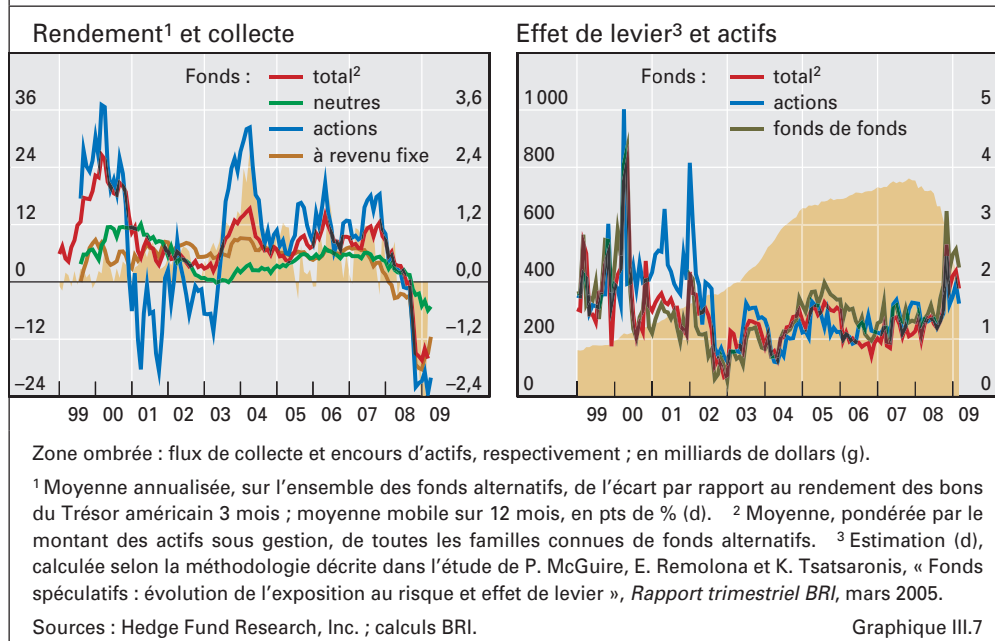
Fonds alternatifs

S'ils n'ont pas joué un rôle central dans la dynamique de la crise, les fonds alternatifs ont été largement pénalisés par les événements. Le rendement de leurs actifs a été durement touché et leurs conditions de financement se sont nettement détériorées, de sorte que plusieurs d'entre eux se sont trouvés dans une situation très difficile.

Mauvais résultats et retraits de capitaux

2008 a été une des années les plus médiocres jamais enregistrées pour la performance des fonds alternatifs. Les résultats financiers ont été négatifs pour pratiquement toutes les stratégies de placement, ainsi que pour les fonds de fonds (graphique III.7), en raison de la chute des rendements sur les marchés d'actifs et de l'envolée du coût des ressources empruntées. En outre, la pénurie générale de liquidité alliée à l'aversion des investisseurs pour le risque a pesé lourdement sur le secteur, qui a souffert par ailleurs des appels de marges de la part des contreparties et du désengagement sans précédent des souscripteurs. Selon les estimations, les actifs sous gestion ont inscrit une

Fonds alternatifs : collecte, résultats et effet de levier



baisse de plus d'un tiers au second semestre 2008, imputable tout autant aux piètres résultats qu'aux retraits de la clientèle. Plusieurs fonds ont fermé. De nombreux gestionnaires ont tenté de protéger leur capital en limitant les retraits, allongeant ainsi la période effective d'immobilisation des fonds pour les investisseurs.

La crise est de nature à accentuer la tendance – sensible depuis un certain temps déjà – vers un accroissement de l'institutionnalisation et de la transparence. Pour éviter le sort des fonds de petite taille liquidés suite aux retraits des investisseurs, plusieurs grands fonds ont davantage ciblé les investisseurs institutionnels, ce qui suppose des exigences accrues de transparence quant à la stratégie de placement et de surveillance des procédures de gestion des risques. L'annonce retentissante de la fraude massive d'un grand fonds basé à New York aura probablement les mêmes effets. S'il convient de ne pas généraliser à partir de ce cas isolé, les procédures de vérification préalable, exécutées par les gestionnaires de patrimoine de la clientèle haut de gamme, s'intensifieront. Face aux défis d'un environnement moins favorable, certains grands fonds ont réduit leurs barèmes et instauré des procédures plus ciblées sur les besoins des gros investisseurs institutionnels. Enfin, un certain nombre de recommandations officielles en faveur d'une réforme du cadre prudentiel supposent une surveillance plus étroite du secteur. Parmi les mesures de réforme figurent l'immatriculation de tous les fonds alternatifs, des normes de communication financière plus exigeantes pour les grands fonds et la surveillance directe des fonds dont les opérations ont des incidences sur la stabilité systémique.

Institutionnalisation
accrue

Conséquences à long terme de la crise pour le secteur financier

La crise a déjà profondément ébranlé le système financier mondial et l'ampleur des pertes a laissé de lourdes séquelles. Néanmoins, les efforts d'assainissement des établissements auront des conséquences non seulement pour leur performance à court terme mais, au-delà, pour la structure même du système financier, tout comme, probablement, les initiatives publiques visant essentiellement à résoudre la crise.

La crise conditionnera inévitablement la perception du risque financier tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau du système. Le présent épisode a notamment permis de prendre la mesure des erreurs d'appréciation quant aux interactions entre les composantes du système financier, ainsi qu'entre le système financier et l'économie réelle. Au niveau individuel, il a mis en évidence les déficiences dans le fonctionnement des marchés de la titrisation qui, faute d'être prises en compte, peuvent annuler les avantages qu'ils procurent en termes de diversification. De la même manière, il a démontré que le recours au financement de marché par les établissements financiers peut être source de vulnérabilité, surtout en association avec un puissant effet de levier. Au niveau systémique, la crise a révélé que l'interdépendance entre marchés et établissements financiers pose une limite naturelle à la réduction possible du risque systémique par des modes d'intermédiation multiples.

Déficiences de la titrisation

La crise a mis en évidence les imperfections du modèle d'intermédiation d'octroi puis cession de crédits (*originate-to-distribute*). Initialement, certains observateurs la considéraient comme une simple contre-performance naturelle au stade initial de l'ère de la titrisation. Si un tel point de vue exagère sans doute l'influence de la titrisation, il montre bien que les premières pertes accusées par le secteur financier étaient, pour l'essentiel, imputables aux expositions aux prêts titrisés. Les défaillances dans les flux d'information, à toutes les étapes de la titrisation, ont joué un rôle déterminant dans la dynamique de la crise.

Les avantages potentiels de la titrisation sont faciles à comprendre. En séparant l'octroi du crédit de l'acceptation du risque ultime et en permettant une dispersion accrue des risques, la titrisation peut améliorer l'efficacité globale de l'intermédiation financière. Les acteurs peuvent dans le processus optimiser leurs avantages comparatifs, surtout en matière de traitement de l'information ou de gestion de risques bien précis.

Les événements entourant la crise ont montré comment ces avantages peuvent pâtir des faiblesses liées aux interactions entre incitations individuelles et qualité des informations tout au long de la chaîne de titrisation. Les établissements cédants, les intermédiaires, les investisseurs et les évaluateurs externes du risque ont tous des responsabilités et des perspectives spécifiques. L'intégrité de l'ensemble du processus est tributaire de leurs intérêts croisés, censés inciter davantage l'ensemble des parties à demander des informations et à en faire usage. En l'occurrence, la course au volume comme source de revenu par les établissements cédants et les

Les avantages potentiels de la titrisation...

...ont été contrés par la détérioration des flux d'information

intermédiaires l'a emporté sur le risque de réputation résultant de procédures déficientes d'évaluation et de suivi des risques. Les incitations à l'autoprotection des investisseurs ont, semble-t-il, été émoussées dans un environnement où la présomption de liquidité poussait à la hausse la valorisation des portefeuilles de titres déjà émis en s'appuyant sur le prix des nouvelles émissions. La complexité des structures de titrisation y a encore contribué en occultant la relation entre garantie ultime et risque sous-jacent. Rares sont ceux qui ont pris toute la mesure des conséquences de ces montages sur le couple risque-rendement et, en particulier, sur la sensibilité des valorisations aux hypothèses sous-jacentes. En outre, la complexité des transactions conjuguée à la rapide expansion du marché a incité les investisseurs à trop se fier aux évaluations des agences de notation. Tout compte fait, la qualité douteuse des notations a contribué à la mauvaise tarification des produits titrisés.

La crise a montré clairement qu'il est d'une importance capitale que toutes les parties disposent d'une information de qualité, que les responsabilités des parties concernées soient claires et que la discipline soit renforcée en veillant à la conservation par chacun d'une part suffisante d'exposition au risque global. Une grande leçon de la crise a été que la dispersion des expositions peut ne fournir aux divers acteurs du processus de titrisation qu'une diversification illusoire des risques si le système tout entier est exposé à des concentrations de risque mal tarifé.

Interdépendance entre établissements et marchés

Un système financier efficace achemine les ressources des épargnants aux investisseurs et impute, au moindre coût, le risque à ceux qui sont le plus à même de l'assumer. L'existence de marchés qui, pour ce faire, s'appuient sur des transactions effectuées dans des conditions de concurrence normale, aux côtés d'établissements qui portent les opérations d'intermédiation à leur bilan, a été une particularité souhaitable des systèmes financiers avancés. La substituabilité des deux modes d'intermédiation financière a été considérée comme source de stabilité et de robustesse : cette double diversification permettrait de réduire le risque de difficultés systémiques.

La crise a attesté une fois encore que cette optique ne met pas suffisamment l'accent sur la forte interdépendance entre l'intermédiation de bilan et l'intermédiation de marché. Les établissements dépendent des marchés pour leurs revenus, leur gestion des risques et leur financement, tandis que les seconds dépendent des premiers pour les services de tenue de marché, les placements de titre et les lignes de crédit. Cette interdépendance a été mise en évidence par les difficultés auxquelles les établissements se sont heurtés pour se financer sur des marchés illiquides et par les problèmes de fonctionnement des marchés quand les établissements ont connu des tensions. L'exacerbation des craintes concernant le risque de contrepartie a entraîné le grippage des marchés et nuï à la liquidité des portefeuilles et des stratégies individuelles de financement, entraînant de lourdes pertes. La crise signale bien que la stabilité des deux modes d'intermédiation financière s'appuie sur une base en capital commune. Le tableau III.4 illustre le rôle

L'interdépendance
des marchés et des
établissements...

Concentration, par métier			
En %			
Activité des 5 premiers établissements, par métier	Part de marché des 5 établissements ¹		
	Placement d'obligations internationales	Placement d'actions internationales	Montage de crédits consortiaux
Placement d'obligations			
1991–1996	39,5	35,4	.
1997–2002	45,7	38,1	48,6 ²
2003–2008	40,2	30,8	40,4
Placement d'actions			
1991–1996	28,1	53,8	.
1997–2002	34,0	52,3	18,2 ²
2003–2008	29,0	44,8	24,1
Montage de crédits consortiaux (chefs de file)			
1998–2002	42,4	27,8	78,3 ²
2003–2008	33,6	24,8	84,8
Négoce de dérivés			
1994–1996	26,1	25,9	.
1997–2002	37,8	28,4	48,1 ²
2003–2008	32,1	32,5	28,4

¹ Part des 5 premiers établissements pour un métier donné (lignes) dans le total de l'activité pour 3 métiers (colonnes). Par exemple, en 1991–1996, les 5 premiers opérateurs pour le placement d'obligations internationales s'adjudgeaient 39,5 % du volume total du placement d'obligations internationales et 35,4 % du volume total du placement d'actions internationales. ² 1998–2002.

Sources : Dealogic ; Dealogic Loanware ; Swaps Monitor ; calculs BRI. Tableau III.4

déterminant joué par les grands établissements financiers tant dans l'intermédiation de bilan que dans l'intermédiation de marché en montrant que ce sont les mêmes qui remplissent les deux fonctions.

...présente des défis pour la surveillance prudentielle

De tels phénomènes d'interdépendance présentent d'importants défis pour la politique prudentielle qui vise à assurer que des difficultés au plan individuel n'engendrent pas de déséquilibres systémiques. Afin de maîtriser efficacement le risque systémique, il convient d'élaborer et de calibrer les instruments des politiques publiques en tenant compte des liens entre les différentes composantes du système financier et, plus généralement, d'adopter une approche systémique pour leur mise en œuvre (chapitre VII).

Limites à la diversification internationale ?

La tendance à la mondialisation du secteur bancaire...

La tendance à l'internationalisation de l'activité bancaire a été une importante constante du système financier. Les banques concernées ont développé leurs portefeuilles de placement et renforcé leur présence à l'étranger. Entre 2000 et mi-2007, l'encours de créances étrangères des banques déclarantes BRI est passé de \$11 000 milliards à plus de \$30 000 milliards, une expansion majeure même à l'échelle des mesures de l'activité économique. La recherche de diversification a été une importante incitation. La crise a cependant remis en cause le degré perçu de diversification des actifs et des passifs des opérations internationales des banques. Les dispositions prises par chaque établissement

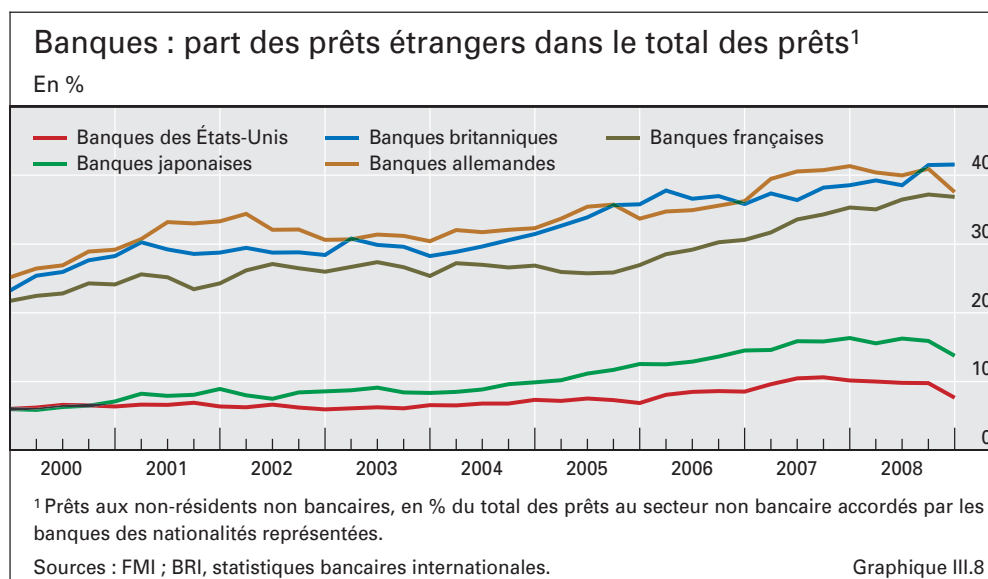
ainsi que l'évolution du cadre des politiques publiques augurent peut-être d'un ralentissement de cette tendance.

Côté actifs, un sens aigu du risque associé aux expositions étrangères induira peut-être dorénavant une « préférence nationale » dans l'activité de prêt. Dans une crise systémique mondiale, les avantages de la diversification internationale sont réduits, car les établissements voient leurs expositions locales et étrangères se dégrader simultanément et les économies d'accueil importent les difficultés rencontrées par les banques étrangères sur leur marché d'origine, sous la forme d'une contraction de l'offre de crédit. En outre, la réduction des dépenses est peut-être plus facile pour les opérations à l'étranger que dans le pays d'origine où les pressions publiques et politiques sont plus fortes. Certains signes témoignent que l'inversion de l'effet de levier a eu une incidence asymétrique à l'étranger et sur le marché d'origine : les créances sur les entités non bancaires résidant hors du marché d'origine des banques ont fortement diminué ces derniers trimestres (graphique III.8). Les signes de désengagement international sont sensibles surtout chez les prêteurs américains et allemands, et l'effet est plus prononcé sur les expositions aux économies émergentes (chapitre V).

...a marqué le pas pendant la crise...

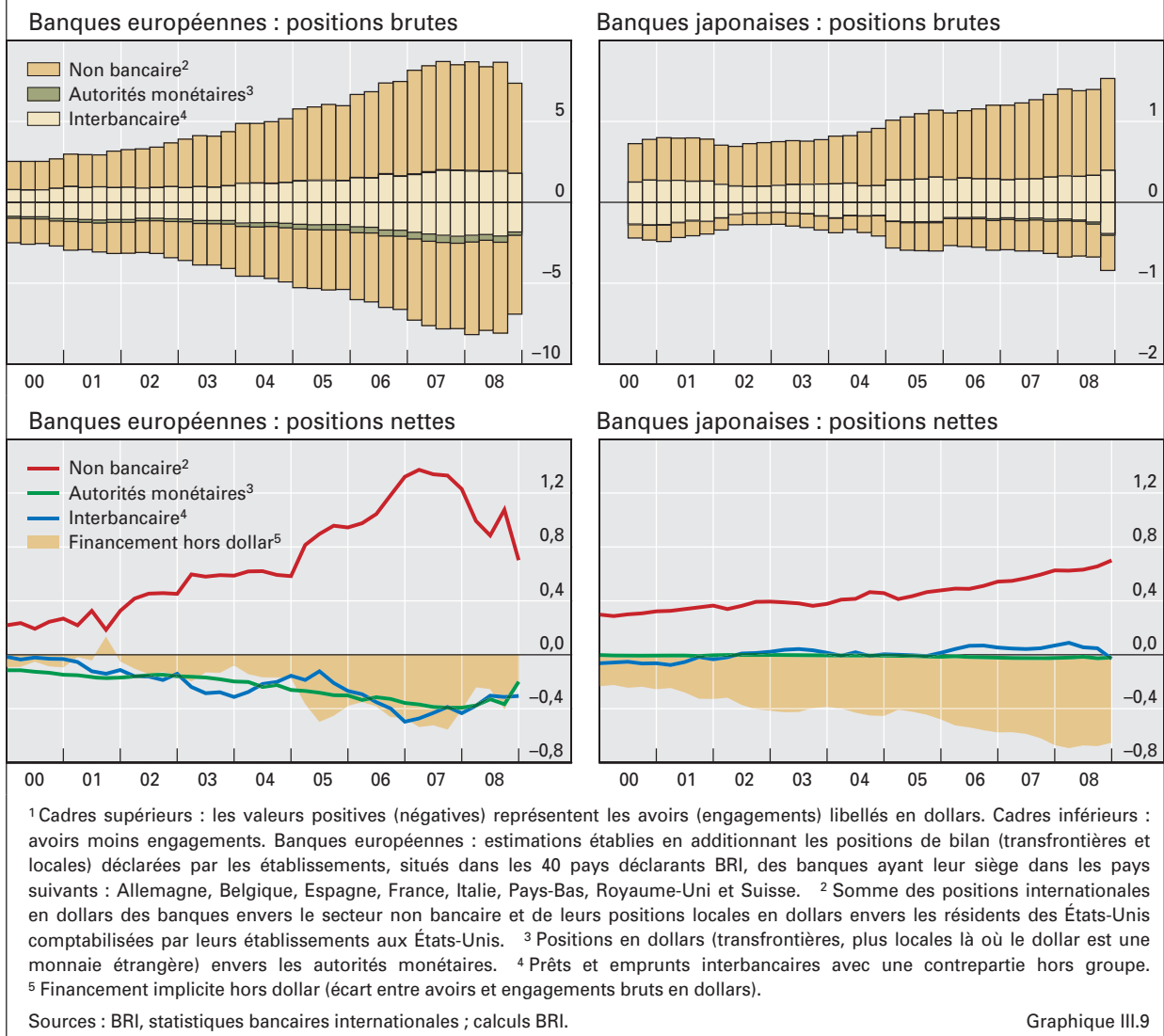
Côté passifs, les banques européennes désireuses de financer leurs expositions en dollars ont été particulièrement touchées par la pénurie de liquidité l'an passé. Les prêteurs européens avaient accumulé plus de \$5 000 milliards de créances sur le secteur privé, y compris des opérations en faveur d'entreprises et de particuliers ainsi que des produits structurés liés à des prêts hypothécaires octroyés aux États-Unis (graphique III.9, cadre supérieur gauche). Pour financer ces positions, ils ont emprunté des dollars sur le marché interbancaire mondial, auprès de banques centrales ayant accumulé des réserves et auprès d'entités non bancaires. Le solde des financements en dollars était constitué d'emprunts en monnaie nationale auprès de résidents du pays d'origine (graphique III.9, zone ombrée du cadre inférieur gauche). Le risque de change associé à un tel déséquilibre a probablement été largement compensé par le recours aux swaps cambistes

...tandis que de fortes tensions sur leurs financements secouaient les banques...



Banques internationales : positions en dollars et leur financement en devises¹

En milliers de milliards de dollars, par secteur de la contrepartie



par les banques, lesquelles ont ainsi été confrontées à une asymétrie d'échéances car les emprunts interbancaires tout comme les swaps cambistes étaient généralement assortis d'une durée plus courte que les investissements qu'ils soutenaient. Ce déséquilibre s'est trouvé exposé aux perturbations ressenties sur l'interbancaire et le marché des swaps depuis août 2007. Les problèmes des banques européennes se sont accentués, avec le retrait des fonds de placement monétaires suite à la faillite de Lehman Brothers (chapitre II). La pénurie de dollars qui en est résulté a incité la Réserve fédérale américaine à procéder à des swaps de devises avec d'autres banques centrales, lesquelles ont ainsi pu approvisionner en dollars les banques de leurs juridictions respectives (chapitre VI).

...et l'action des autorités a visé les systèmes bancaires nationaux

Les réactions des autorités à la crise peuvent aussi contribuer à une éventuelle interruption du processus d'internationalisation. La crise a mis en avant les limites des capacités des autorités nationales à gérer les banques internationales en difficulté et a révélé leurs insuffisances à résoudre les

problèmes causés sur le marché intérieur par la perturbation des mouvements internationaux de liquidité. Par conséquent, les nouvelles exigences destinées à renforcer les ressources des succursales et filiales locales pour leur permettre de traiter elles-mêmes de tels risques réduiront sans doute les avantages opérationnels de la gestion centralisée du risque et de la liquidité au sein des établissements exerçant des activités transfrontières.

Taille du secteur financier

Un événement de l'ampleur et de l'intensité de la crise actuelle est de nature à perdurer. Après la période de tensions aiguës en septembre et octobre 2008, le système financier doit désormais faire face aux conséquences structurelles de la crise. Les progrès accomplis par le secteur dans le traitement des dommages infligés ainsi que les vulnérabilités révélées par la crise non seulement influenceront la reprise mais en détermineront également le moment.

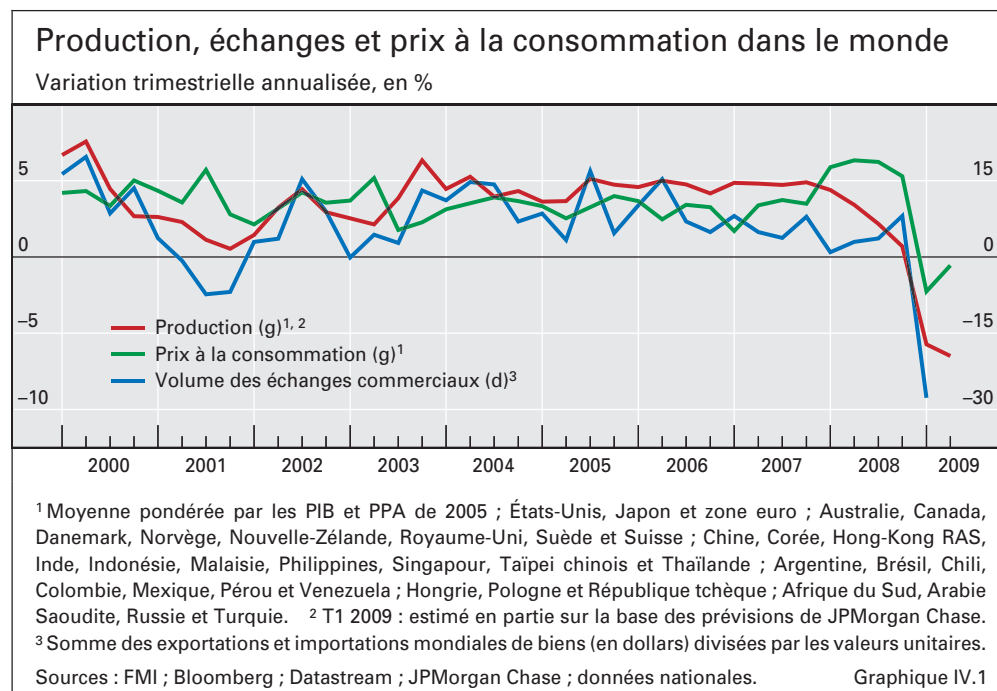
Une condition préalable indispensable à la sortie de crise est, depuis toujours, l'élimination de l'excédent de capacités qui se crée inévitablement au sein du secteur financier lors de la phase d'expansion antérieure. Dans la période qui a précédé la crise actuelle, diverses mesures ont attesté de la très vive expansion du secteur dans les économies avancées, notamment la taille des bilans des établissements financiers, leur capitalisation boursière, leur part dans les bénéfices en général et leur contribution globale au PIB. Pareil accroissement de la capacité financière s'explique par les anticipations d'une poursuite de la rentabilité, alimentées notamment, en phase terminale, par une hausse de l'effet de levier. La capacité des établissements à lever des fonds pour maintenir leur niveau d'activité sera limitée à court terme, et l'inversion de l'effet de levier qui en découlera cadre avec leurs mesures de rationalisation pour survivre dans l'environnement actuel. Dans le même temps, les marchés et les instances de surveillance ont relevé la norme d'adéquation des fonds propres, de sorte que les anticipations des investisseurs et les objectifs de rendement des établissements devront être ajustés à des niveaux moins ambitieux. L'élimination des capacités excédentaires dans le secteur est, dès lors, un élément indispensable à la réalisation de niveaux tenables de rentabilité.

Des ajustements à la capacité d'intermédiation seront nécessaires

IV. Répercussions sur les économies industrialisées

Dans plusieurs économies industrialisées, la contraction de l'activité économique a commencé à se faire sentir au premier semestre 2008. Au second, les tendances récessionnistes se sont nettement exacerbées et étendues. L'effondrement du commerce mondial qui en est résulté a été plus rapide qu'à aucun moment depuis plus de 50 ans et a frappé durement toutes les économies exportatrices (graphique IV.1). La conjonction de la fin d'une longue phase d'expansion généralisée, d'une chute des échanges commerciaux et d'un choc sévère sur le système financier a donné à cette contraction de l'activité un synchronisme inhabituel à l'échelle mondiale. Avec une production industrielle, des exportations et une confiance évoluant en étroite corrélation entre les différentes économies, la production et l'inflation ont fortement diminué partout dans le monde.

Les principales prévisions internationales envisagent, pour la plupart, un repli de 1 à 2 % de la production mondiale en 2009. Les États-Unis, la zone euro et le Japon sont plongés dans une profonde récession et la croissance des économies émergentes dans leur ensemble s'est brutalement ralentie. Le consensus des prévisionnistes au mois de mai fait état d'une reprise générale de la croissance, qui resterait cependant bien inférieure à sa moyenne jusqu'en 2010. Par conséquent, plusieurs grandes économies devraient enregistrer un taux d'inflation nul ou négatif en 2009. Aux États-Unis, le déficit des paiements



courants s'est réduit ces derniers mois avec, en contrepartie, une diminution marquée de l'excédent en Allemagne, au Japon et dans les pays du Moyen-Orient. Le solde positif de la Chine et des autres économies émergentes d'Asie demeure important.

Les perspectives à court terme sont des plus incertaines. Cela s'explique notamment par la difficulté d'évaluer l'interaction complexe entre l'économie réelle et le système financier, ainsi que l'effet des mesures exceptionnelles prises par les pouvoirs publics au cours des douze derniers mois environ. Les actions récentes des autorités devraient contribuer à soutenir la demande, à alléger les pressions à la baisse sur les prix des actifs et les flux de crédit, et à restaurer la confiance. L'intensité du récent déclin pourrait toutefois avoir des effets de second tour plus prononcés qu'escompté. En particulier, si la propension à épargner dans le monde industrialisé, conséquence possible du lourd endettement des ménages et de l'érosion sensible de leur patrimoine, devait continuer à s'accroître, les effets de contraction qui s'exercent sur l'économie mondiale pourraient s'en trouver prolongés.

Avant la crise

Avant la crise actuelle, la situation macroéconomique mondiale s'était profondément modifiée. L'un des principaux aspects de cette transformation résidait dans l'accroissement sensible de l'épargne brute en pourcentage du PIB, qui était passée d'environ 21½ % en 2001 à près de 24½ % en 2007. Cette augmentation reflétait surtout le taux relativement élevé des économies émergentes, où l'épargne globale avait plus que triplé de 2001 à 2007, portant la propension marginale à épargner à 43 %. Les taux moyens de l'épargne brute affichaient une progression dans la plupart des pays émergents, particulièrement marquée en Chine et au Moyen-Orient (tableau IV.1). En outre, dans plusieurs économies émergentes d'Asie, le taux d'investissement s'inscrivait en régression par rapport au milieu des années 1990, dégageant ainsi une épargne excédentaire encore plus importante.

En revanche, le taux d'épargne moyen diminuait dans les économies industrialisées, notamment en raison d'un brusque recul de l'épargne, en particulier aux États-Unis. Dans certains pays (Espagne, États-Unis, Irlande et Royaume-Uni), la composition de la dépense d'investissement s'était sensiblement modifiée, en faveur de la construction résidentielle, au cours de la première moitié de la décennie.

Cette évolution dans l'affectation du revenu avait notamment eu pour effet de concentrer la hausse de la consommation dans quelques pays seulement ; ainsi, de 2000 à 2006, les États-Unis représentaient environ un tiers de l'accroissement de la consommation mondiale. Autre conséquence majeure : l'augmentation du déficit américain des paiements courants, passé d'un peu plus de 3 % du PIB à la fin des années 1990 à un record de 6 % en 2006. En 2007, les excédents courants s'étaient accrus en termes de PIB dans les gros exportateurs de produits manufacturés, tels la Chine (plus de 10 % du PIB), l'Allemagne (près de 8 %) et le Japon (environ 5 %). Au Moyen-Orient, les excédents courants étaient gonflés par le renchérissement du prix du pétrole.

L'excédent d'épargne mondiale avant la crise...

...a été un des facteurs des déséquilibres majeurs dans la structure internationale de la demande...

Épargne et investissement dans le monde

En % du PIB

	Épargne brute				Investissement brut			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Économies avancées	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
États-Unis	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Japon	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Allemagne	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Royaume-Uni	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Autres ¹	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Économies émergentes	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
Chine	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Asie (hors Chine) ²	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
Amérique latine ³	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Moyen-Orient ⁴	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Autres ⁵	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Total	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

Sous-totaux par groupe d'économies et total : calculés comme la somme de l'épargne brute ou de l'investissement brut dans les économies citées, divisée par la somme des PIB de ces économies ; en termes de dollars.

¹ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède, Suisse et zone euro (hors Allemagne). ² Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Arabie Saoudite, Iran, Koweït, Libye, Oman, Qatar et Yémen. ⁵ Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau IV.1

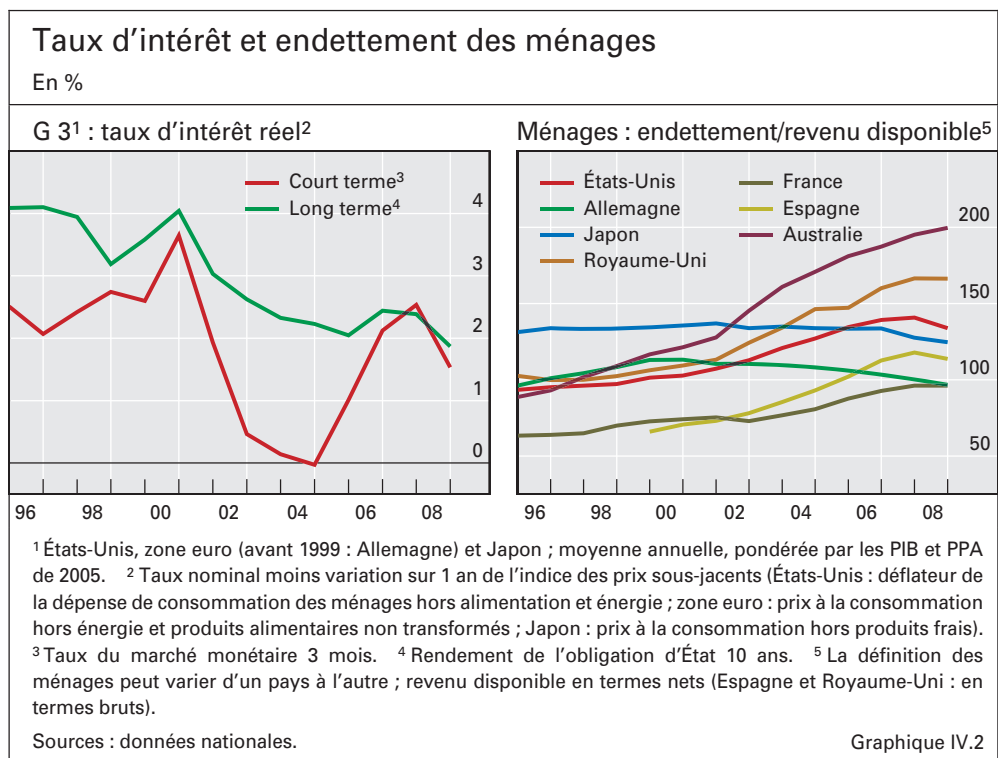
...en pesant sur les
taux d'intérêt à long
terme

Dans de nombreuses économies avancées, l'essor de la dépense des ménages avant la crise était soutenu par plusieurs facteurs interdépendants. L'un d'eux, le recul significatif des taux longs en termes réels, avait été rendu possible non seulement par la forte augmentation de l'épargne mondiale mais aussi par une baisse de la prime d'échéance stimulée par la demande accrue pour les titres à long terme de la part des investisseurs institutionnels, banques centrales d'économies émergentes notamment (graphique IV.2)¹. L'incidence expansionniste des taux longs très bas était amplifiée par des politiques monétaires accommodantes dans les grandes économies avancées, où les taux courts étaient restés faibles ou négatifs en termes réels de 2002 à 2005.

L'endettement des
ménages avait
fortement
augmenté...

Pendant la phase ascendante du cycle, l'assouplissement des conditions de crédit avait été le plus prononcé aux États-Unis, où les taux hypothécaires à 30 ans étaient revenus, en termes réels, de quelque 5 % au début des années 2000 à 1–3 % en 2005 et où les critères d'octroi étaient devenus

¹ Il existe plusieurs théories sur le lien entre épargne mondiale et taux d'intérêt à long terme. Selon l'hypothèse de l'excédent d'épargne (*saving glut*) dans le monde, le taux réel à long terme doit baisser pour instaurer un équilibre mondial à un niveau d'investissement supérieur ; B. Bernanke, « The global saving glut and the US current account deficit », Homer Jones Lecture, St Louis, 14 avril 2005, www.federalreserve.gov. Une autre hypothèse avance que les crises financières et un niveau d'épargne élevé dans les économies émergentes, en présence d'un développement financier limité, ont engendré une pénurie mondiale d'actifs à faible risque, aboutissant à une baisse des taux obligataires à long terme ; R. Caballero, E. Farhi et P. Gourinchas, « An equilibrium model of global imbalances and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, mars 2008, pp. 358–393.



nettement moins contraignants (chapitre III). L'accroissement du crédit aux ménages avait presque doublé en termes réels, passant d'une moyenne de 4 % dans les années 1990 à 7,5 % environ pendant la période 2000–2006, ce qui avait fortement alourdi leur endettement par rapport à leur revenu. La dette des ménages affichait aussi une hausse notable au Royaume-Uni, où les taux d'intérêt hypothécaires, liés aux taux courts, avaient également chuté. La hausse du ratio d'endettement des ménages rendait ainsi de nombreux foyers extrêmement vulnérables à des chocs négatifs sur le revenu et sur les prix des actifs.

Un deuxième facteur de stimulation de la dépense, découlant en partie du premier, a été la flambée des prix du logement dans plusieurs pays. Non seulement elle a entraîné une hausse des achats spéculatifs de biens immobiliers mais elle a aussi accru les possibilités d'emprunts assortis de garanties hypothécaires. À partir du début des années 2000 jusqu'au sommet du cycle des prix immobiliers, les prix des logements en termes réels ont augmenté de plus de 90 % au Royaume-Uni et en Espagne et de plus de 60 % aux États-Unis (sur la base de l'indice Case-Shiller). Dans plusieurs pays, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB était nettement supérieure à sa moyenne historique. Aux États-Unis, elle a atteint le niveau record de 6,2 % en 2005 et le taux d'inoccupation des logements s'est envolé de 50 % entre 2001 et 2006 pour s'établir à plus de 2,5 %. La construction résidentielle a connu une expansion nettement supérieure à sa tendance de long terme en Espagne et en Irlande (respectivement 9 % et 12 % du PIB en 2007) ainsi qu'en Australie et au Canada.

Troisième facteur : le gonflement de la dépense de consommation dans plusieurs pays industrialisés a pu inciter les producteurs de biens et services à un optimisme excessif, favorisant un surinvestissement et une mauvaise

...de même que les prix du logement...

...l'investissement résidentiel...

...ainsi que l'investissement dans les secteurs des biens de consommation durables

allocation des ressources pendant la période précédant la crise. En particulier, la forte hausse de la dépense des ménages dans les secteurs des biens de consommation durables, notamment l'automobile, a entraîné un renforcement des capacités de production. Aux États-Unis, par exemple, la dépense en biens de consommation durables, qui progressait depuis le milieu des années 1990, s'était accélérée au début des années 2000, passant de quelque 7 % du PIB vers 1995 à un record avoisinant 11 % en 2007². Dans le secteur automobile aux États-Unis, les capacités de production s'étaient accrues d'environ 55 % de 1996 à 2006, contre moins de 25 % au cours des dix années précédentes.

Le retournement

L'euphorie laisse place à une contraction brutale et synchrone de l'économie mondiale...

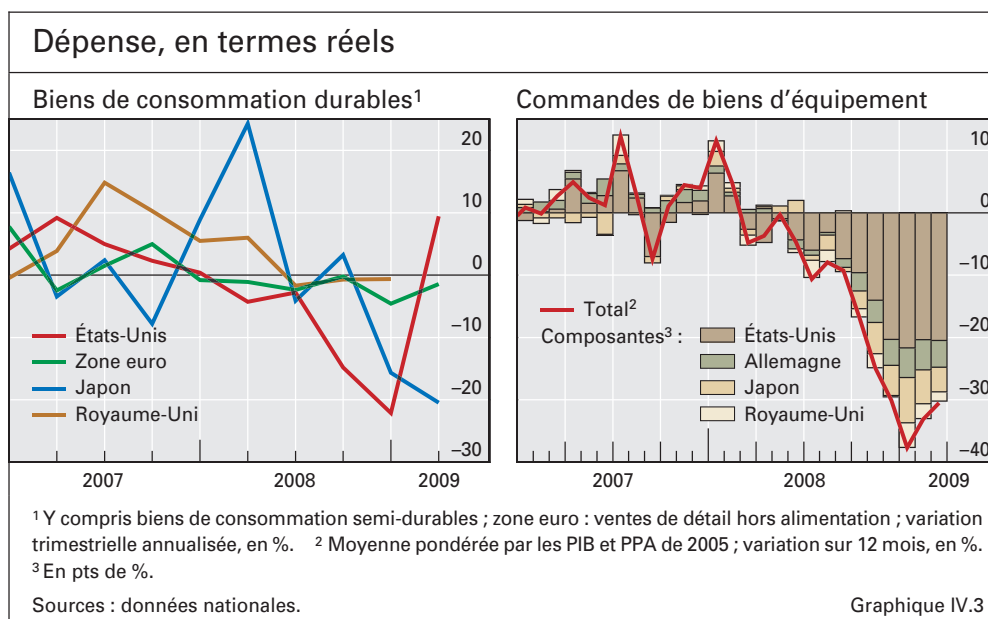
Depuis le second semestre 2008, la dépense des ménages (y compris au titre du logement) dans les économies avancées a diminué, en liaison avec de fortes baisses des prix des actifs et de la confiance ainsi qu'un durcissement des conditions de crédit. La section qui suit décrit les caractéristiques et les causes du repli de l'activité dans ces économies. Le chapitre V étudie pour sa part la manière dont les économies émergentes en ont été affectées.

Même si la croissance s'est nettement affaiblie aux États-Unis depuis mi-2007 et dans les autres grandes économies industrialisées depuis début 2008, la contraction de l'activité ne s'est véritablement mondialisée que vers la fin 2008 (voir tableau I.1 pour une vue d'ensemble des différentes phases de la crise). Au quatrième trimestre 2008, la production (en taux annuels corrigés des variations saisonnières) a reculé de 14 % au Japon et de plus de 6 % aux États-Unis et dans la zone euro ; cette baisse s'est encore accentuée au premier trimestre 2009 au Japon et dans la zone euro (15 % et environ 10 % respectivement). Des signes indiquent cependant que le mouvement s'est atténué depuis mars 2009. La baisse mensuelle de la production industrielle s'est ralentie aux États-Unis en avril pendant que le Japon connaissait un rebond en mars et avril. En outre, la plupart des enquêtes dans le secteur manufacturier (par exemple, l'indicateur des directeurs d'achat) rendaient compte d'une poursuite du redressement jusqu'en mai dans les économies du G3, ce qui laisse supposer que les perspectives de redressement se sont consolidées.

...induite par une baisse rapide de la consommation de biens durables...

La contraction de l'activité a revêtu une ampleur inhabituelle, affectant la plupart des composantes de la dépense. La consommation privée a diminué dans toutes les grandes économies au dernier trimestre 2008, mais nulle part aussi rapidement qu'aux États-Unis, où elle s'est effondrée de 4,3 % en rythme annuel, représentant près de la moitié du recul de la production. Ce sont les biens de consommation durables qui ont été les plus durement touchés, avec une forte chute au second semestre 2008 (graphique IV.3). Au quatrième trimestre, leur part dans le PIB américain avait déjà diminué d'environ 1 point de pourcentage par rapport à son point haut de 2007. À ce recul inhabituel a

² La dépense en biens de consommation durables incorpore aussi un élément d'investissement. L'inclusion de cet élément dans les actifs corporels s'est traduite par une augmentation de 2,5 points de pourcentage du taux d'épargne des ménages aux États-Unis pour la période 2000-2006 ; cette augmentation était tombée à 0,5 point de pourcentage au dernier trimestre 2008.



succédé, au premier trimestre 2009, un rebond qui reste cependant fragile, compte tenu des pertes de richesse importantes et des perturbations touchant les marchés de la dette (prochaine section). Dans la zone euro et au Japon, en revanche, la consommation a faiblement contribué à la chute de la production, qui découle de l'effondrement des exportations nettes au Japon, pour près de 75 % (au quatrième trimestre 2008) et 50 % (au premier trimestre 2009), et dans la zone euro, pour environ 60 % (au dernier trimestre 2008).

La détérioration ayant été plus rapide pour la consommation que pour le revenu, les taux d'épargne des ménages ont augmenté dans plusieurs économies avancées, surtout dans celles où ils étaient bas. La progression a été très nette aux États-Unis, avec un gain de près de 4 points de pourcentage (à 4,2 %) par rapport au revenu disponible entre le dernier trimestre 2007 et les trois premiers mois de 2009. En Australie et au Royaume-Uni, l'épargne des ménages s'est aussi fortement accrue, passant de taux quasi nuls, voire négatifs dans le second pays, au premier trimestre 2008, à respectivement 8,5 % et 4,8 % au quatrième trimestre. Dans la zone euro, la propension à épargner s'est également vivement accentuée, avec une hausse de 1 point de pourcentage du taux d'épargne au dernier trimestre 2008 (à 15,1 %).

Le tassement de l'investissement résidentiel a été le plus rapide aux États-Unis, où la construction de logements privés a régressé à un plus bas de 2,7 % du PIB au premier trimestre 2009. En Espagne et au Royaume-Uni, la crise a aggravé la situation dans ce secteur déjà affaibli. En Allemagne, l'investissement résidentiel a commencé à être touché vers la fin de 2008, alors qu'au Japon les mises en chantier semblent indiquer une forte contraction depuis le début de 2009. Fin 2008, le ratio de l'investissement résidentiel par rapport au PIB dépassait encore sa moyenne depuis 1980 dans plusieurs économies avancées (Canada, Irlande et Pays-Bas notamment), ce qui donne à penser que le mouvement de correction n'y est pas terminé.

La conjonction d'une raréfaction de l'offre de crédit aux promoteurs de biens immobiliers à usage commercial et de la faiblesse de la demande

...un tassement marqué de l'investissement résidentiel...

...et une forte réduction de l'investissement des entreprises

dans ce domaine a fragilisé encore davantage ce secteur de la construction. En outre, du fait de la détérioration des perspectives de la demande des consommateurs et du recul des commandes de l'étranger, les projets d'investissement des entreprises ont été soit reportés, soit sérieusement amputés. Aux États-Unis, par exemple, l'investissement non résidentiel en capital fixe a enregistré une baisse record de 38 % (en termes annualisés) au premier trimestre 2009, qui faisait suite à un repli de 23 % au trimestre précédent. Une contraction marquée a été observée également au Japon ainsi que dans la zone euro. La forte diminution des commandes de biens d'équipement jusqu'en mars 2009 suggère que le tassement de l'investissement demeure sévère (graphique IV.3).

La récession a été accentuée par la tendance à la réduction des stocks jugés excédentaires, la chute des ventes effectives étant plus rapide que prévu. De plus, certains signes indiquent que l'investissement peut avoir été affecté par la pénurie de crédits commerciaux. Ainsi, des enquêtes menées au Royaume-Uni font apparaître que les prêts interentreprises ont souffert de la multiplication des retards de paiement, d'une augmentation des probabilités de défaillance tandis que, parallèlement, les entreprises renforçaient leurs liquidités pour réduire leur exposition à des marchés volatiles. La réticence plus nette des banques et des institutions financières non bancaires à consentir des crédits commerciaux a pu contribuer également au tassement de l'investissement.

Récession, situations financières et crédit

Situation financière des ménages

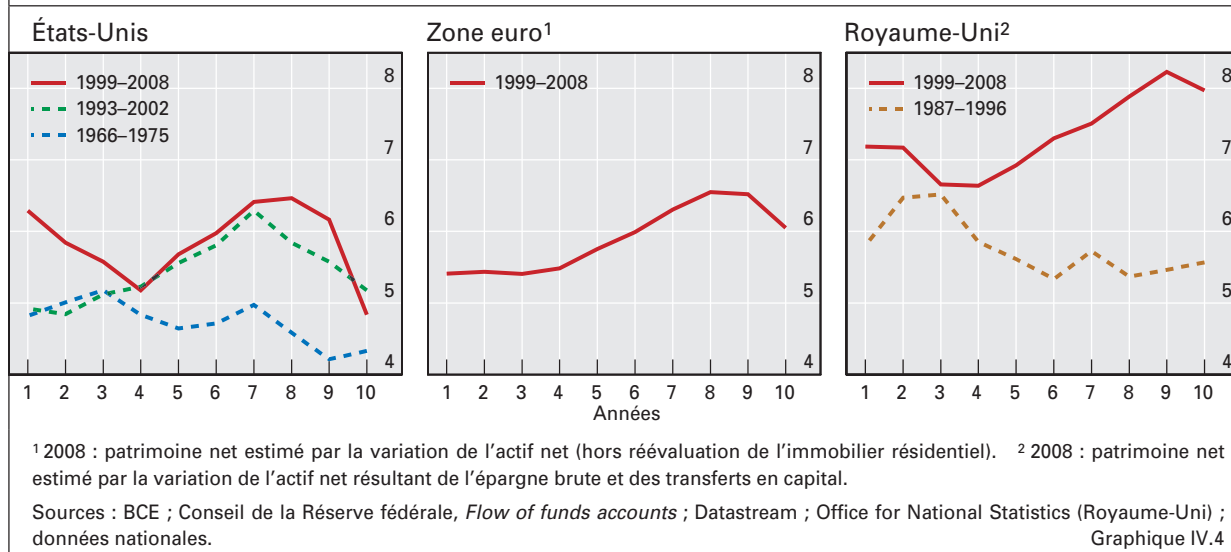
La situation financière précaire des ménages...

Parmi les principales causes de la récession figure l'importante détérioration de la situation des ménages induite par la crise financière. Les cours des actions ont plongé rapidement et la baisse des prix des logements en termes nominaux, d'abord confinée aux États-Unis, s'est étendue aux autres économies avancées. Du deuxième trimestre 2007 au quatrième de 2008, la valeur nette du patrimoine des ménages américains a fondu d'environ 20 % (quelque 13 000 milliards de dollars) ; en pourcentage du revenu disponible, ce repli est supérieur à la richesse accumulée pendant les cinq années précédentes (graphique IV.4). Dans la zone euro, les pertes ont aussi commencé à toucher davantage d'actifs et de pays ; elles ont dépassé de loin celles subies lors de l'effondrement des marchés d'actions en 2001, dont les effets négatifs avaient été compensés par la hausse de la valeur des logements.

...exerce des effets négatifs sur la consommation...

Cette réduction du patrimoine – en particulier, les actifs immobiliers – inhibera sans doute encore quelque temps la consommation, quoique des incidences favorables ne sont pas à exclure. Ainsi, le recul du prix des logements implique une diminution de la valeur locative, compensant en partie l'effet de richesse négatif. De plus, il ouvre des possibilités aux acheteurs potentiels, en réduisant le montant des apports personnels et donc la contrainte d'épargne. Par ailleurs, une partie de la contraction du

Ménages : patrimoine net/revenu disponible



patrimoine, liée notamment à la dépréciation des actifs financiers, peut être perçue comme temporaire.

Malgré des différences dans les estimations de l'effet de richesse sur la consommation, l'incidence du patrimoine immobilier apparaît généralement significative : elle se situe, par exemple, entre 3 et 7 cents par dollar pour l'Australie, le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni selon certaines études. Elle reste cependant faible pour la zone euro³. La contraction du patrimoine immobilier risque de réduire fortement la dépense des ménages qui nantissaient leur patrimoine pour financer leur consommation. Le fait que, durant la période d'expansion, les conditions de crédit faciles dans plusieurs pays ont permis d'obtenir beaucoup plus aisément des emprunts adossés à des garanties peut avoir des conséquences néfastes en phase de resserrement du crédit. Il est possible que les baisses des prix des actifs, en laissant de nombreux ménages avec un important patrimoine négatif, soient à l'origine d'effets de richesse asymétriques sur la consommation.

En outre, la vulnérabilité financière des ménages étant accentuée par cette perte importante de patrimoine, ceux-ci peuvent être incités à se détourner des actifs moins liquides (essentiellement le logement mais aussi les biens durables) pour ceux qui le sont davantage. Les foyers lourdement endettés, en particulier, confrontés à de gros engagements contractuels, pourraient renforcer leur épargne financière et réduire la dépense consacrée au logement, aux véhicules automobiles et à d'autres biens de consommation durables à valeur élevée⁴.

...notamment en réduisant la valeur des nantissements

En outre, les ménages risquent de moins investir dans des actifs durables...

³ Voir la récente analyse sur les estimations de l'effet de richesse sur la consommation, « Patrimoine immobilier et consommation privée dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2009.

⁴ Ce facteur semble avoir joué un rôle important dans l'augmentation de l'épargne des ménages américains après la chute des marchés d'actions dans les années 1970 ; voir F. Mishkin, « What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973-75 recession », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, n° 1, 1977, pp. 123-174.

...et d'augmenter leur épargne-retraite

De plus, la chute de la valeur des actifs des fonds de pension peut contraindre les personnes proches de la retraite à accroître leur épargne ou à différer leur départ si elles dépendent de régimes à cotisations définies dans lesquels les prestations sont liées à la valeur de marché des actifs. Dans le cas de dispositifs à prestations définies, les moins-values pourraient compromettre la situation financière des entreprises qui les cautionnent et réduire leur capacité d'assurer les prestations garanties ou de préserver l'emploi.

Des effets sans doute variables selon les économies

Cela étant, les effets résultant de la contraction du patrimoine sont sans doute variables selon les pays, en fonction des régimes en vigueur. En Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'impact sur la dépense des ménages devrait être plus marqué qu'ailleurs, étant donné le niveau élevé de financement par extraction hypothécaire durant la phase d'expansion. Selon certaines estimations, aux États-Unis, ce type d'emprunts aurait financé chaque année, de 2001 à 2005, environ 1¾ % de la consommation ; si l'on tient compte des prêts utilisés pour rembourser des dettes non hypothécaires, cette contribution atteint 3 %⁵. Au Royaume-Uni, l'extraction hypothécaire s'est inversée, chutant de plus de 7 % du revenu après impôts en 2003 à -1 % en 2008. En revanche, pour l'ensemble de la zone euro, ces prêts ont joué un rôle relativement mineur dans la dépense des ménages, en raison de la moindre proportion des propriétaires de logement ainsi que, dans certains pays, d'un marché hypothécaire moins développé.

Une nouvelle augmentation marquée de l'épargne des ménages constitue un risque majeur

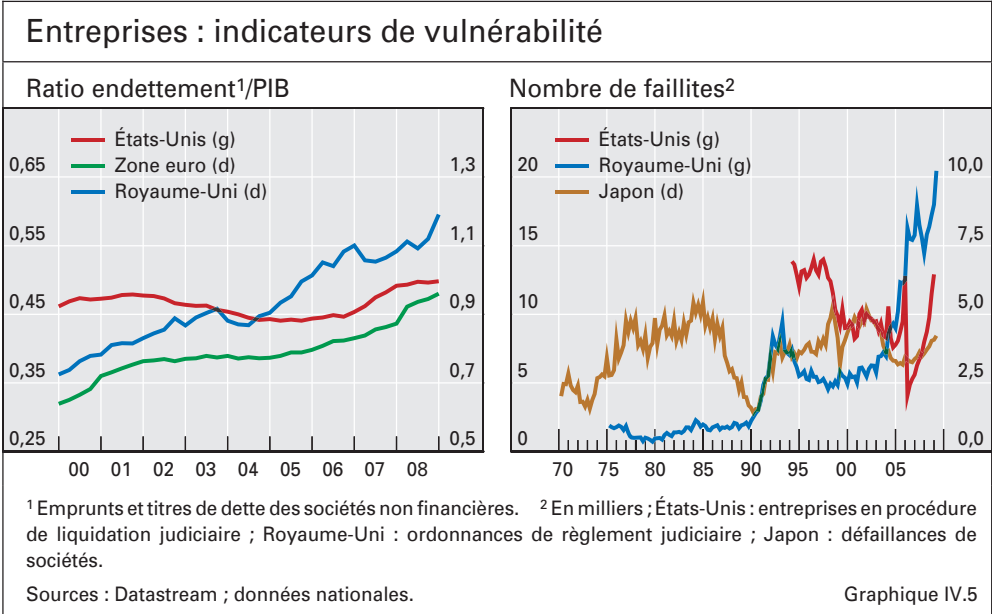
Néanmoins, le fait que l'endettement des ménages se soit autant accru dans autant de pays suggère que des pertes importantes en termes de richesse et de revenu risquent fort de faire encore monter, un peu partout, le taux d'épargne. Reste à savoir si cette hausse pourrait se prolonger. Lors de la récession des années 1970 aux États-Unis, le taux d'épargne des ménages était passé d'un creux de 8,0 %, mi-1972, à un point haut de 12,5 %, mi-1975. Un tel mouvement avait également été observé pendant celle du début des années 1980. Par contre, les épisodes des années 1990 et du début des années 2000 n'avaient guère affecté le taux d'épargne. Dans le cas présent, cependant, le taux d'épargne des ménages s'est avéré inférieur au plus bas enregistré lors des récessions précédentes et l'endettement bien plus élevé que le plus haut d'alors. L'augmentation de l'épargne pourrait par conséquent être plus forte et durer plus longtemps. Le mouvement de hausse pourrait aussi se poursuivre en Australie et au Royaume-Uni ainsi que dans plusieurs économies de la zone euro (notamment l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas), où les taux d'épargne demeurent inférieurs à leurs moyennes historiques.

Bilans des entreprises

Détérioration des bilans des entreprises...

Contrairement à ce qui s'est passé pour le secteur des ménages, l'endettement des entreprises non financières était resté relativement stable ou avait même diminué de 2000 à 2004. Entre 2005 et 2008, cependant, il a fortement

⁵ Voir A. Greenspan et J. Kennedy, « Sources and uses of equity extracted from homes », *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, mars 2007.



augmenté en pourcentage du PIB (graphique IV.5). La crise a accentué la faiblesse des bilans en réduisant fortement la rentabilité ainsi que la valeur de l'investissement des entreprises. De plus, l'élévation des primes de risque a empêché de nombreuses sociétés d'accéder aux marchés des capitaux, causant ainsi de sérieux problèmes de financement.

En 2008, les entreprises non financières hors exploitations agricoles ont enregistré aux États-Unis un recul global de 7 % de leurs actifs nets, dû essentiellement à une chute de la valeur de leurs biens immobiliers (-12,8 %) ainsi que, dans une moindre mesure, de leurs actifs financiers (-5,3 %). En revanche, pour les entreprises non financières de la zone euro et du Japon, ces derniers (hors actions) ont subi une détérioration beaucoup plus marquée en 2008, avoisinant 50 %. Les difficultés se sont donc considérablement amplifiées, avec un nombre de faillites approchant ou dépassant les niveaux records dans plusieurs pays industrialisés (graphique IV.5).

La détérioration de la situation financière et de la rentabilité des entreprises paraît devoir entraîner une réduction de l'investissement, qui aurait des répercussions sur l'économie et les bilans. L'importance d'un tel effet amplificateur défavorable dépend de la structure et de la solidité initiale des bilans des entreprises. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, l'encours de leurs engagements financiers bruts (instruments de dette, crédits commerciaux et autres) s'établissait à environ 130 % du PIB fin 2008. Ce niveau, nettement supérieur à la moyenne des années 1990, les rend plus vulnérables à des chocs financiers. Aux États-Unis, bien que les engagements financiers des entreprises aient aussi augmenté – pour atteindre 90 % du PIB fin 2008 –, il ne semble pas qu'ils soient excessifs par rapport à la moyenne des années 1990.

Retournement du cycle du crédit

La crise a provoqué un renversement brutal du cycle du crédit. Des réductions sensibles des taux directeurs ont contribué l'an dernier à faire baisser les taux

...dans toutes les grandes économies industrialisées...

...ce qui pourrait entraîner de nouvelles compressions de l'investissement

Le durcissement des conditions de prêt réduit l'accès au crédit...

d'intérêt des emprunts des ménages et des entreprises. Mais leur effet sur les flux de crédit a été neutralisé par un durcissement considérable des autres critères d'octroi (chapitre III).

...en particulier pour les ménages, mais aussi de plus en plus pour les entreprises...

La croissance globale du crédit au secteur privé s'est ralentie au cours des douze derniers mois dans de nombreuses économies avancées, de manière particulièrement sensible pour le logement. Aux États-Unis, les crédits immobiliers (hors prêts personnels garantis par un bien immobilier) se sont contractés en termes nominaux à un rythme annuel de 1-2 % à partir du deuxième trimestre 2008 et jusqu'au premier trimestre 2009 ; dans la zone euro, ils ont cessé de croître en mars 2009. Le crédit à la consommation a fortement diminué dans bon nombre d'économies avancées, à l'exception des États-Unis où il a connu une expansion annualisée de 9 % sur les trois premiers mois de 2009. Les concours aux entreprises ont poursuivi leur progression dans de nombreux pays, mais sans doute plus par un recours accru aux lignes de crédit existantes que par de nouveaux emprunts.

...incitant à réduire encore la dépense

Si le resserrement du crédit a exercé un effet dissuasif sur les primo-accédants et les autres consommateurs aux possibilités d'emprunt limitées, la baisse du revenu a encore accru le nombre de ménages dont l'accès au crédit s'est réduit. La disparition de financements alternatifs non bancaires n'a fait qu'aggraver les choses. L'investissement des entreprises en a également souffert ; de récentes enquêtes font état, en effet, de diminutions significatives des nouvelles lignes de crédit, notamment aux États-Unis. De plus, avec l'affaiblissement de l'économie et la détérioration rapide des bilans, la crise du crédit se trouve amplifiée par un tassement notable de la demande de fonds, car les entreprises réduisent leurs programmes d'investissement et les ménages réévaluent leurs perspectives en termes de revenu et de patrimoine.

L'ampleur du retournement n'est guère prévisible

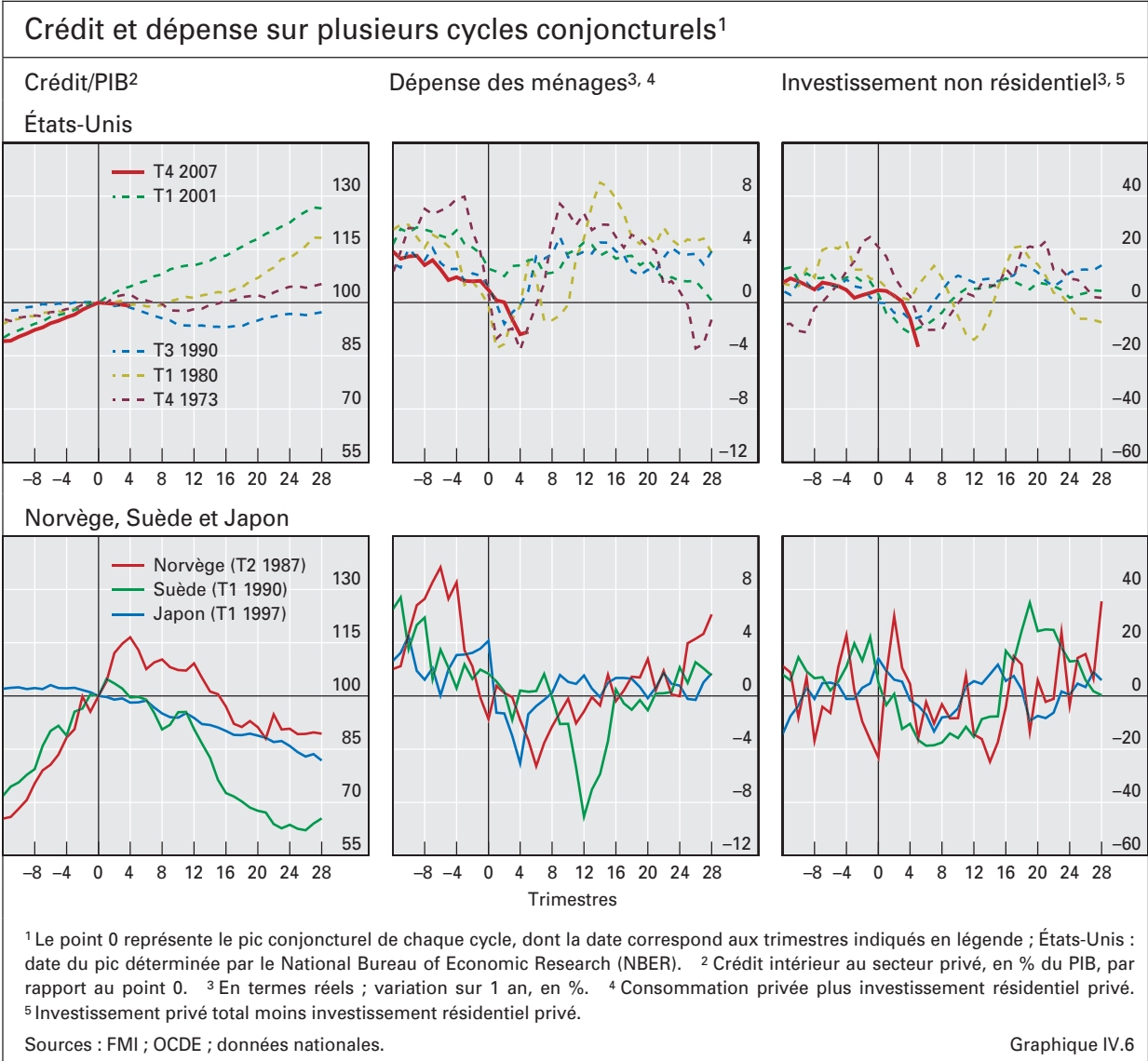
L'ampleur et la durée du retournement du cycle du crédit seront donc fortement dépendantes de l'interaction entre le processus de désendettement des banques (chapitre III) et les ajustements financiers effectués par les entreprises et les ménages. Cette interaction est difficile à mesurer mais les crises antérieures peuvent apporter quelques enseignements.

Les expériences antérieures aux États-Unis suggèrent une incidence prolongée sur le crédit et la dépense...

Il peut être utile de comparer le cycle du crédit actuel aux États-Unis avec les précédents, même si leurs déterminants immédiats ne sont pas les mêmes. La contraction du crédit au début des années 1990, en particulier, constitue un repère intéressant (graphique IV.6). Bien que les pertes causées par la baisse de valeur des biens à usage commercial aient été modérées, les prêts au secteur privé, en termes réels, avaient reculé pendant quatorze trimestres consécutifs, à partir du troisième trimestre 1990. Le ratio crédit/PIB s'était aussi contracté au cours de cette même période. Un lien étroit a pu être observé entre les cycles du crédit et de la dépense des ménages, même si en définitive la contraction du crédit a duré plus longtemps que celle de la dépense des ménages. En outre, l'investissement non résidentiel avait nettement régressé lors du repli des années 1990.

...comme lors des crises bancaires des pays nordiques...

Les crises bancaires des pays nordiques durant les années 1990, au cours desquelles les phases extrêmes d'expansion et de contraction des prix de l'immobilier avaient aussi joué un rôle majeur, constituent une autre référence



utile. Ces crises avaient provoqué dans la région une baisse du ratio crédit/PIB qui a duré de cinq à sept ans, puis un tassement prolongé de la dépense. En Norvège et en Suède, la dépense des ménages et l'investissement des entreprises avaient commencé à fléchir bien avant le pic du cycle de production et s'étaient contractés pendant plusieurs années après les crises. Cependant, comme le montre le chapitre VI, les différentes approches mises en œuvre pour résoudre les crises ont également leur importance. Au moment où les autorités des pays nordiques étaient intervenues, le crédit et l'activité économique s'étaient déjà nettement détériorés. Cette fois, par contre, les interventions publiques se sont faites à un stade précoce du cycle, afin d'atténuer la phase de contraction.

Les problèmes actuels du secteur des ménages peuvent être rapprochés de l'expérience du Japon dans les années 1990, qui illustre l'interaction négative entre une crise bancaire et un endettement excessif des entreprises. L'effondrement des prix des actifs au Japon à la fin des années 1980 avait alourdi les pertes des banques et sérieusement affecté les bilans des entreprises non financières, dont les niveaux d'endettement dépassaient

...et du Japon

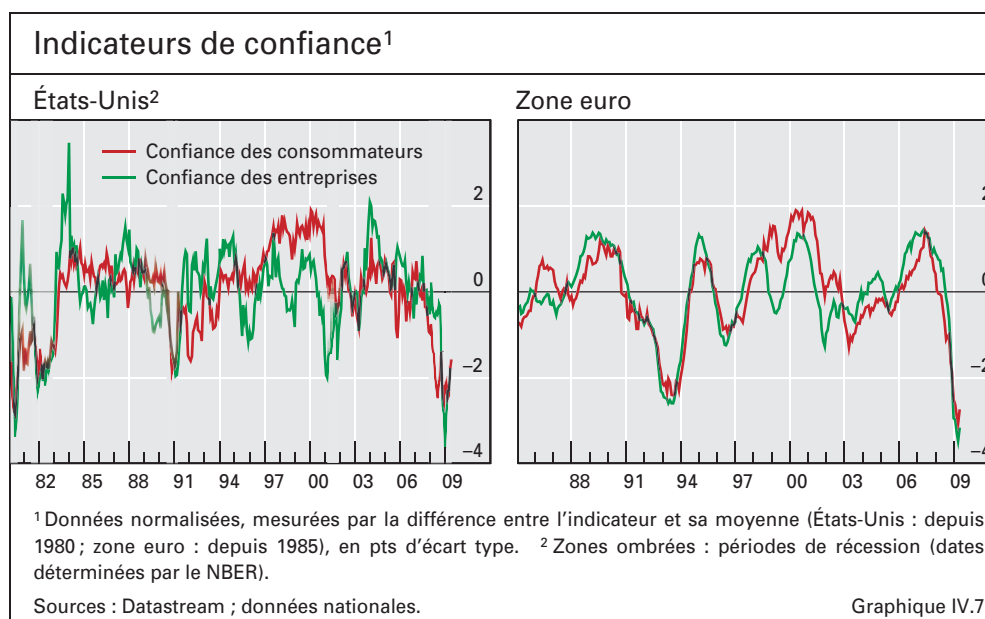
150 % du PIB en 1990. Cette situation avait débouché sur une période prolongée de réduction de l'endettement, de compression de la dépense en biens d'équipement et de faiblesse de la demande de crédit. Avec la chute du ratio endettement/PIB du secteur des entreprises les années suivantes, le ratio crédit/PIB avait, lui aussi, diminué.

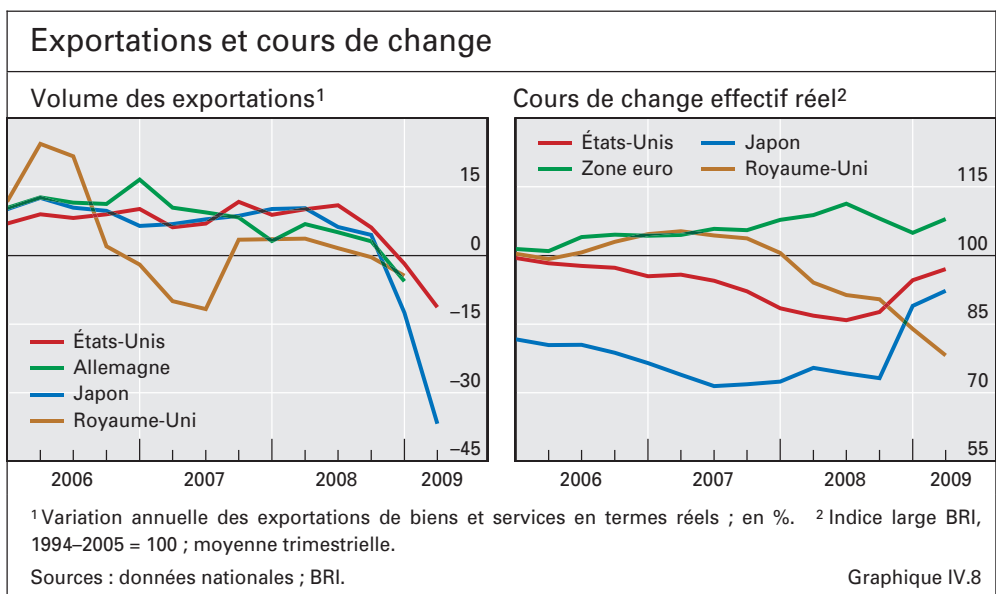
Facteurs d'aggravation et de propagation de la récession

Le recul marqué de l'emploi a aggravé la situation...

Les ajustements en termes de bilans et de crédits exercent des effets durables sur l'économie, mais leur incidence à court terme dans la crise actuelle a été amplifiée par plusieurs facteurs conjoncturels. L'un d'eux est le recul marqué de l'emploi, provoqué par la menace croissante de faillites d'entreprises, ce qui a fortement accru les incertitudes financières des ménages. Ainsi, aux États-Unis, le total des heures ouvrées s'est contracté à un rythme annualisé de 9 % au premier trimestre 2009, après des diminutions du même ordre au trimestre précédent, faisant passer le taux de chômage à 9,4 % en mai 2009. Si le cycle actuel de l'emploi aux États-Unis apparaît déjà relativement ample par comparaison avec le passé, les prévisions consensuelles de mai indiquent que le taux de chômage va encore augmenter, pour s'approcher de 10 % d'ici 2010. Dans la zone euro, la croissance soutenue de l'offre de main-d'œuvre, conjuguée à la faiblesse de la demande, explique la hausse continue du taux de chômage, qui atteignait 9,2 % en avril 2009.

Les incertitudes en matière d'emploi auxquelles sont confrontés les ménages de la zone euro pourraient durer davantage qu'aux États-Unis, où le cycle de l'emploi est généralement plus court. Lors des récessions des années 1980 et 1990, par exemple, l'emploi s'est contracté respectivement pendant douze et huit trimestres dans la zone euro, contre quatre environ aux États-Unis. Au Japon, la situation dans ce domaine est restée déprimée depuis la fin des années 1990. La baisse marquée du ratio des offres d'emploi par rapport aux demandes depuis le début de 2009 suggère que les difficultés vont sans doute aller en s'amplifiant.





Un deuxième facteur conjoncturel, lié au premier, réside dans la nette dégradation de la confiance des consommateurs et des entreprises (graphique IV.7). Par le passé, la confiance expliquait généralement une petite part de la dépense, les principaux déterminants de la consommation étant le revenu, le patrimoine et les taux d'intérêt⁶. Or, si la perte de confiance reflète des anticipations à la baisse du revenu, elle peut préfigurer une diminution de la dépense. L'un des risques essentiels est que cette perte de confiance ne s'autoalimente à travers une contraction de la dépense et de l'emploi, et une intensification des incertitudes liées au revenu.

...tout comme l'ont fait le doute face à l'avenir...

Un troisième facteur conjoncturel est la forte contraction des échanges internationaux (graphique IV.8), qui a contribué à l'extension et à l'aggravation de la crise dans les différentes économies. L'effondrement mondial de la demande de produits manufacturés a affecté tous les pays avancés, mais plus particulièrement ceux qui sont fortement dépendants des exportations de ces produits, notamment l'Allemagne et le Japon. De plus, comme l'Allemagne est la principale plateforme du réseau de production européen, le recul de ses activités exportatrices a été ressenti au-delà de ses frontières. L'Australie et le Canada ont été frappés par la chute des cours des produits de base, à un degré moindre cependant pour ce premier pays, étant donné qu'il est importateur net de pétrole mais aussi parce que le repli des prix des produits agricoles a été relativement modeste.

...et la contraction du volume des échanges

Quatrième facteur : l'évolution des cours de change. En particulier, la vive appréciation de la valeur effective réelle du yen qui a débuté vers la fin 2008 a pesé, en particulier, sur les exportations du Japon. Au Royaume-Uni, en revanche, le secteur des biens marchands a bénéficié d'une réduction substantielle de la valeur effective de la livre sterling. Dans le cas de l'euro, si

⁶ Pour des données récentes, voir A. Al-Eyd, R. Barrel et P. Davis, « Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption », *The Manchester School*, vol. 77, n° 1, janvier 2009, pp. 96-111.

la dépréciation en termes réels a été positive pour les exportations de la zone en 2008, la monnaie a renoué avec sa tendance haussière au premier trimestre 2009. Aux États-Unis, l'appréciation du dollar durant le second semestre 2008 et le premier trimestre 2009 implique, dans l'ensemble, une incidence plus neutre du cours de change sur l'évolution des échanges commerciaux.

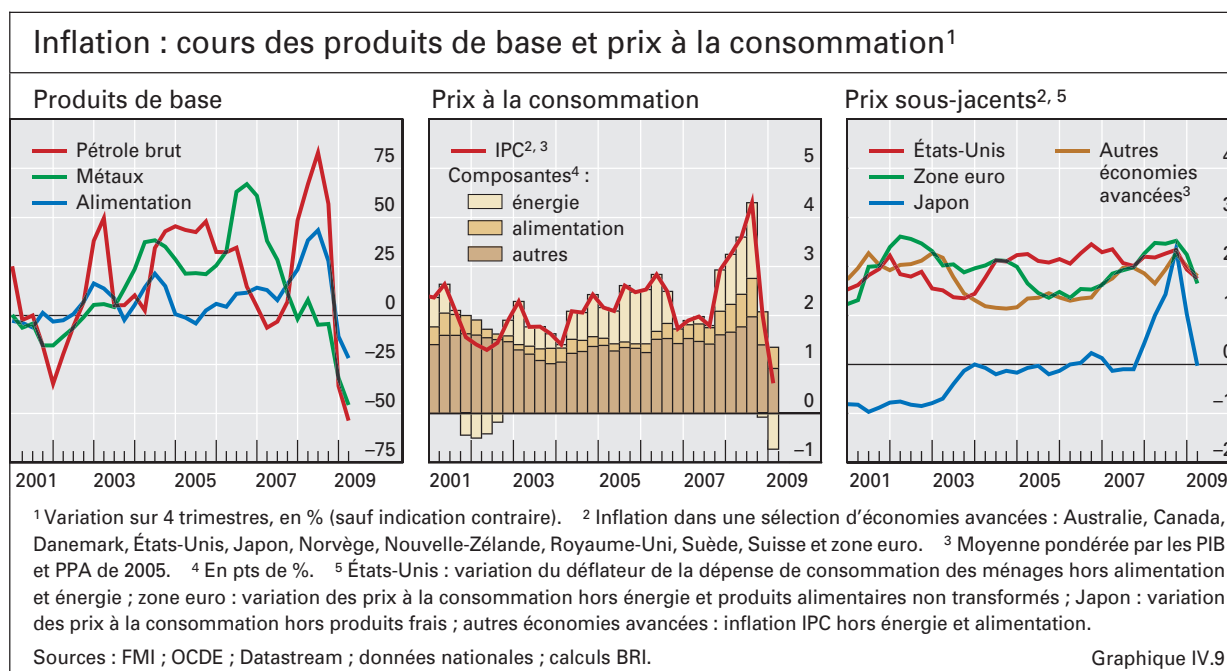
Évolution de l'inflation dans les économies industrialisées

L'inflation IPC a rapidement diminué ces derniers mois...

La contraction de l'activité a fortement atténué les tensions inflationnistes dans les économies industrialisées. Non seulement les taux de l'inflation IPC, mesurés en glissement annuel, ont rapidement diminué depuis mi-2008 (graphique IV.9), mais ils sont devenus négatifs aux États-Unis et au Japon au premier trimestre 2009 et sont tombés à zéro en mai dans la zone euro. Bien qu'il soit difficile d'évaluer les perspectives dans les conditions actuelles, la récente phase de désinflation a fait craindre à de nombreux observateurs une déflation à court terme.

...en raison surtout de l'effondrement des cours des produits de base...

Deux grands facteurs expliquent ces pressions désinflationnistes. Le premier est la chute de 55 % des prix pétroliers entre mi-2008 et mai 2009, qui s'est traduite par une réduction sensible des prix à l'importation dans de nombreux pays. En outre, les prévisions concernant la demande mondiale de pétrole pour 2009 ont été révisées à la baisse. En mai 2009, l'Agence internationale de l'énergie tablait sur un repli de la demande de 2,6 millions de barils par jour en 2009 par rapport à 2008, soit la plus forte contraction annuelle depuis 1981. Les cours des métaux, qui ont commencé à décroître en 2007, ont accentué leur recul au second semestre 2008 et au début 2009. Les prix de l'alimentation ont également fléchi mais de façon moins spectaculaire que ceux du pétrole, en raison de leur lien relativement faible avec la croissance mondiale. Une moindre demande a aussi réduit les coûts du transport.



Incidence de la crise actuelle sur le potentiel de production

Les estimations du potentiel de production et de l'écart de production aident les autorités monétaires à évaluer la situation économique courante. Le potentiel de production est généralement défini comme le maximum auquel peut parvenir une économie sans provoquer de tensions inflationnistes. Il est déterminé, pour l'essentiel, par des facteurs d'offre, notamment le progrès technologique, les tendances démographiques ainsi que le cadre institutionnel du marché du travail et des marchés financiers. Non observable, il doit être estimé. Même en période normale, la marge d'incertitude entourant les estimations peut être grande, l'évolution des facteurs structurels pouvant s'avérer difficile à déceler. De surcroît, les chiffres du PIB et de ses grandes composantes font l'objet de révisions fréquentes (et parfois substantielles) ; de ce fait, les estimations du potentiel de production perdent une partie de leur utilité pour la conduite de la politique courante. La croissance du PIB des États-Unis, par exemple, fait généralement l'objet d'amples révisions : elles sont comprises, en moyenne, entre 0,5 point de pourcentage (première révision annuelle) et 1,3 point de pourcentage (troisième) en temps normal, mais dépassent largement 2 points de pourcentage en période de retournement du cycle.

Une question centrale concerne l'incidence possible de la crise financière actuelle sur le potentiel de production, dont le niveau et/ou le rythme de croissance peuvent être notablement influencés par quatre grands facteurs. Premièrement, la crise financière risque de perturber fortement, et pour plusieurs années, le processus d'intermédiation du crédit, réduisant l'offre de crédit et accroissant les primes de risque. Le deuxième facteur pouvant peser sur le potentiel de production concerne la hausse possible du chômage structurel. La longueur de la crise actuelle signifie que de nombreux salariés risquent de quitter définitivement la population active. Le taux naturel de chômage pourrait ainsi s'avérer bien supérieur après la crise dans plusieurs pays, par suite de la disparition définitive de nombreux emplois dans des secteurs comme l'automobile et les services financiers. Aux États-Unis, les licenciements secs (sans retour possible au même emploi) ont atteint un record en mai 2009 (52,9 % de la main-d'œuvre inactive).

Le troisième facteur d'influence négative de la crise financière sur la productivité découlerait d'une raréfaction des ressources affectées à la recherche et au développement. Au Japon, par exemple, une relation de cause à effet a été mise en évidence entre, d'une part, la chute du taux de croissance de la productivité totale des facteurs et de la durée hebdomadaire du travail (de 44 à 40 heures entre 1988 et 1993) et, d'autre part, la modification à la fois de l'évolution et du niveau de la croissance tendancielle (Hayashi et Prescott, 2002). Quatrièmement, la nature mondiale du repli actuel et le degré élevé d'intégration économique qui prévaut à l'échelle planétaire pourraient amplifier l'incidence de la crise sur le potentiel de production. Compte tenu de l'expansion soutenue des prêts et des investissements transfrontières pendant la dernière décennie, une crise financière dans un pays ou une région pourrait avoir des effets très négatifs sur les autres économies. Si les facteurs de production ne sont pas parfaitement mobiles, une perte de marchés d'exportation dans certains pays risquerait, par exemple, de se traduire par une non-utilisation prolongée d'une part significative du stock de capital et de la main-d'œuvre, avec, en conséquence, un tassement du potentiel de production.

Les expériences antérieures fournissent des exemples intéressants quant à l'incidence probable de la crise actuelle sur la croissance potentielle. Une enquête par panel menée par Cerra et Saxena (2008) sur le comportement de la production dans 190 pays montre que des pertes de production à la fois lourdes et persistantes sont associées aux crises financières : 7,5 % sur dix ans par rapport à la tendance dans le cas d'une crise bancaire. En utilisant la même méthodologie et l'échantillon des trente économies de l'OCDE sur la période 1960–2007, Furceri et Mourougane (2009) ont trouvé que, en moyenne, une crise financière pourrait, en cinq ans, abaisser le potentiel de production de 1,5 % (mesures OCDE sur la base des fonctions de production) à 2,1 % (mesures sur la base du filtre de Hodrick-Prescott). L'incidence se révèle beaucoup plus forte (estimée à 3,8 %) en cas de crise plus sévère (Espagne, 1977 ; Norvège, 1987 ; Finlande et Suède, 1991 ; Japon, 1992).

Des études empiriques indiquent aussi que les crises financières exercent une influence très négative sur le taux de croissance du potentiel de production. Haugh *et al.* (2009), par exemple, ont analysé six grandes crises bancaires (Espagne, 1982 ; États-Unis, années 1980 ; Finlande, Norvège et Suède, 1991 ; Japon, 1997). Ils ont constaté que les pertes de production observées lors des replis cycliques associés à de grandes crises bancaires étaient généralement bien plus élevées. Ainsi, par comparaison avec les cinq années précédant les crises bancaires, les cinq années suivantes se caractérisent par une réduction du potentiel de production qui se chiffre à respectivement 0,9, 0,5, 0,4 et 0,3 point de pourcentage pour la Norvège, la Finlande, le Japon et la Suède.

Le potentiel de production sera d'autant moins affecté par la crise que les pouvoirs publics parviendront à rétablir rapidement et complètement l'intermédiation sur le marché du crédit, tout en réduisant au minimum les distorsions qui pourraient découler de leur action. Il pourrait aussi être notablement soutenu par des mesures visant à préserver la flexibilité du marché du travail et à stimuler la productivité à long terme.

Références

Cerra, V. et S. Saxena (2008) : « Growth dynamics: the myth of economic recovery », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, mars, pp. 439–457.

Furceri, D. et A. Mourougane (2009) : *The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries*, OCDE, Document de travail du Département des Affaires économiques, n° 699, mai.

Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009) : *The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries*, OCDE, Document de travail du Département des Affaires économiques, n° 683, mars.

Hayashi, F. et E. Prescott (2002) : « The 1990s in Japan: a lost decade », *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n° 1, janvier, pp. 206–235.

...et du degré élevé de sous-emploi des capacités

Le second facteur est l'ampleur du sous-emploi des capacités. L'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière a particulièrement diminué dans les grandes économies avancées. Malgré leur caractère très incertain, les projections des niveaux de production et de chômage semblent indiquer que ce degré de sous-utilisation restera élevé en 2009 et 2010. L'inflation sous-jacente a nettement baissé au Japon depuis début 2009, alors qu'elle est restée un peu plus stable aux États-Unis et dans la zone euro jusqu'en avril (graphique IV.9). Le risque existe que les pressions désinflationnistes ne s'amplifient au cours des quelque douze mois à venir, sous l'action conjuguée du repli conjoncturel exceptionnellement généralisé et d'une possible hausse de l'épargne des ménages.

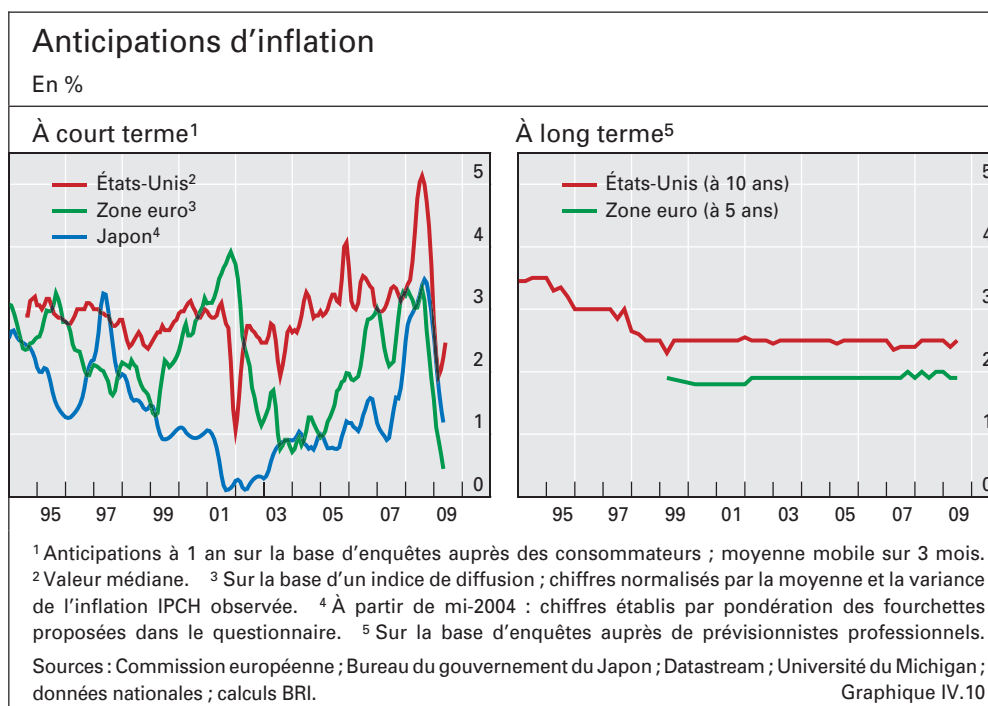
Les perspectives d'inflation demeurent incertaines

De grandes incertitudes entourent cependant les perspectives d'inflation. Premièrement, il reste difficile de prévoir à quel moment et dans quelle mesure les effets des récents programmes de relance se feront sentir sur la dépense. Les développements survenus depuis le début 2009 ont quelque peu réduit les risques de correction à la baisse des prévisions de croissance. De plus, il n'y a pas d'estimation fiable sur l'effet macroéconomique des importantes mesures monétaires non conventionnelles mises en œuvre récemment par les banques centrales.

Deuxièmement, le potentiel de production peut se trouver sensiblement réduit par les perturbations affectant l'intermédiation du crédit, le recul des échanges et de l'investissement et par une possible augmentation des taux de chômage structurel associée à la crise financière (encadré). Dans ce cas, l'écart de production pourrait être moins négatif que les tendances actuelles ne le suggèrent, amenant à surestimer les pressions désinflationnistes. Ainsi, en référence au choc des prix pétroliers du début des années 1970, il se peut que l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur le potentiel de production ait été sous-estimée dans les économies avancées, ce qui a conduit à sous-estimer les tensions inflationnistes.

Poursuite de la hausse des coûts de main-d'œuvre

Troisièmement, l'évolution récente des salaires ne fait pas apparaître d'enchaînement à la baisse des salaires et des prix, du moins dans les économies du G 3. Par exemple, le rythme de progression, d'une année



sur l'autre, des coûts unitaires de main-d'œuvre était de 4,8 % dans la zone euro au quatrième trimestre 2008. Aux États-Unis, il est passé de 1,6 % au quatrième trimestre 2008 à 2,2 % au premier trimestre 2009. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'explique notamment par un repli conjoncturel de la productivité ainsi que par le décalage entre la baisse de la production et son incidence sur l'emploi, mais aussi par le degré de flexibilité des salaires dans l'économie. Dans les pays de la zone euro, par exemple, la capacité des entreprises de réduire les coûts de main-d'œuvre peut être limitée par une certaine rigidité à la baisse des salaires nominaux.

Ces incertitudes soulignent le rôle déterminant des anticipations d'inflation. Dans les économies du G 3, les anticipations des ménages sont restées relativement stables sur le long terme (graphique IV.10), alors qu'au contraire, elles ont nettement diminué depuis mi-2008 sur le court terme. Si cette tendance devait se poursuivre, ou même s'aggraver, il est à craindre que, conjuguée à des doutes sur la capacité des politiques à enrayer la crise, elle n'incite les ménages à différer leur dépense, entraînant alors une chute plus ample que prévu du taux d'inflation, voire une période prolongée de baisse des prix. Si les décisions de dépense se fondent en revanche sur les anticipations à long terme, plus stables, le risque de déflation sera nettement limité. Les anticipations à long terme pourraient également s'inscrire en hausse si les agents privés venaient à croire que le poids de la dette publique ne pourra se gérer sans une augmentation de l'inflation qui viendrait l'alléger⁷.

Rôle déterminant des anticipations d'inflation

⁷ Voir H. Hannoun, « Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off? », allocution prononcée lors de la 44^e Conférence des gouverneurs SEACEN, Kuala Lumpur, 7 février 2009.

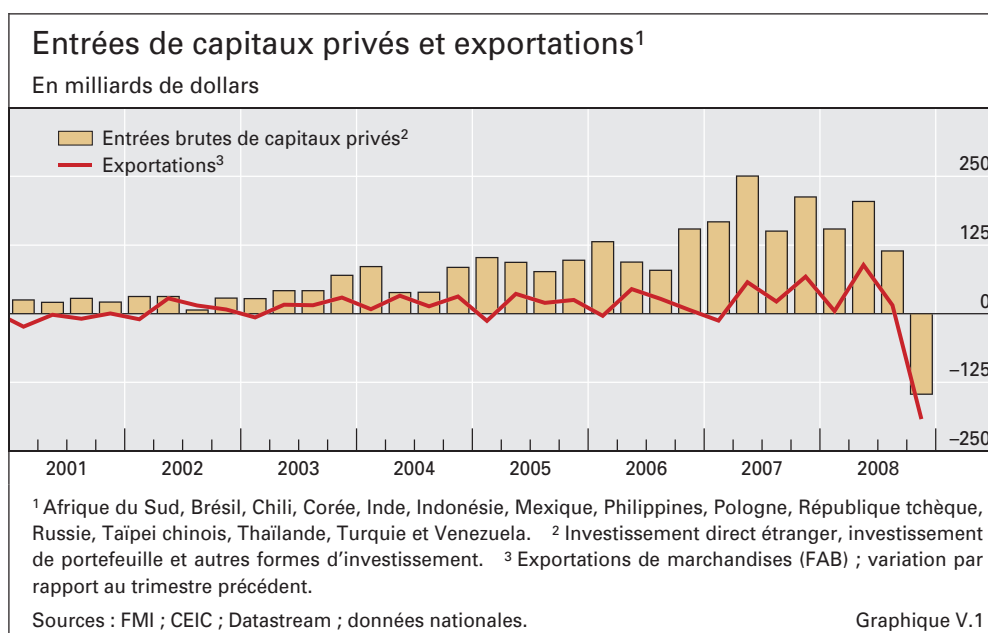
Synthèse

La crise financière mondiale a déclenché une récession sans précédent, accentuée par de fortes contractions du volume des échanges commerciaux, d'importantes suppressions d'emplois et un très net recul de la confiance. Il est difficile de savoir quelles seront l'ampleur et la durée de cette crise. Dans les pays industrialisés, certains signes montrent que la baisse rapide de la dépense depuis le quatrième trimestre 2008 a commencé à ralentir. Mais une reprise vigoureuse et soutenue dans ces pays pourrait être difficile, compte tenu des efforts de restauration de leur situation financière entrepris par les ménages et les établissements financiers pour assainir leurs comptes. Néanmoins, les importants programmes de relance budgétaire et les mesures exceptionnelles d'assouplissement monétaire adoptés dans de nombreux pays devraient contribuer à mettre un terme à la récente contraction de l'activité. Dans un premier temps, la tâche des autorités consistera à tenter d'assurer une reprise durable. À moyen terme, cependant, il leur faudra veiller à ce que les politiques mises en œuvre soient suffisamment adaptées pour garantir, de façon durable, la stabilité des anticipations d'inflation.

V. Répercussions sur les économies émergentes

La crise économique et financière a frappé de plein fouet les économies émergentes (ÉcÉm) au dernier trimestre 2008. La faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008, a été suivie par un recul sans précédent de la demande d'exportations, qui a coïncidé avec un important reflux des prêts bancaires internationaux et de l'investissement de portefeuille étranger. Le cours de change de nombreux pays s'est déprécié, la valorisation des actions a baissé et le coût du financement extérieur a fortement progressé. Avec l'atonie de la consommation et des dépenses d'investissement dans les économies avancées, la demande d'exportations des ÉcÉm s'est effondrée, ce qui a accentué l'inversion des flux de capitaux et mis fin à une longue période de croissance tirée par les exportations et soutenue par les entrées de fonds (graphique V.1).

Premièrement, le chapitre replace ces événements dans leur contexte en décrivant la période d'avant la crise, durant laquelle les ratios exportations/PIB ont augmenté et l'investissement, financé en grande partie par les entrées de capitaux étrangers, s'est orienté vers les secteurs des biens échangeables. Dans certaines grandes ÉcÉm (Chine surtout) où ces développements étaient associés à une épargne très élevée et supérieure à l'investissement, ils ont permis d'afficher un compte courant nettement excédentaire et de renforcer largement les réserves de change. Dans d'autres régions émergentes, et particulièrement dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), les



comptes courants étaient toutefois lourdement déficitaires, malgré une croissance rapide des exportations. Deuxièmement, le chapitre décrit certaines caractéristiques du récent repli de l'activité dans les ÉcÉm, ainsi que les difficultés à stimuler la demande intérieure. Troisièmement, s'appuyant sur les statistiques BRI, il analyse l'ample retournement des entrées de capitaux, en mettant en évidence les vulnérabilités qui sont apparues du fait que les emprunts extérieurs du secteur privé se sont maintenus à un niveau élevé alors même que ceux du secteur public avaient diminué. Enfin, il évoque deux éléments qui ont soutenu l'activité dans les ÉcÉm depuis le début de la crise : la liquidité en devises et la résilience du crédit intérieur.

Avant la crise

Croissance dynamique mais déséquilibrée

Avant que n'éclate la crise, les ÉcÉm affichaient une croissance très dynamique, mais qui renfermait déjà les germes du récent repli. Entre 2003 et mi-2008, la plupart de ces économies ont connu une forte croissance tirée par les exportations, associée à une épargne brute en hausse, qui attirait d'importants volumes de capitaux. Elles ont accumulé un niveau sans précédent de réserves de change et poursuivi à vive allure leur intégration économique et financière avec les économies avancées, sous des formes devenues plus complexes. En particulier, avec l'intégration mondiale des chaînes de production, beaucoup d'ÉcÉm sont devenues plus tributaires des exportations qu'il y a une dizaine d'années. De surcroît, leur secteur financier s'est plus étroitement intégré à celui des économies avancées, dont il a aussi commencé à dépendre davantage pour ses débouchés d'investissement, voire pour ses sources de financement extérieur net.

Importance accrue des exportations

Pour l'ensemble des ÉcÉm, la croissance du PIB réel s'est accélérée, passant à 7,4 % par an en moyenne en 2003–2007, contre 6,0 % en 1992–1996, période d'avant la crise asiatique. Cette évolution s'explique en grande partie par des gains d'efficacité dans la production, dus à l'intensification de la concurrence et aux retombées technologiques du développement des exportations. En Chine et en Inde, en particulier, le ratio exportations/PIB était, en 2007, supérieur de 100 % à sa moyenne de 1992–1996 (graphique V.2, cadre de gauche). Dans d'autres ÉcÉm d'Asie, les exportations, déjà élevées, sont passées à environ 75 % du PIB en 2007. Le ratio dépassait 40 % dans les PECO.

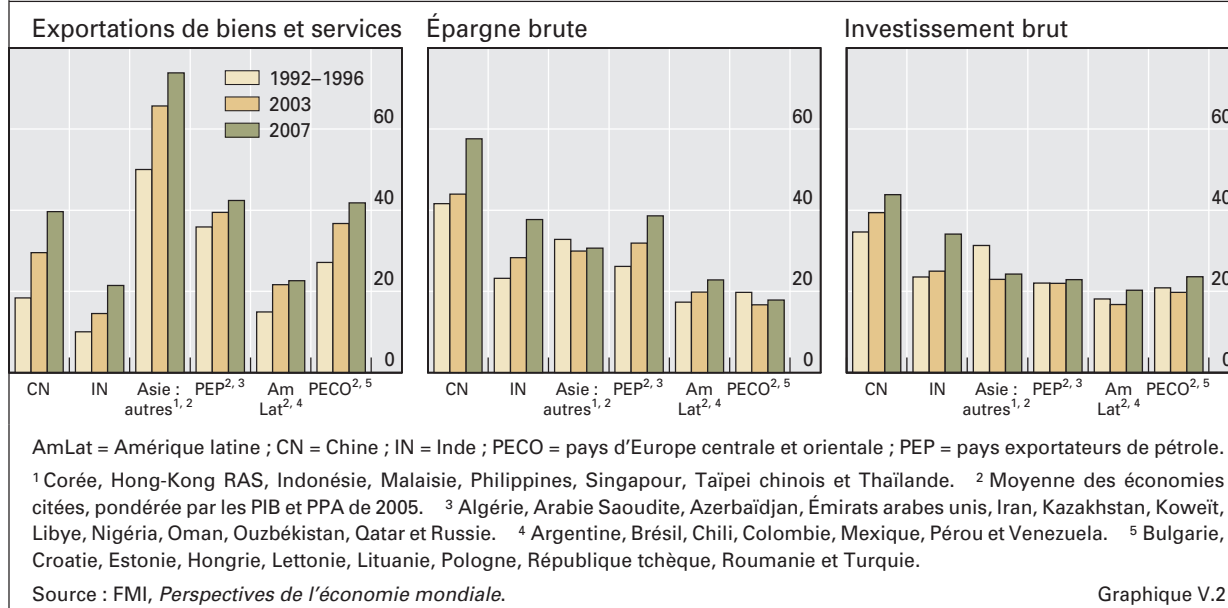
L'importance accrue des exportations pour les ÉcÉm a profondément modifié la structure de l'investissement. Au Brésil, en Chine, en Corée, en Inde et en Pologne, l'investissement moyen consacré à la formation brute de capital fixe dans les secteurs des biens échangeables (agriculture, mines et industries manufacturières) a gagné 3,2 points de pourcentage entre 2003 et 2007, passant à 39 % du total. Par comparaison, durant la première moitié des années 1990, ces secteurs recueillaient quelque 28 % du total en Chine (36 % en 2003–2007) et 19 % au Brésil (56 % en 2003–2006).

Une part croissante de l'épargne brute mondiale...

Tandis que les ÉcÉm s'arrogeaient une place grandissante dans les échanges mondiaux, elles sont aussi devenues une source essentielle de l'épargne (chapitre IV). En termes bruts, leur part dans l'épargne mondiale est passée de 25 % en 1992–1996 à 30 % en 2003 et 40 % en 2007, alors que

Exportations, épargne et investissement

En % du PIB



leur part dans le PIB mondial ne progressait que de 21 % en 1992-1996 à 31 % en 2007.

Les soldes épargne/investissement ont beaucoup varié entre régions durant la période 2003-2007. En Chine, l'épargne brute dépassait largement l'investissement brut et le taux d'épargne s'établissait à 58 % du PIB en 2007, alors même que le pays affichait aussi l'un des taux d'investissement les plus élevés au monde : 44 % du PIB (graphique V.2). Les entreprises conservaient une proportion croissante de leur bénéfice après impôt, et les ménages étoffaient leur épargne dans un contexte de réduction de la protection sociale. En Inde, le taux d'épargne a également fait un bond, mais la progression du taux d'investissement a été bien supérieure. Dans d'autres ÉcÉm d'Asie, l'épargne et l'investissement n'ont enregistré que des hausses modestes entre 2003 et 2007, sans renouer avec leur niveau d'avant la crise asiatique (graphique V.2).

...mais de grandes différences entre les régions

En revanche, dans les PECO (de même qu'en Afrique du Sud), l'investissement brut surpassait largement le taux d'épargne brute, portant le déficit du compte courant à 5-7 % du PIB pour ce groupe. Les déficits étaient financés par des entrées de capitaux privés relativement abondantes, comme ce fut le cas dans l'Asie émergente avant la crise de 1997. Autre similitude avec la région Asie : le recours massif aux crédits en devises par des emprunteurs n'ayant aucun revenu dans les monnaies correspondantes. Il faut néanmoins noter des différences importantes entre les deux régions. Les PECO ont notamment ouvert leur système bancaire aux intérêts étrangers et, en leur qualité de membres ou candidats de l'Union européenne, ils ont harmonisé leurs institutions, leur cadre juridique et leurs pratiques de gouvernance avec ceux de l'UE. Ils sont ainsi entrés dans la crise avec un environnement législatif, réglementaire et prudentiel plus solide que celui de l'Asie émergente en 1997.

Entrées et sorties
abondantes de
capitaux

Enfin, outre leur poids grandissant dans les échanges et l'épargne mondiaux, les ÉcÉm ont rapidement intégré leur secteur financier à celui des économies avancées. Les entrées sous forme d'investissement de portefeuille privé et de prêts transfrontières des banques des économies avancées s'étaient nettement étoffés avant la crise actuelle. En part du PIB cumulé des ÉcÉm, les entrées brutes de capitaux privés sont ainsi passées de 4 % en 2003 à 10,7 % en 2007 (tableau V.1), contre une progression de 4,7 % à 5,7 % entre 1992 et 1996. Dans le même temps, des entreprises du Brésil, de la Chine, de la Corée, de l'Inde, de la Russie et de plusieurs autres ÉcÉm sont devenues de gros investisseurs directs dans nombre de pays avancés et en développement. De plus, la Chine, les pays exportateurs de pétrole et plusieurs autres ÉcÉm ont investi une partie de leurs réserves officielles (y compris via des fonds, tels les fonds souverains) dans les obligations et les actions des pays avancés. Les sorties brutes de capitaux des ÉcÉm sont ainsi passées de 2,3 % à 7,3 % du PIB entre 2003 et 2007 (tableau V.1), contre une progression de 1,5 % à 2,5 % entre 1992 et 1996.

Accumulation de
réserves de change

Les entrées massives de capitaux, conjuguées aux volumineux excédents courants, ont exercé de fortes tensions à la hausse sur de nombreuses monnaies. Jusque vers 2007, la volonté de freiner l'appréciation du cours de change s'était traduite par des interventions de change substantielles et prolongées, qui avaient gonflé les réserves. Dans les principales ÉcÉm, l'accroissement des réserves est passé de \$300 milliards en 2003 à un niveau record de plus de \$1 000 milliards en 2007, avant de retomber à \$400 milliards en 2008, mouvements essentiellement attribuables à la Chine. Comme on le verra, le stock d'avois de change, après avoir culminé en 2008, a fortement diminué dans plusieurs ÉcÉm, s'établissant à plus de \$4 300 milliards pour l'ensemble du groupe en janvier 2009.

Économies émergentes ¹ : flux bruts de capitaux privés					
En % du PIB total des pays de l'échantillon					
	Moyenne annuelle		2003	2007	2008
	1992-96	2003-07			
Entrées de capitaux	5,1	6,6	3,9	10,7	3,5
IDE	1,6	2,7	1,9	3,4	3,3
IP	2,9	1,8	1,1	2,6	-0,3
Autres investissements	0,6	2,0	1,0	4,8	0,5
Sorties de capitaux	2,0	4,8	2,3	7,3	3,7
IDE	0,3	0,9	0,3	1,5	1,2
IP	1,2	2,0	1,0	2,6	0,8
Autres investissements	0,6	1,8	1,1	3,2	1,7
<i>Solde des paiements courants</i>	-1,7	3,9	2,3	4,6	4,4
<i>Variation des réserves de change²</i>	-1,2	-5,5	-3,9	-7,8	-4,3

IDE = investissement direct étranger ; IP = investissement de portefeuille.

¹ Afrique du Sud, Algérie, Arabie Saoudite, Argentine, Azerbaïdjan, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Croatie, Émirats arabes unis, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Kazakhstan, Koweït, Lettonie, Libye, Lituanie, Malaisie, Mexique, Nigéria, Oman, Pérou, Philippines, Pologne, Qatar, République tchèque, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie et Venezuela. ² Un signe moins indique une augmentation.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau V.1

Jusqu'à mi-2008, la forte accumulation de réserves de change est allée de pair avec une augmentation de la liquidité, compensée, dans une plus ou moins grande mesure, par stérilisation ou par vente d'obligations d'État au public. Dans l'ensemble, les conditions monétaires se sont beaucoup assouplies, comme en témoignent le bas niveau des taux d'intérêt réels et l'expansion rapide du crédit bancaire au secteur privé. En Asie et en Amérique latine, les taux d'intérêt réels ont fortement reculé, entre 2001 et 2005, pour devenir nuls, voire négatifs, avant de remonter. Le crédit des banques locales au secteur privé domestique s'est accru de plus de 23 % par an en moyenne en 2006 et 2007. Il a affiché un rythme particulièrement soutenu en Amérique latine (plus de 30 %), dans les PECO (24 %) et en Russie (près de 50 %). Si cette progression du crédit s'est nettement ralentie, fin 2008, elle restait proche de 20 %, voire plus élevée, en Amérique latine, en Inde, en Indonésie, dans les PECO et en Russie. Cette hausse de la liquidité est attribuable en partie au bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées. Ainsi, lors de la poussée d'inflation, en 2007 et 2008, nombre d'ÉcÉm ont été réticentes à relever leur taux directeur, de crainte que ce relèvement n'attire davantage de capitaux et n'accentue les pressions haussières sur le change.

Augmentation de la liquidité intérieure

Choc sévère pour l'économie réelle

En partie protégées par leur relative solidité financière, étayée par de confortables réserves de change (*infra*), les ÉcÉm ont, dans l'ensemble, peu souffert de la crise financière mondiale entre août 2007 et la mi-2008. Mais, depuis, elles ont été de plus en plus affectées par deux évolutions de l'économie réelle : l'érosion de la demande de biens de consommation durables dans les pays industrialisés et le fléchissement des cours des produits de base.

Contraction de l'activité

Avec l'effondrement de la croissance dans les économies avancées, l'activité s'est fortement contractée dans les ÉcÉm au quatrième trimestre 2008, caractérisé par une baisse à deux chiffres des exportations et de la production industrielle, ainsi que par un net ralentissement des ventes au détail (graphique V.3). La chute synchrone des exportations s'est accélérée au premier trimestre 2009, avec un repli d'environ 25 %, d'une année sur l'autre, dans les grandes ÉcÉm ; dans certains pays exportateurs de produits de base, comme le Chili et la Russie, le repli a même dépassé 40 %.

La baisse des dépenses en biens de consommation durable dans les pays avancés pendant le second semestre 2008 (chapitre IV) a lourdement pesé sur les exportations dans les secteurs de l'automobile et des technologies de l'information (TI). Pour l'automobile, qui représente une part notable du PIB dans plusieurs ÉcÉm (3 % en Turquie, 6 % au Mexique, 8 % en Corée et en Thaïlande et plus de 10 % en Europe centrale), les exportations ont chuté, par exemple de 45 % au Mexique en février 2009 et de 54 % en Turquie au premier trimestre 2009. Quant aux TI, qui revêtent une grande importance dans l'Est asiatique, elles étaient déjà, dans une large mesure, à l'origine du

Baisse de la demande de biens de consommation durables...

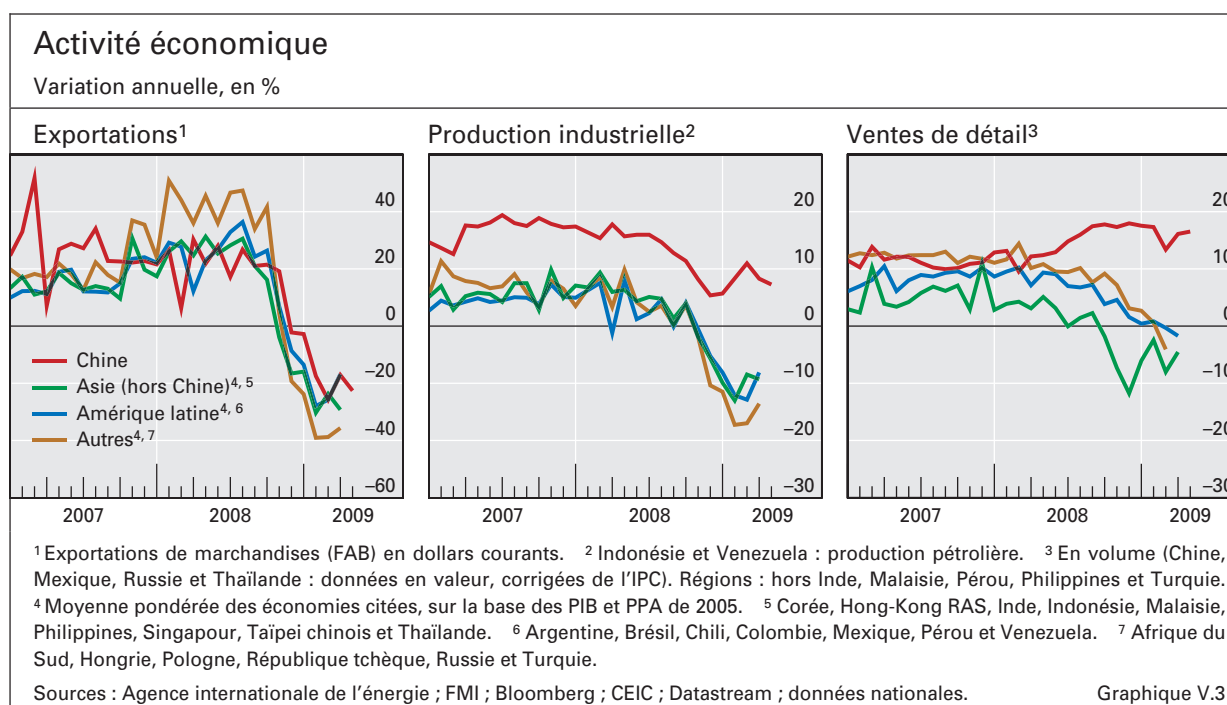
ralentissement subi par la région lors de la récession de 2001 aux États-Unis. Dans la phase actuelle de repli, le ratio stocks/ventes pour ce secteur et dans cette région s'est vivement élevé, tandis que les exportations et la production diminuaient. Ainsi, en Corée, la croissance des exportations de TI s'est affaiblie pendant six mois consécutifs et, en glissement annuel, le recul des exportations se chiffrait à environ 27 % en mars 2009 ; le ratio stocks/ventes est passé de 104 % en septembre 2008 à un pic de 129 % en décembre 2008, avant de retomber à 93 % en février 2009.

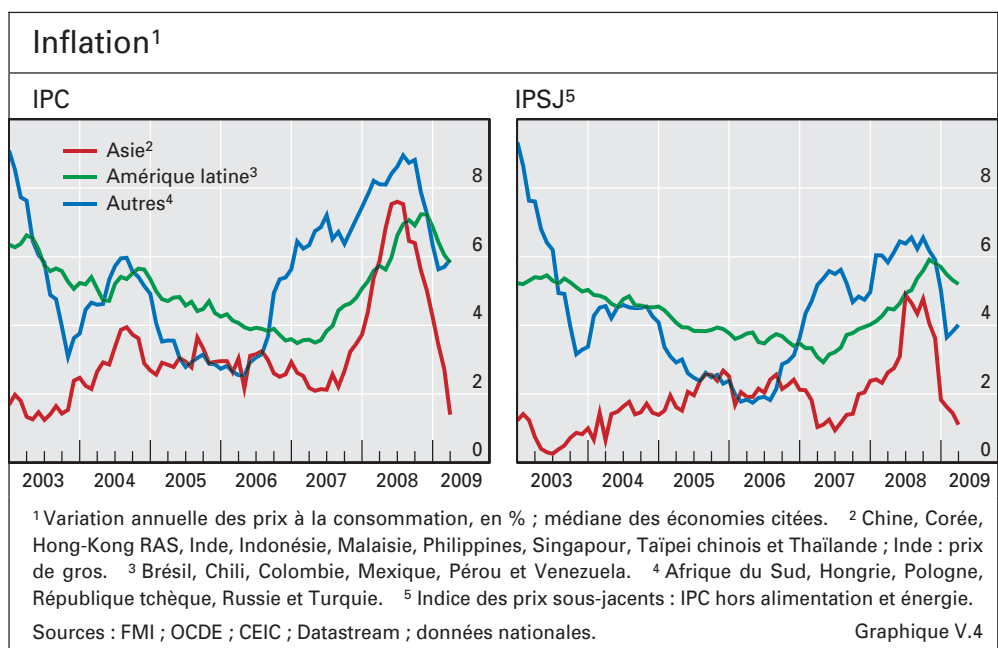
...et fléchissement des cours des produits de base

De plus, le ralentissement de la croissance mondiale a précipité un fléchissement des cours des produits de base. Entre juillet 2008 et mars 2009, les cours du pétrole ont cédé 65 %, et ceux des autres produits de base, 34 %. Cela a certes bénéficié aux importateurs en étoffant leur revenu disponible et en allégeant leurs coûts. Pour les exportateurs, en revanche, la diminution des recettes tend à freiner la demande et la croissance. Or, les produits de base comptent pour plus de 40 % des exportations en Amérique latine (au-delà de 20 % au Mexique). Selon de récentes estimations du FMI, le coût du tassement de 30 % des cours entre juillet et décembre 2008 pourrait excéder 2 points de croissance à la région. Le récent rebond des cours (environ 19 % depuis le creux de décembre) pourrait néanmoins contribuer à amortir le repli.

Recul de l'inflation

L'effondrement des cours des produits de base et l'augmentation des capacités inutilisées résultant du vif repli de la croissance ont entraîné un ralentissement de l'inflation dans les ÉcÉm, laquelle devrait tomber à moins de 5 % en 2009, après 6 % en 2008. L'inflation (mesurée par l'IPC et par la tendance sous-jacente) a brutalement chuté en Asie (graphique V.4), la Chine et la Thaïlande montrant des signes de déflation ces derniers mois. En Chine, la perte de débouchés à l'exportation a entraîné des excédents de capacités, ce qui a intensifié les tensions à la baisse sur les prix. En revanche, l'inflation a davantage persisté, jusqu'au début de 2009, en Amérique latine et en Russie.





Dans certains pays (Mexique et Russie, notamment), les craintes d'inflation sont attisées par les pressions baissières sur le change, et cette situation crée un dilemme pour la politique monétaire.

Perspectives de reprise

Le XX^e siècle a montré qu'un redémarrage solide de l'économie mondiale passe par une expansion des échanges. L'essor des exportations a joué un rôle particulièrement important dans la sortie de crise des ÉcÉm durant les années 1990, et les recherches montrent qu'une intensification des échanges stimule la croissance à moyen terme¹. Cependant, la forte dépendance des ÉcÉm vis-à-vis de la demande extérieure pourrait, cette fois, retarder la reprise. D'une part, en raison de la gravité sans précédent du repli des importations dans les économies avancées. Ainsi, il est prévu une décélération à deux chiffres des importations des États-Unis en 2009 (-3 % seulement pendant la récession de 2001), comme pour celles de la zone euro et du Japon. D'autre part, l'endettement dans les économies avancées, qui avait soutenu les importations en provenance des ÉcÉm, s'est révélé d'une ampleur intenable. À l'avenir, l'augmentation des importations des pays développés pourrait devoir être associée à un renforcement des exportations vers les ÉcÉm. Plus généralement, la nécessité de procéder à un désendettement et de corriger les déséquilibres mondiaux des comptes courants suppose davantage d'épargne ou moins de dépenses d'investissement dans certaines économies avancées, et l'inverse dans certaines ÉcÉm. Ce type d'ajustement peut prendre du temps.

Les perspectives de reprise dans les ÉcÉm dépendent aussi, dans une large mesure, de la capacité de résistance de la demande intérieure face au tassement de la demande dans les économies avancées. Comme l'indiquait le

La dépendance vis-à-vis des exportations pourrait retarder la reprise

Capacité limitée à stimuler la demande intérieure

¹ J. Frankel et D. Romer : « Does trade cause growth? », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, juin 1999, pp. 379-399.

78^e *Rapport annuel* (juin 2008) dans son chapitre III, cela soulève plusieurs questions. Malgré une croissance soutenue et les efforts de relance des dépenses de consommation ou d'investissement dans certaines ÉcÉm, la part de ces variables dans le PIB n'a généralement pas progressé pendant la décennie. Durant l'actuelle phase de repli, la capacité à soutenir la consommation et l'investissement dépendra en partie de la possibilité – limitée dans nombre d'ÉcÉm – de mettre en œuvre des mesures budgétaires et monétaires anticycliques (chapitre VI). De plus, le recul des exportations tendra à freiner l'investissement et la consommation en réduisant les perspectives de rendement et de revenu. Jusqu'ici, les indicateurs du moral des consommateurs et des chefs d'entreprise sont en forte baisse dans toutes les ÉcÉm, et les ventes de détail se sont contractées dans la plupart des cas.

Quel rôle pour la Chine ?

La Chine semble être parvenue à stimuler la demande intérieure par des mesures budgétaires et par une croissance rapide du crédit ; cela pourrait soutenir la demande d'exportations dans d'autres pays. Dans les années 2000, la Chine, devenue centre de transformation planétaire, a importé d'énormes volumes de biens intermédiaires et d'équipement en provenance des autres ÉcÉm, afin de fabriquer des produits finis vendus à l'étranger. Le tassement de la demande d'exportations chinoises, dans les économies avancées, a donc réduit ces importations. Les ÉcÉm d'Asie sont particulièrement touchées, car la Chine compte pour 20 %, en moyenne, de leurs exportations. Cette dernière pourrait-elle compenser cette réduction en accroissant ses importations de biens de consommation ? La possibilité en apparaît limitée. D'un côté, il est vrai, grâce à ses mesures de relance, la Chine devrait conserver une croissance relativement soutenue en 2009. Malgré une baisse à deux chiffres des recettes d'exportations, la production industrielle continue de progresser, les ventes de détail augmentent à un bon rythme (graphique V.3) et l'expansion du crédit s'accélère. D'un autre côté, cependant, la Chine n'aurait qu'une faible propension à importer pour répondre à sa demande intérieure. D'ailleurs, ses importations non destinées aux industries d'exportation ont fortement chuté au dernier trimestre 2008 et n'ont montré, depuis, aucun signe de redressement.

Les perspectives des ÉcÉm restent très incertaines. Le consensus prévoit une croissance négative pour le PIB de la plupart d'entre elles en 2009, à l'exception de la Chine et de l'Inde. La grande majorité des ÉcÉm devra attendre 2010 pour renouer avec des chiffres positifs. On perçoit toutefois de premiers signes de rétablissement : ainsi, les exportations de la Chine vers les États-Unis et l'UE sont reparties à la hausse en mars 2009, tout comme ses importations de la Corée et du Taïpei chinois en février et mars 2009. L'amélioration intervient après environ six mois de repli, mais il n'est pas assuré que la reprise sera durable ; le redémarrage dépendra aussi du rythme auquel reprendront les flux internationaux de capitaux, qui ont été déterminants pour la croissance, après le vif retournement de 2008.

Financement extérieur plus difficile

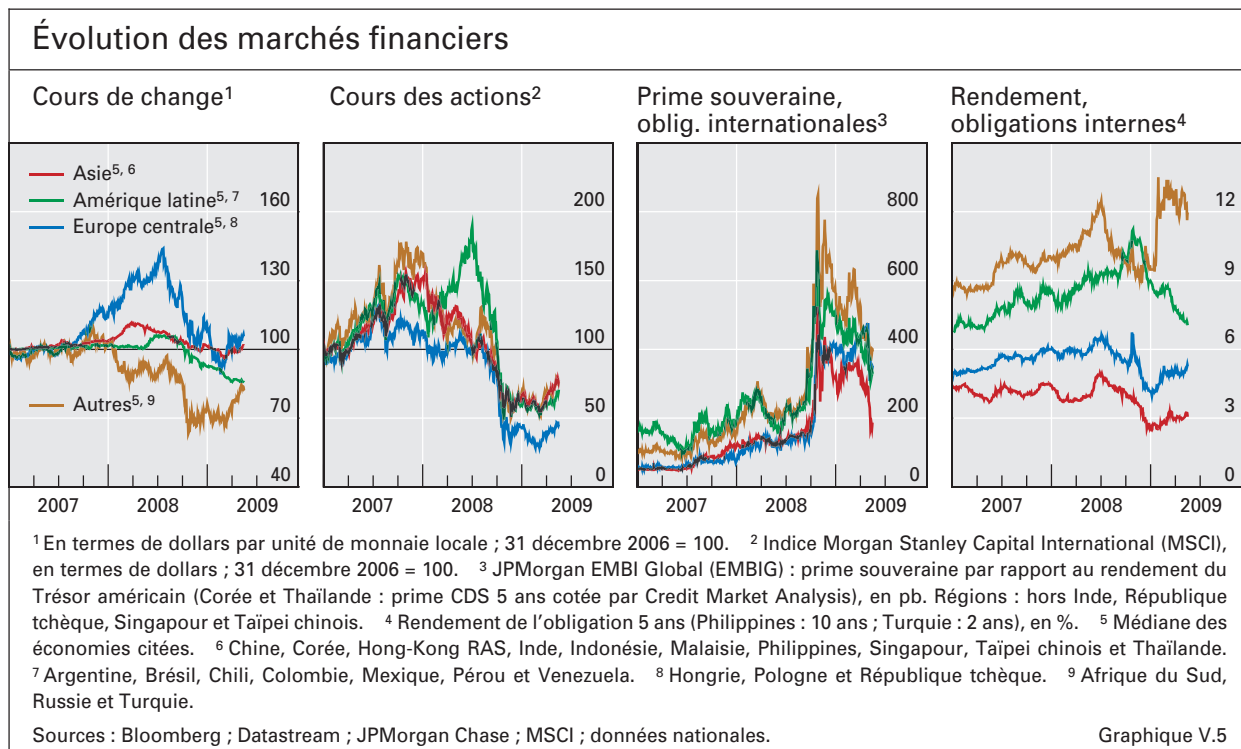
La plupart des crises des ÉcÉm des années 1980 et 1990 étaient associées à un reflux des entrées brutes de capitaux privés, qui exprimait une perte de

confiance envers les politiques nationales. Dans le contexte actuel, les flux de capitaux évoluent différemment. À l'exception notable de certains PECO, nombre d'ÉcÉm avaient adopté des politiques saines avant la crise et ont donc mieux résisté à l'inversion des flux, du moins dans un premier temps, car, par la suite, ceux-ci ont fini par suivre des évolutions analogues, à certains égards, à celles des précédentes crises. Les pays affichant de lourds déficits budgétaire et courant et les secteurs possédant une forte exposition de change ont davantage souffert du durcissement des conditions de financement extérieur et des sorties de capitaux (*infra*).

Au premier semestre 2008, les entrées brutes de capitaux dans les ÉcÉm se sont remarquablement bien tenues, atteignant souvent 60–70 % des niveaux records de 2007. Les retournements de flux ont surtout touché les marchés d'actions, où les valorisations ont amorcé un glissement après avoir atteint des sommets historiques au dernier trimestre 2007. Si les banques et les porteurs d'obligations ont maintenu leurs positions, c'est probablement en raison des éléments positifs déjà cités, notamment l'abondance des réserves de change officielles et la solidité du système bancaire dans de nombreux cas. Le développement des marchés obligataires nationaux a aussi joué un rôle dans certaines économies.

Les banques internationales ont commencé à se retirer sélectivement au troisième trimestre 2008. Les premières ÉcÉm touchées ont été des économies au système bancaire sain et relativement liquide. Ainsi, les prêts transfrontières aux banques et au secteur non bancaire en Chine, en Malaisie, en Pologne, en République tchèque et au Taïpei chinois ont décliné de \$30 milliards dans cette période. Selon des banques centrales et certains commentateurs, il s'agissait, pour les banques internationales, de surmonter de graves pénuries de liquidité sur leur marché d'origine.

Résilience initiale des flux de capitaux...



...puis apparition de perturbations

Avec l'effondrement de Lehman Brothers, le 15 septembre, et la paralysie de l'interbancaire mondial (chapitre II), les perturbations se sont généralisées pour le secteur financier des ÉcÉm. Le retournement des investissements en actions s'est accéléré, les monnaies se sont fortement dépréciées, les primes sur titres internationaux de dette souveraine ont vivement augmenté et les rendements des obligations internes se sont souvent tendus (graphique V.5). Parmi les premières victimes du renchérissement et de la raréfaction du financement extérieur, se trouvaient des économies dont le compte courant était lourdement déficitaire (PECO et Afrique du Sud, notamment), ainsi que celles dont l'excédent courant diminuait sous l'effet du marasme des cours du pétrole et des produits de base (Argentine, Russie et Venezuela, entre autres).

Exposition des entreprises

Dans les ÉcÉm affichant une position extérieure plus solide, ce sont d'abord les entreprises qui ont ressenti et transmis les premiers effets du retournement des flux de capitaux. Lorsque les cours de change ont brusquement baissé par rapport aux grandes monnaies internationales, les sociétés qui avaient emprunté massivement sur les marchés internationaux de la dette et du crédit pour financer leurs investissements (par exemple le secteur russe de l'énergie) ont éprouvé des difficultés à se refinancer. De surcroît, les turbulences de septembre 2008 ont mis au jour certaines vulnérabilités dont les autorités et les marchés n'avaient apparemment pas conscience jusqu'alors. En particulier, nombre d'entreprises brésiliennes, coréennes, mexicaines et polonaises avaient souscrit des contrats sur dérivés auprès de banques étrangères ou locales, en 2007 et 2008, pour protéger leurs recettes d'exportations contre une forte appréciation des monnaies locales, voire, parfois, pour spéculer sur la poursuite de la hausse. Ces positions ne figuraient généralement pas au bilan des entreprises. Quand les cours de change se sont repliés face au dollar ou à l'euro, ces dernières ont essuyé de lourdes pertes : selon les estimations, près de 0,8 % du PIB en Corée et plus de 1 % en Pologne.

Tarissement des émissions d'obligations

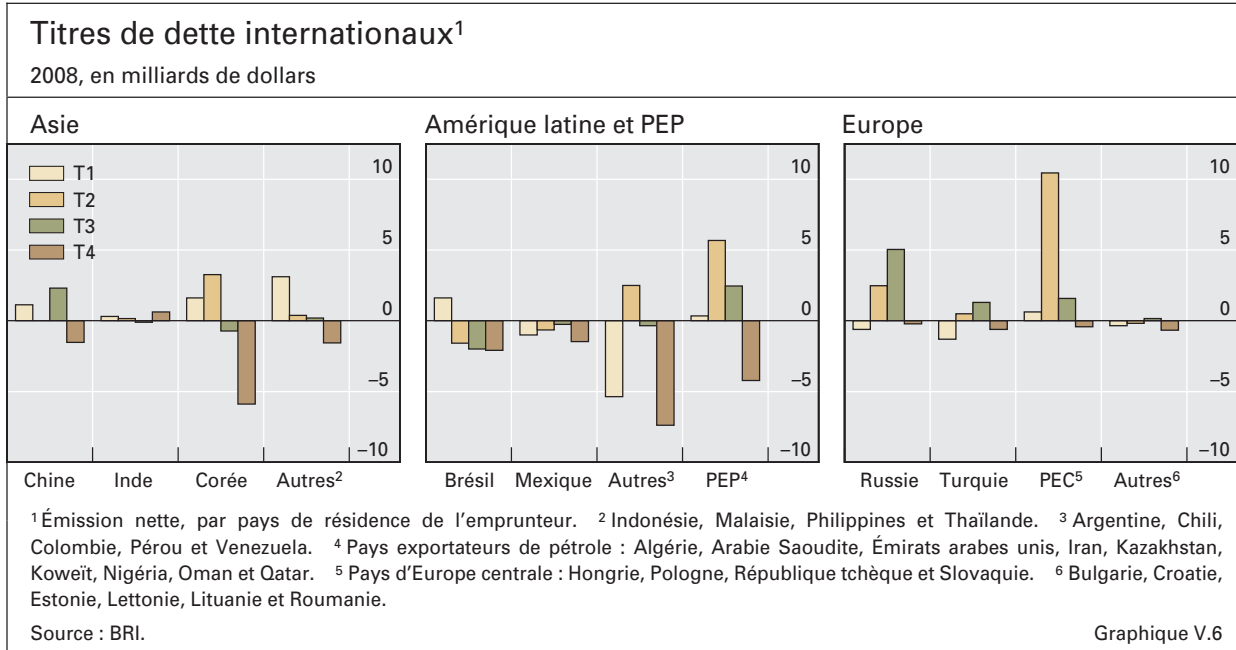
Sur les marchés internationaux de la dette, l'émission a cessé et le négoce des obligations des ÉcÉm s'est fortement réduit en septembre et octobre, y compris pour les entreprises bien notées et les États aux finances publiques relativement saines (Afrique du Sud, Brésil, Malaisie, etc.). Après \$28 milliards d'emprunts nets sur les trois premiers trimestres 2008, les ÉcÉm ont procédé à \$27 milliards de remboursements nets au dernier trimestre (tableau V.2), nombre de leurs entreprises n'ayant plus accès aux

Prêts bancaires et obligations internationaux					
En milliards de dollars					
	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009
Prêts transfrontières ¹	168	105	47	-205	...
Obligations internationales ²	-1	23	6	-27	4

¹ Prêts des banques déclarantes BRI aux économies émergentes ; variation d'encours corrigée des fluctuations de change (estimation). ² Émission nette.

Source : BRI.

Tableau V.2



marchés internationaux des capitaux. Les remboursements nets ont été particulièrement substantiels en Corée, en Amérique latine et dans les pays exportateurs de pétrole (graphique V.6). Au quatrième trimestre, les signatures de crédits consortiaux ont reculé de \$65 milliards au total par rapport au troisième trimestre, ce qui a en particulier pénalisé Hong-Kong RAS, Singapour et les pays du Moyen-Orient. De plus, les non-résidents ont réduit leurs portefeuilles d'obligations en monnaies des ÉcÉm – signe que non seulement les investisseurs étrangers rencontraient une pénurie de liquidité, mais aussi qu'ils éprouvaient une aversion pour le risque, les marchés obligataires locaux de nombreuses ÉcÉm (dont la Hongrie, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie) étant devenus très volatils.

L'inversion des flux bancaires transfrontières s'est également accélérée au quatrième trimestre 2008. D'après les dernières statistiques internationales de la BRI, les banques des économies avancées ont réduit de \$205 milliards leurs prêts aux ÉcÉm, ce qui représente 1 % du PIB cumulé de ces dernières, effaçant plus de 60 % des apports des trois premiers trimestres (tableau V.2). Le Brésil, la Chine, la Corée, la Turquie et les pays exportateurs de pétrole, dont la Russie, en ont particulièrement souffert (graphique V.7). Les banques locales ont été davantage touchées que le secteur non bancaire. Dans le même temps, les résidents de nombreuses ÉcÉm (surtout en Europe centrale et dans les pays exportateurs de pétrole, y compris en Russie) ont retiré une partie de leurs dépôts et autres actifs étrangers auprès des banques déclarantes BRI. Les ÉcÉm se sont ainsi procuré des financements importants, qui n'étaient pas disponibles auparavant. Néanmoins, certains retraits ont peut-être été plus motivés par les interventions de change, que par une stratégie des banques des ÉcÉm face à la raréfaction des financements transfrontières.

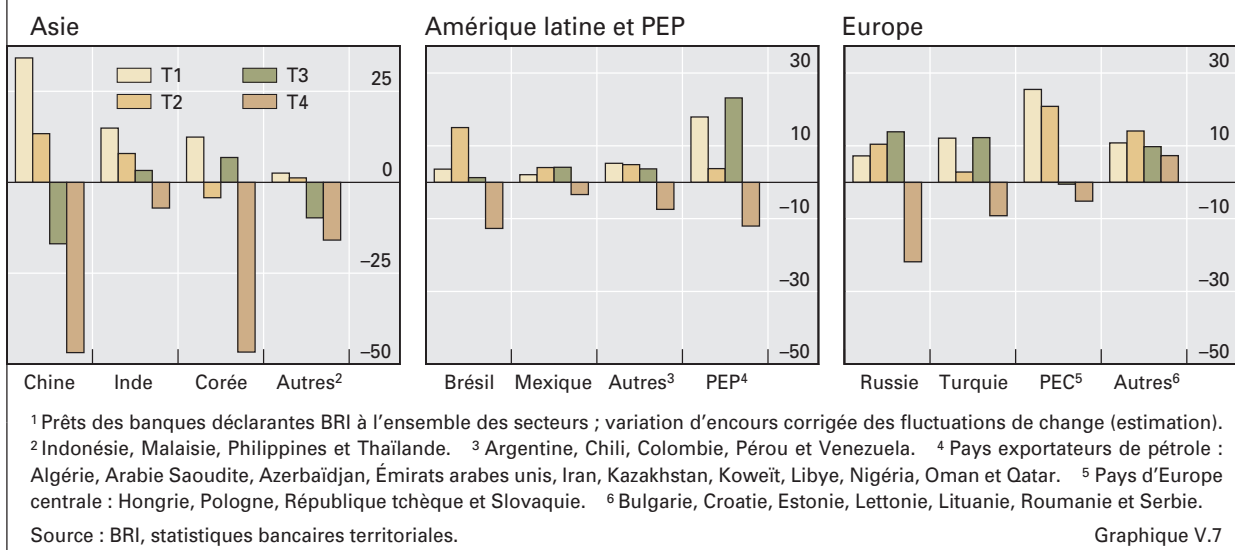
La présence des banques étrangères dans les ÉcÉm a-t-elle eu des effets visibles sur les flux bancaires ? Pour répondre à cette question, on peut examiner les prêts transfrontières et les prêts en monnaie locale des

Inversion accélérée des flux bancaires transfrontières

L'implantation des groupes étrangers a-t-elle une incidence ?

Prêts transfrontières¹

2008, en milliards de dollars



établissements de banques étrangères, pour déterminer s'ils sont plus stables dans les pays où celles-ci sont largement implantées.

Résilience
temporaire des
prêts
transfrontières...

Pendant un certain temps, les prêts transfrontières ont effectivement été plus stables dans plusieurs petits pays où les banques étrangères sont très présentes. En Europe, les États de petite taille (États baltes et Europe du Sud-Est), dont les systèmes bancaires sont détenus en quasi-totalité par des capitaux étrangers, ont été moins touchés par la diminution des prêts transfrontières aux banques, au quatrième trimestre 2008, que les pays plus grands (Pologne, République tchèque, Russie et Turquie), où les banques – sauf en République tchèque – appartiennent moins largement à des groupes étrangers (graphique V.7, cadre de droite).

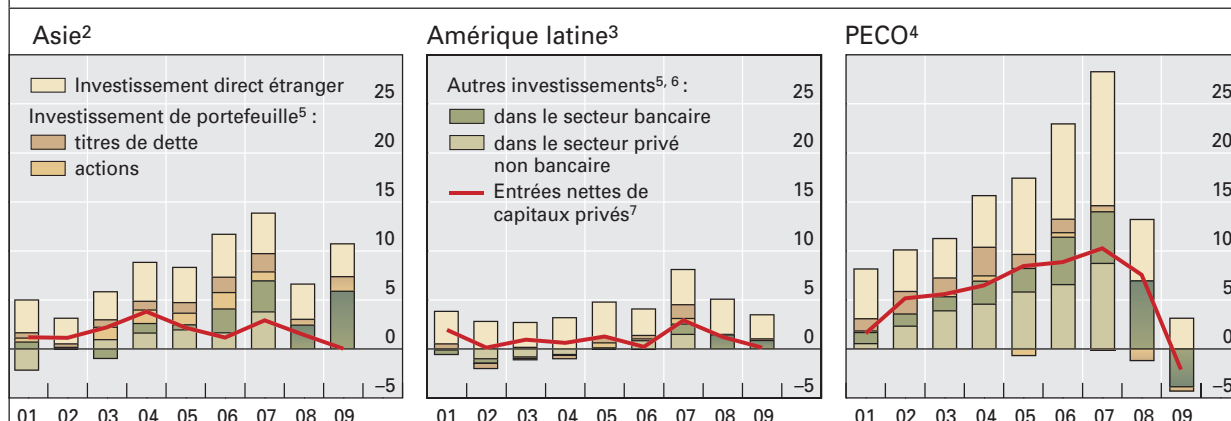
Cette résilience des prêts transfrontières est surprenante, car les économies concernées affichent, en général, un important déficit extérieur. Cependant, en février 2009, il est clairement apparu que la situation de ces économies se dégradait plus vite que prévu. Beaucoup d'emprunteurs ont rencontré des difficultés de remboursement ou de refinancement. La perte de confiance des investisseurs a soudainement mis en avant des vulnérabilités anciennes, telles que la pratique largement répandue consistant, pour certains ménages ou certaines PME, à emprunter en devises. Les banques mères d'Europe de l'Ouest ont-elles apporté un soutien durable à leurs filiales dans les petites économies ? Les statistiques du premier trimestre 2009, qui seront publiées début juillet, permettront d'y voir plus clair.

...et évolution
contrastée des
créances en
monnaie locale

Il n'est pas certain, non plus, que les prêts en monnaie locale des établissements à capitaux étrangers sont plus stables dans les pays où ceux-ci sont largement implantés. Certes, dans plusieurs États, ils ont bien résisté ; ils ont même progressé au quatrième trimestre au Brésil, en Chine, en Pologne et en Turquie, et se sont maintenus dans les petits PECO où les banques étrangères sont très présentes. En revanche, ils ont décliné dans d'autres pays (Afrique du Sud et Corée, par exemple).

Entrées brutes de capitaux privés : composantes¹

En % du PIB



¹ Entrées brutes : moyenne simple des économies citées ; 2008 et 2009 : estimations des *Perspectives de l'économie mondiale*. ² Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Turquie. ⁵ 2008 et 2009 : ventilation non disponible. ⁶ Un chiffre négatif indique une baisse des actifs nationaux détenus par des investisseurs étrangers. ⁷ Total par région, en % du PIB régional.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales, Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique V.8

On peut également se demander si les pays dont le marché obligataire est plus développé ont mieux résisté aux sorties de capitaux. Depuis quelques années, les ÉcÉm ont, en effet, cherché à réduire leur vulnérabilité à un reflux des entrées de capitaux en émettant davantage sur leurs propres marchés de la dette. Mais on constate que la crise a poussé certains investisseurs (étrangers, surtout) à quitter ces marchés et à se reporter sur des actifs en devises plus liquides. Ces retraits ont pesé sur l'obligataire interne dans plusieurs ÉcÉm (Hongrie, Indonésie, Mexique et Turquie, notamment) et, dans de nombreux cas, ils ont accru les pressions baissières sur les changes, en raison des graves perturbations affectant, à l'époque, les marchés internationaux des swaps cambistes (graphique II.4, cadre du milieu). Ainsi, en Hongrie, il n'y a eu aucune soumission lors de l'adjudication d'emprunts d'État, mi-octobre. Les non-résidents détenteurs d'obligations en monnaie locale ont, là aussi, allégé leurs portefeuilles pour se procurer des devises. Les banques internationales n'étant pas prêtes à échanger des euros contre des forints, il en est résulté une forte dépréciation du change, avec effet de contagion régionale (au quatrième trimestre, la couronne tchèque – monnaie d'un pays faisant pourtant état de fondamentaux bien meilleurs – a ainsi perdu 9 % face à l'euro).

Fin 2008 et début 2009, la vive contraction de la demande extérieure a aggravé les répercussions de la crise financière mondiale sur les flux de capitaux des ÉcÉm. Elles ont été particulièrement négatives pour le financement des échanges. En Amérique latine, par exemple, au premier trimestre 2009, plusieurs grandes banques internationales n'ont reconduit que 50–60 % des lignes de crédit commercial octroyées en 2008. Le repli s'explique en grande partie par la baisse des échanges et des cours des matières premières, mais aussi par l'assèchement du négoce des effets de commerce et par la réduction des lignes de crédit accordées par les banques spécialisées dans ce type de financement. Même si certaines économies exportatrices

Le développement du marché obligataire local a-t-il une incidence ?

Crédits commerciaux : apparition de difficultés

d'Asie ont été, elles aussi, affectées, c'est l'Afrique qui pourrait en pâtir le plus, en raison du sous-développement des systèmes financiers et de l'incapacité des pouvoirs publics à accroître l'offre de crédit commercial.

IDE moins touché pour l'instant...

L'évolution de l'investissement direct étranger (IDE), plus stable que d'autres flux de capitaux lors des crises précédentes, est également préoccupante. En 2008, les entrées brutes d'IDE se sont bien tenues par rapport à 2006–2007, particulièrement en Asie émergente et en Amérique latine (graphique V.8). Toutefois, des informations récentes indiquent un ralentissement, début 2009, dans plusieurs ÉcÉm. Une explication tient au fait qu'environ un tiers des entrées récentes était lié à des fusions et acquisitions, généralement financées par des prêts bancaires internationaux. Elle semble confirmée par la forte baisse des crédits consortiaux au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. De plus, les rapatriements de bénéfices se sont fortement accrus dans certains cas, car, à l'instar des banques internationales, nombre de multinationales ont eu besoin de liquidité sur leur marché d'origine. D'après le Centre de développement de l'OCDE, les rapatriements de ressources financières vers les sociétés mères expliquent la chute du réinvestissement des bénéfices et des prêts intragroupes.

...mais les perspectives sont très incertaines

Puisque la crise actuelle s'accompagne d'une contraction sans précédent de l'activité économique mondiale, il est extrêmement difficile de prévoir quand et dans quelle mesure les capitaux privés reviendront vers les ÉcÉm. Les places boursières ont beaucoup rebondi depuis mars 2009, et les émissions d'obligations internationales ont repris au premier trimestre 2009 (tableau V.2), mais uniquement pour les emprunteurs souverains de qualité et les entreprises les mieux notées, et avec des primes très supérieures à celles de début 2008. De surcroît, comme la crise est née dans les systèmes financiers des économies avancées, le remède habituel, qui consiste à engager des réformes dans les ÉcÉm, ne suffira vraisemblablement pas à relancer les afflux de capitaux. On peut en outre se demander comment les déséquilibres mondiaux des comptes courants, qui, avant la crise, ont largement contribué à l'essor des flux financiers en direction et en provenance des marchés émergents, finiront par être résorbés.

Facteurs de soutien à l'activité économique

Outre les politiques anticycliques envisageables (chapitre VI), deux facteurs vont influencer sur la capacité de résistance de l'activité dans les ÉcÉm face à la baisse des exportations et au reflux des entrées de capitaux : premièrement, l'efficacité des mesures prises par les autorités pour fournir la liquidité en devises afin de stabiliser les marchés des changes et de maintenir le flux des financements en devises ; deuxièmement, la stabilité et la capacité de prêt des systèmes bancaires nationaux, liées à la situation financière des banques et aux récentes mesures de soutien au secteur financier.

Apport de liquidité en devises

Interventions des banques centrales

Comme mentionné plus haut, l'endettement extérieur privé est resté élevé ou s'est creusé alors même que de nombreux emprunteurs souverains avaient

Réserves de change : adéquation													
	Encours en fin d'année ¹ , en milliards de dollars				En % ² des grandeurs suivantes :								
					PIB	Dette extérieure à court terme ³				Importations			
	1996	2007	2008	2009		2008	1996	2007	2008	2009	1996	2007	2008
Asie ⁴	477	2 907	3 320	3 355	45	170	449	589	595	49	84	74	83
Chine	105	1 528	1 946	1 954	44	376	1 249	1 865	1 873	76	160	172	186
Corée	33	262	200	212	21	45	176	173	177	22	73	46	55
Inde	20	267	247	242	20	260	339	333	324	55	123	85	88
Autres ⁵	319	850	927	948	52	145	389	502	511	48	69	62	72
Amérique latine ⁶	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Brésil	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Chili	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Mexique	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
PECO ⁷	53	227	233	211	17	504	114	107	92	36	51	43	...
Moyen-Orient ⁸	17	58	54	47	9	111	98	112	90	34	51	41	...
Russie	11	467	413	368	25	42	486	509	446	16	209	141	143
<i>Exportateurs nets de pétrole⁹</i>	<i>93</i>	<i>883</i>	<i>885</i>	<i>...</i>	<i>21</i>	<i>200</i>	<i>1 050</i>	<i>1 862</i>	<i>...</i>	<i>42</i>	<i>98</i>	<i>87</i>	<i>...</i>

2009 : derniers chiffres disponibles.

¹ Régions : sommes des économies citées. ² Régions : moyennes simples des économies citées. ³ Créances transfrontières de l'ensemble des banques déclarantes BRI (statistiques bancaires consolidées) sur les pays hors zone déclarante, assorties d'une échéance inférieure ou égale à 1 an, plus encours de titres de dette internationaux assortis d'une échéance résiduelle inférieure ou égale à 1 an. ⁴ Pays cités. ⁵ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ⁶ Pays cités plus Argentine, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁷ Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. ⁸ Arabie Saoudite, Koweït et Qatar. Arabie Saoudite : hors investissement en titres de dette étrangers. ⁹ Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie et Venezuela, plus Moyen-Orient.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau V.3

auparavant réussi à réduire ou stabiliser leur dette extérieure. C'est l'un des traits saillants de la crise actuelle. Quand les entrées de capitaux ont fait place à des sorties, les banques centrales ont pris des mesures pour préserver l'approvisionnement en devises, afin que le secteur privé puisse honorer ses obligations de paiement. Elles sont ainsi intervenues afin de stabiliser les marchés des changes et d'y atténuer la volatilité. Elles ont aussi puisé dans leurs réserves officielles pour faciliter le financement en devises du secteur privé, en cherchant notamment à limiter le risque de refinancement et à combler la pénurie de crédits commerciaux via l'apport de fonds ou de garanties.

Malgré des conditions plus stables par rapport aux tensions financières extrêmes d'octobre et de novembre 2008, les marchés des changes et du financement sont restés perturbés dans les ÉcÉm ; le redressement n'est pas complet (graphique V.5).

Cela n'est pas sans susciter des préoccupations. L'une tient au fait que les interventions de change ont beaucoup entamé les réserves officielles. Ainsi, au premier trimestre 2009, leur niveau était tombé à 80 % de celui de juin 2008 en Corée et en Inde, à environ 75 % en Pologne et à 65 % en Russie. En cas de persistance des chocs extérieurs, ces ponctions soulèvent des interrogations, même si les stocks demeurent abondants, d'après les indicateurs classiques.

Interrogations sur
l'adéquation des
réserves de change

Malgré des interventions de grande ampleur au quatrième trimestre 2008, le volume des réserves de change de nombreuses ÉcÉm restait supérieur, en fin d'année, à celui de 2007 (tableau V.3). De plus, selon la règle empirique de Guidotti-Greenspan, ces réserves doivent couvrir 100 % de la dette extérieure jusqu'à 1 an. En 2008, ce seuil était nettement dépassé dans quasiment toutes les ÉcÉm : la couverture équivalait à plus de 400 % en Asie et en Russie et avoisinait 300 % en Amérique latine. Autre norme préconisée : une couverture en réserves de change de trois à six mois d'importations (25–50 % des importations annuelles). Cet objectif était, lui aussi, largement atteint fin 2008. Cela signifie que, dans beaucoup d'ÉcÉm, la banque centrale pourrait répondre aux besoins de financement en devises du secteur privé pendant bien plus d'un an. Cependant, si l'activité économique ralentissait fortement et que les entrées de capitaux tardaient à redémarrer, on risquerait de voir réapparaître des épisodes d'instabilité sur les marchés, qui pourraient accélérer l'érosion des réserves. Dans ces conditions, la disparition du financement des ÉcÉm pourrait sérieusement freiner la reprise économique.

Un autre élément à prendre en considération est que l'adéquation des réserves de change dépend aussi de caractéristiques de l'économie dont les indicateurs classiques ne rendent pas compte. Ainsi, le Chili dispose d'un faible volume de réserves de change par rapport à sa dette extérieure à court terme et ses recettes d'exportations ont chuté. Cependant, ses réserves sont remarquablement stables et le peso chilien s'est redressé plus tôt que les monnaies des autres pays d'Amérique latine, notamment parce que l'État (via son fonds souverain) et les ménages (via les fonds de pension) détiennent de gros portefeuilles d'actifs étrangers. Certes, les investissements internationaux sont devenus moins rentables, ce qui a pu avoir des répercussions sur le cours de change, mais la solidité du secteur financier et des entreprises a évité, dans l'ensemble, les ponctions sur les réserves. À l'opposé, des pays qui disposent de réserves bien plus abondantes mais d'un système financier moins solide pourraient se révéler moins résilients.

Autres moyens
d'intervention

Il importe donc, dans ce contexte, d'examiner dans quelle mesure les ÉcÉm, pour améliorer leur capacité de résistance, pourraient faire appel à des ressources extérieures ou à des dispositifs de mutualisation des réserves, plutôt que de conserver des réserves de change coûteuses. La crise a récemment donné lieu à trois décisions inédites, de nature à rendre moins nécessaire la détention d'abondantes réserves. Premièrement, en octobre 2008, dans quatre ÉcÉm, la banque centrale a signé avec la Réserve fédérale des États-Unis un accord bilatéral portant chacun sur une ligne de swap de \$30 milliards. Deuxièmement, une facilité multilatérale pour la mise en commun de \$120 milliards de réserves a été conclue au sein de l'Est asiatique ; elle a considérablement amplifié la capacité d'intervention des swaps de devises bilatéraux déjà en place dans le cadre de l'initiative Chiang Mai. Troisièmement, le G 20 a récemment appelé à étoffer largement les ressources des institutions financières internationales, pour les aider à renforcer la portée et l'efficacité de leurs opérations liées à la gestion de la crise. À noter en particulier, à cet égard, la décision de plusieurs ÉcÉm (Colombie, Mexique et Pologne) de demander à bénéficier de la ligne de crédit flexible mise en

place depuis peu par le FMI à l'intention des pays dont les fondamentaux macroéconomiques sont sains.

Résilience des systèmes bancaires et du crédit

Le brutal retournement du financement bancaire transfrontière (graphique V.7) a touché à la fois les secteurs bancaire et non bancaire des ÉcÉm. Ayant moins facilement accès au financement extérieur, les entreprises ont sollicité le marché intérieur. Le ratio emprunts extérieurs non bancaires/crédit intérieur bancaire permet de mesurer l'expansion du crédit intérieur qui serait nécessaire pour satisfaire la totalité de cette nouvelle demande. D'après les chiffres du troisième trimestre 2008, avant l'effondrement des flux bancaires transfrontières, ce ratio avoisinait 45 % au Mexique et en Turquie, et 30 % en Europe centrale, dans les États baltes et en Europe du Sud-Est.

Hausse de la demande de crédit intérieur

Répondre à cette exigence accrue de crédit pourrait contribuer à soutenir l'activité économique. Cependant, les banques des ÉcÉm ont peut-être une capacité limitée à le faire, notamment parce qu'elles ont elles-mêmes des difficultés à se financer à l'étranger. Cette capacité est néanmoins très variable d'un pays à l'autre : le ratio prêts/dépôts est supérieur à 1 (ce qui suggère un recours au financement extérieur) en Corée, en Hongrie et en Russie, dont les marchés des changes ont été soumis à d'importantes tensions, comme en Afrique du Sud et en Colombie, où ces tensions ont été beaucoup moins fortes. Autre indicateur du recours au financement extérieur, la part des engagements extérieurs dans le total du passif des banques : le chiffre se situe entre 15 % et 30 % pour l'Afrique du Sud, la Corée, la Hongrie, la Pologne et la Russie.

La capacité de prêt des banques pourrait être limitée

Cependant, même si les prêts transfrontières aux secteurs bancaire et non bancaire ont brusquement décliné au quatrième trimestre 2008, l'expansion du crédit, bien qu'en baisse d'une année sur l'autre, est généralement restée à deux chiffres jusqu'à une date avancée du premier trimestre 2009. De fait, dans plusieurs ÉcÉm, le crédit bancaire intérieur s'est maintenu ou s'est développé (graphique V.9).

Résilience du crédit bancaire...

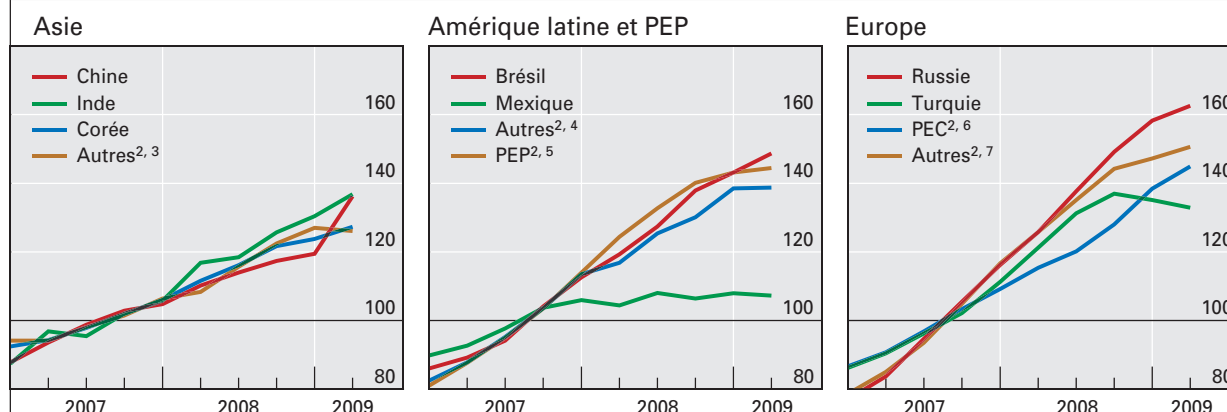
L'expansion du crédit intérieur a pu être étayée par la solidité des systèmes bancaires nationaux, qui s'est nettement améliorée pendant la décennie. En 2007, leur rentabilité (mesurée par le rendement médian² des actifs dans 23 grandes ÉcÉm) était de 1,5 %, contre moins de 1 % au début de la décennie. Dans les ÉcÉm importantes, les ratios de fonds propres réglementaires étaient en 2007 très supérieurs au minimum de 8 % fixé par l'accord de Bâle, avec un ratio médian autour de 13 %. Dans certaines économies (Brésil, Indonésie et Turquie), ils avoisinaient même 19 %. Quant au ratio médian des prêts improductifs, il était tombé en deçà de 3 % en 2007, contre environ 10 % au début de la décennie. À noter, toutefois, que ce ratio correspond à un indicateur retardé. Un autre indicateur, calculé par Moody's, évalue la solidité financière intrinsèque des banques (c'est-à-dire sans soutien extérieur). Il fait, lui aussi,

...grâce à la solidité des banques...

² Le rendement médian constitue un meilleur indicateur de la tendance centrale dès lors que l'on cherche à déterminer si une proportion représentative (50 %) d'un échantillon de pays améliore ses performances au fil du temps. Une moyenne simple, même appliquée à un très petit nombre de pays, donnerait davantage de poids à des performances exceptionnelles (bonnes ou mauvaises), et ne serait donc pas représentative.

Crédit bancaire intérieur au secteur privé¹

2007 = 100



¹ En termes nominaux et en termes de monnaie locale. ² Moyenne des économies citées, pondérée par les PIB et PPA de 2005. ³ Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande. ⁴ Argentine, Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁵ Pays exportateurs de pétrole : Algérie, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Émirats arabes unis, Iran, Kazakhstan, Koweït, Libye, Nigéria, Oman et Qatar. ⁶ Pays d'Europe centrale : Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie. ⁷ Bulgarie, Croatie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie.

Sources : FMI ; données nationales.

Graphique V.9

état d'une amélioration sensible, mais avec des scores souvent bas : abstraction faite de deux centres financiers (Hong-Kong RAS et Singapour), qui obtiennent des résultats relativement élevés, la note médiane (sur 100) est passée de 26 en décembre 1998 à 34 en janvier 2008, avant de redescendre à 33 en avril 2009.

...et au soutien apporté aux banques locales

L'expansion du crédit a peut-être été aidée, en outre, par l'action des autorités des ÉcÉm en faveur de la liquidité interne et du soutien au système bancaire national. Comme le montrera le chapitre VI, ces mesures ont consisté à fournir de la liquidité banque centrale sur le marché monétaire, à abaisser le taux directeur et à réduire les réserves obligatoires. La garantie des dépôts, l'aide aux banques (avec recapitalisation, dans certains cas), les dispositions visant à stabiliser les marchés monétaires et financiers ainsi qu'à procurer des capitaux aux emprunteurs prioritaires tels que les PME, ont également contribué à réduire le coût du financement et à préserver le flux des crédits bancaires dans ces économies.

La capacité de résistance pourrait ne pas durer

Néanmoins, cette capacité de résistance pourrait ne pas durer, et le crédit intérieur se contracter vivement. L'expérience a montré qu'un ralentissement économique de l'ampleur que nous connaissons actuellement pourrait dégrader les bilans des banques en multipliant les prêts improductifs, même si rien, pour l'instant, n'annonce une telle évolution.

Synthèse

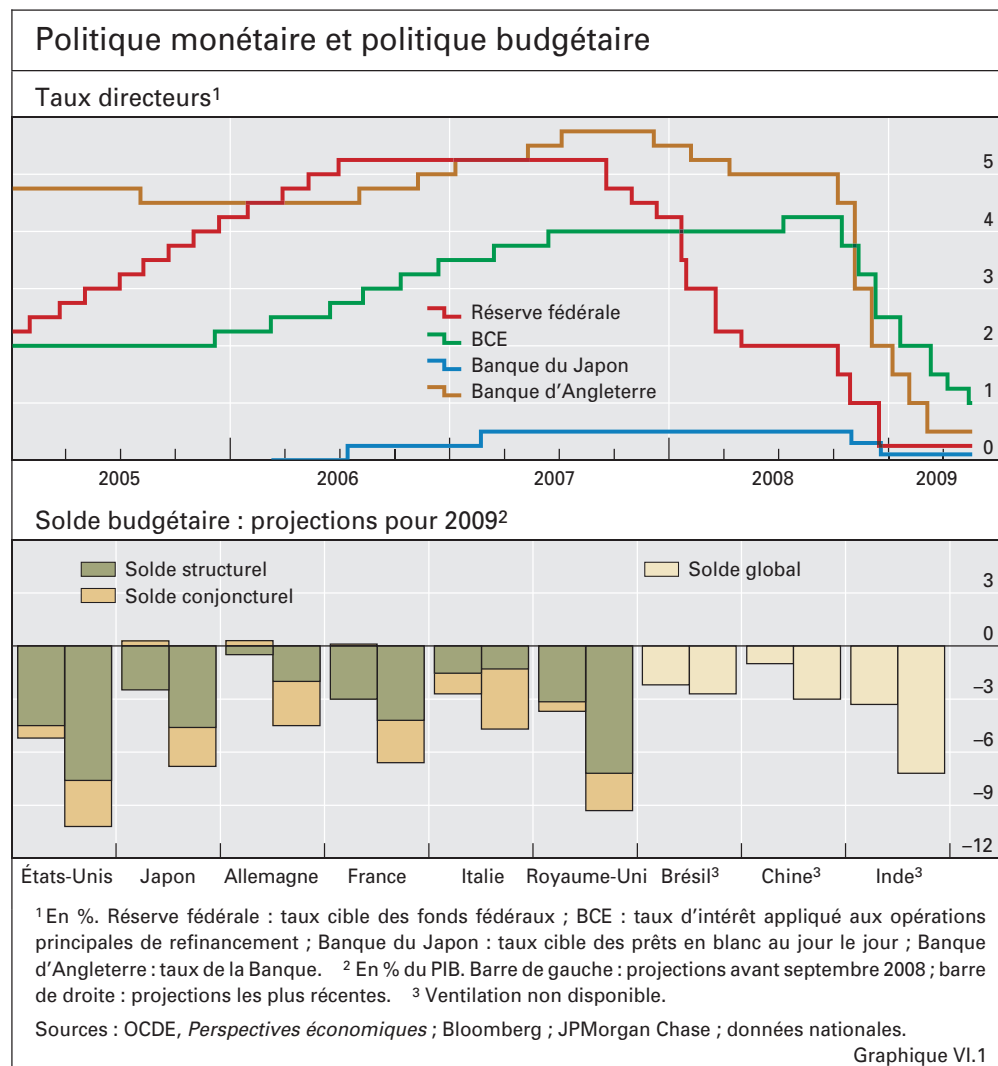
La crise économique mondiale soulève deux grandes interrogations. Premièrement, le risque est grand que la reprise économique tarde à venir dans les ÉcÉm et on ne peut totalement exclure l'apparition d'un cercle vicieux, aux effets déstabilisateurs : l'ampleur du ralentissement pourrait empêcher le retour des flux de capitaux vers ces économies, compromettant plus encore la croissance. Le redémarrage de l'activité passe aussi, vraisemblablement, par

un redémarrage des échanges commerciaux, accompagné d'une atténuation des déséquilibres mondiaux. Cependant, les ajustements nécessaires, dans les ÉcÉm comme dans les pays avancés, pourraient prendre du temps. Dans ce contexte et compte tenu de l'ampleur du repli économique, le crédit intérieur, dont la résilience a soutenu l'activité économique, serait exposé au risque d'un recul prononcé.

Deuxièmement et face au reflux brutal des entrées de capitaux, les interventions de change et les injections de liquidité en devises ont permis de stabiliser l'activité économique en assurant le fonctionnement ininterrompu des marchés des changes et en maintenant les ressources financières. Pour l'avenir, reste à savoir si les réserves de change des ÉcÉm et les récentes initiatives qui ont nettement étoffé le volume de devises disponible (swaps bilatéraux entre banques centrales, mutualisation des réserves et accroissement substantiel des capacités de prêt des institutions financières internationales) permettront un retour rapide des capitaux vers les ÉcÉm. À moyen terme, ces initiatives pourraient également aider ces économies à moins dépendre de l'accumulation de réserves et, ainsi, contribuer à réduire les déséquilibres mondiaux.

VI. Ripostes des autorités face à la crise

L'intensification de la crise financière pendant sa troisième phase, en septembre–octobre 2008, et le net ralentissement de l'économie mondiale qui en a résulté durant la quatrième (voir tableau I.1 pour une vue d'ensemble des différentes phases de la crise) ont entraîné une riposte sans précédent des autorités. Les banques centrales du monde entier ont procédé à des réductions massives des taux directeurs, qui, dans de nombreux cas, se sont approchés du seuil zéro (graphique VI.1, cadre supérieur). Ces mesures auraient dû soutenir massivement l'activité, mais les dysfonctionnements du système financier en ont profondément atténué l'effet. Aussi les grandes banques centrales ont-elles pris des mesures supplémentaires. Simultanément, une



première série de plans de sauvetage des banques, annoncés au quatrième trimestre 2008, s'est avérée insuffisante pour stabiliser le système financier. Les gouvernements ont donc été contraints d'en modifier les conditions et d'en étendre le champ. En fin d'année 2008, il apparaissait de plus en plus clairement que ni les initiatives de politique monétaire ni les plans de sauvetage n'empêcheraient une vive contraction de l'économie réelle. Les pouvoirs publics ont dès lors introduit d'importantes mesures de relance budgétaire destinées à soutenir la demande globale (graphique VI.1, cadre inférieur).

La détérioration exceptionnelle des perspectives économiques fin 2008 et début 2009 exigeait des mesures extraordinaires de la part des autorités, qui font l'objet des trois prochaines sections du présent chapitre. Au moment de la rédaction de ce rapport annuel, la question de savoir si ces plans pourront entraîner une reprise soutenue restait ouverte. La quatrième section du chapitre expose les principales sources d'interrogation à ce sujet, à savoir, d'une part, les progrès mitigés dans la résolution des problèmes de fond du secteur financier et, d'autre part, les risques inhérents aux politiques budgétaires et monétaires expansionnistes mises en place pendant la période sous revue.

Politique monétaire

Mi-2008, au cœur de la tourmente financière, les banques centrales se sont trouvées confrontées à un double problème : un affaiblissement de la croissance et une inflation toujours élevée. Le ralentissement n'a pas pris la même ampleur et ne s'est pas produit au même moment dans tous les pays. Dans les grandes économies avancées, la croissance était relativement soutenue début 2008, mais elle est devenue négative en milieu d'année (chapitre IV). Même si elle est restée solide dans les économies émergentes, les pays d'Asie orientale et d'Europe centrale tournés vers les exportations ont montré des signes de ralentissement avant la crise de confiance de septembre et octobre (chapitre V). Le taux d'inflation est demeuré bien supérieur à l'objectif (implicite ou explicite) dans la plupart des pays, en raison de fortes hausses des prix de l'alimentation et de l'énergie au premier semestre.

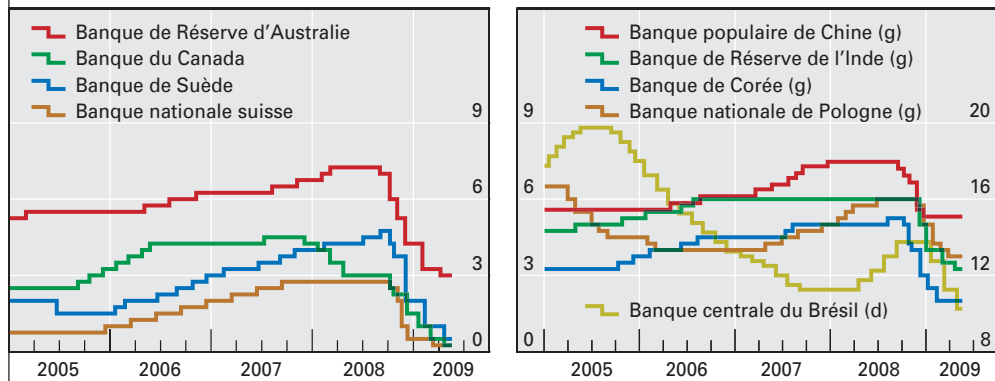
Dans ce contexte, il était difficile de trouver les réponses de politique monétaire appropriées. Il apparaît, rétrospectivement, que les autorités ont sous-estimé l'ampleur du ralentissement à la mi-2008 et la vigueur des forces désinflationnistes associées. Même s'il était certain que le fléchissement économique produirait, à un moment ou à un autre, l'inertie nécessaire pour stabiliser les prix, peu de banques centrales s'attendaient à un repli de l'inflation avant la fin 2009. Entre-temps, une inflation tenace risquait de susciter une poussée durable des anticipations, ce qui pouvait, à terme, se traduire par de plus fortes répercussions des prix des produits de base sur les autres prix et sur les salaires. C'est pourquoi les banques centrales des économies avancées comme des économies émergentes ont maintenu leurs taux constants ou les ont relevés.

Mi-2008, le ralentissement de la croissance et le niveau élevé de l'inflation...

...ont compliqué les choix des autorités

Taux directeurs de quelques autres banques centrales¹

En %



¹ Banque de Réserve d'Australie : taux cible des liquidités ; Banque centrale du Brésil : taux cible Selic au jour le jour ; Banque du Canada : taux cible du financement 1 jour ; Banque populaire de Chine : taux des fonds de roulement 1 an ; Banque de Corée : taux de base (jusqu'en mars 2008 : taux cible au jour le jour) ; Banque de Réserve de l'Inde : taux des mises en pension ; Banque nationale de Pologne : taux de référence 7 jours ; Banque de Suède : taux des prises en pension ; Banque nationale suisse : point médian de la fourchette cible du Libor 3 mois.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique VI.2

Nettes réductions des taux directeurs après la faillite de Lehman Brothers

La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, suivie de plusieurs semaines de tensions extrêmes sur les marchés de la dette, de menaces croissantes pesant sur la stabilité d'établissements financiers de premier plan et d'accentuation du ralentissement économique, a marqué un tournant pour l'économie mondiale et la politique monétaire. Le 8 octobre, en annonçant simultanément une réduction de leurs taux d'intérêt, six grandes banques centrales ont mené une action concertée sans précédent. D'autres banques centrales dans le monde ont également entrepris d'abaisser rapidement leurs taux directeurs (graphique VI.1, cadre supérieur, et graphique VI.2). Le recul mondial de la production et de l'inflation enregistré au quatrième trimestre 2008 et début 2009 a largement dépassé le repli de la croissance attendu seulement quelques mois auparavant. Fin mai 2009, la Réserve fédérale américaine, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse avaient ramené leurs taux directeurs à des niveaux proches de zéro. La Banque centrale européenne a abaissé son principal taux de 3¼ points de pourcentage entre septembre 2008 et mai 2009, mais a interrompu ce mouvement bien avant qu'il ne s'approche de zéro. Cependant, l'abondance de liquidité qu'elle a fournie, à partir de la fin 2008, a poussé les taux au jour le jour à un niveau proche du taux de sa facilité de dépôt, et donc près de zéro. Dans de nombreuses économies émergentes, également, les banques centrales ont réduit leurs taux directeurs, partant de niveaux bien plus élevés.

Une fuite devant la monnaie a entravé la marge de manœuvre de certaines économies

Toutes les banques centrales n'ont pas pu abaisser leurs taux directeurs. Ainsi, une fuite devant la monnaie a contraint les banques centrales de Hongrie, d'Islande et de Russie à un resserrement fin 2008, malgré le recul de l'inflation et le ralentissement de l'économie réelle. Elles ont cependant commencé à réduire progressivement leurs taux au cours des mois suivants.

Les limites des politiques de taux sont devenues plus évidentes dans de nombreux pays, malgré la rapidité et l'ampleur de la détente monétaire après la faillite de Lehman Brothers. Les tensions sur les marchés financiers et la hausse des primes de risque de crédit et de liquidité (chapitre II) ont entravé le mécanisme de transmission. Ainsi, les rendements des obligations d'entreprise ont augmenté malgré la forte baisse des taux directeurs. Certes, les banques ont généralement répercuté la diminution de leurs coûts de financement sur leurs clients, mais elles ont également durci nettement leurs critères de prêt, ce qui a contrebalancé l'effet des réductions de taux sur les conditions générales de financement (chapitre IV).

Les dysfonctionnements du système financier...

Alors que les taux directeurs de nombreux pays s'établissaient à des niveaux historiquement bas, la contrainte du plancher 0 % s'est imposée, alors que, dans de nombreuses économies avancées, l'élargissement de l'écart de production et la baisse du taux d'inflation auraient justifiés des taux négatifs. En outre, d'autres considérations sont intervenues dans l'interruption de la baisse des taux directeurs à des niveaux légèrement supérieurs à zéro. Les taux des dépôts bancaires étant généralement inférieurs aux taux du marché monétaire, les premiers peuvent atteindre zéro même si les seconds restent positifs. Lorsque tel est le cas, toute nouvelle réduction des taux de marché risque de ne pas être transmise aux ménages et aux entreprises, car les banques doivent, pour rester rentables, conserver une marge entre taux des dépôts et taux de leurs prêts. De même, les fonds de placement monétaires risquent de ne plus enregistrer de bénéfice lorsque les taux sont très bas.

...et le plancher de 0 % ont limité l'efficacité de la politique de taux

Élargissement du champ des mesures

Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont pris de nouvelles mesures pour améliorer le fonctionnement des marchés de la dette et assouplir les conditions financières. Étant donné l'ampleur inhabituelle des initiatives prises dans de nombreux pays, il est utile de fournir ici une grille de lecture de différents aspects des réactions des banques centrales.

Cadre général d'évaluation des réactions des autorités

De nos jours, les banques centrales mènent généralement leur politique monétaire à travers des objectifs de taux d'intérêt à très court terme. Cette approche s'articule autour de deux éléments principaux. Elle vise, d'une part, à indiquer l'orientation souhaitée de la politique monétaire par l'annonce du taux d'intérêt directeur¹. Elle se traduit, d'autre part, par la conduite d'opérations de gestion de la liquidité (définies largement afin d'inclure divers aspects du cadre opérationnel, comme l'échéance, la tarification et les sûretés exigées en échange de la liquidité de banque centrale) qui soutiennent l'orientation souhaitée en maintenant le taux de marché le plus pertinent à un niveau conforme à celui du taux directeur. Les opérations de gestion de la liquidité sont généralement soigneusement conçues et mises en œuvre pour n'influencer que le taux de marché ciblé. Elles ne remplissent par conséquent

Opérations sur la liquidité en temps normal...

¹ Le taux directeur peut prendre la forme d'un taux fixé pour les opérations de la banque centrale, comme le taux de soumission minimal appliqué aux appels d'offres de la BCE, ou être simplement un objectif annoncé pour un taux de marché, comme le taux cible des fonds fédéraux dans le cas de la Réserve fédérale.

qu'un rôle de soutien et n'apportent aucune information sur l'orientation de la politique monétaire.

...et en périodes de crise

Cependant, les opérations de gestion de la liquidité peuvent aussi être délibérément utilisées pour agir, en complément du taux directeur, sur certains éléments spécifiques du mécanisme de transmission, tels que le prix de certains actifs, les rendements et les conditions de financement. Dans ce cas, les opérations de liquidité n'ont plus simplement un rôle passif, mais font partie intégrante de l'orientation générale de la politique monétaire. Elles entraînent habituellement d'importantes modifications des bilans des banques centrales (en termes de volume, composition et profil de risque). Nous parlerons donc d'une **politique de bilan**.

La politique de bilan varie en ce qui concerne le choix du marché cible...

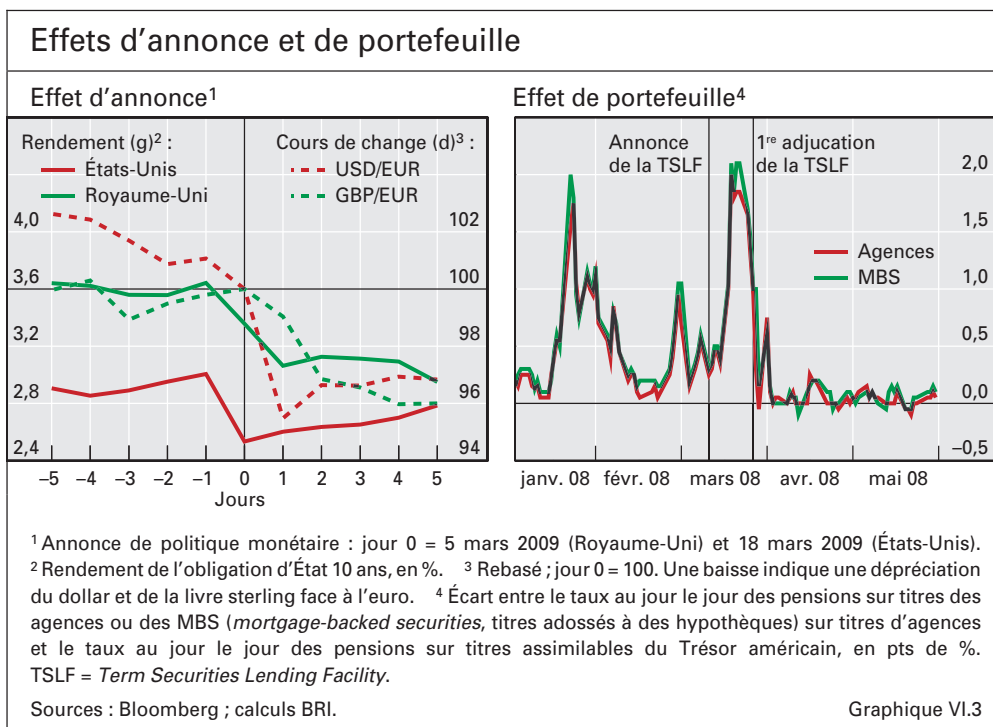
Les différentes formes de politique de bilan se distinguent par le marché sur lequel elles agissent. La forme la plus courante est l'intervention stérilisée sur les changes. Dans ce cas, les achats et ventes de devises cherchent à influencer le niveau du cours de change, indépendamment du taux directeur, qui définit l'orientation de la politique monétaire. Pendant la crise actuelle, la politique de bilan a également été utilisée pour cibler les taux du marché monétaire au-delà du jour le jour, les rendements des obligations d'État à long terme et diverses primes de risque. Si la justification, les mécanismes sous-jacents, les canaux et les implications pour le bilan de cette variante sont semblables à ceux d'une intervention sur les changes, le **choix du marché** est atypique, voire sans précédent. C'est le choix du marché qui a rendu certaines interventions récentes des banques centrales « non conventionnelles », et non l'approche globale qui consistait à essayer d'agir sur des éléments particuliers du mécanisme de transmission **au-delà** de l'influence du taux directeur.

...et peut être mise en œuvre quel que soit le niveau des taux

Une caractéristique importante de la politique de bilan est qu'elle peut être utilisée **quel que soit** le niveau des taux d'intérêt. C'est le cas le plus souvent des interventions sur les changes. Tant que les banques centrales sont en mesure de mener des opérations de stérilisation, ni l'expansion des portefeuilles d'actifs ni la modification de leur composition ne les empêchera de maintenir les taux directeurs à des niveaux proches de leur objectif. De fait, de nombreuses banques centrales asiatiques qui ont mené des interventions sur les marchés des changes au cours des dernières années sont parvenues à atteindre leur taux cible, malgré une importante expansion de leur bilan.

La politique de bilan fonctionne par le canal de l'effet d'annonce...

En principe, les effets de la politique de bilan peuvent être transmis par deux grands canaux. Le premier est l'effet d'annonce, qui fonctionne un peu comme celui utilisé pour atteindre les taux cibles à court terme. Dans ce cas, les opérations menées par la banque centrale ou l'annonce de ces opérations influencent les attentes du public en ce qui concerne les facteurs clés de la valorisation d'un actif par le marché. Il peut s'agir notamment des anticipations concernant l'orientation future de la politique, l'inflation, les pénuries relatives de certains actifs ou leur profil de risque et de liquidité. Ainsi, l'information selon laquelle la banque centrale est prête à effectuer des opérations sur des actifs illiquides peut suffire à augmenter la confiance des investisseurs dans ces actifs, et donc à réduire la prime de liquidité et à stimuler les volumes d'échange. L'effet d'annonce peut être assez puissant, comme en atteste la nette baisse des rendements des obligations d'État à



long terme et du cours de change qui s'en est suivi aux États-Unis et au Royaume-Uni après l'annonce, par la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre respectivement, de leur intention d'acheter des obligations d'État (graphique VI.3, cadre de gauche ; voir chapitre II pour d'autres exemples).

Le deuxième canal de transmission (version élargie de l'effet de portefeuille classique) repose sur l'effet des opérations de banque centrale sur les portefeuilles du secteur privé. Lorsque les actifs ne sont pas exactement substituables les uns aux autres, les variations de l'offre relative d'actifs induites par les opérations de banque centrale modifient fortement la composition des portefeuilles. Les rendements relatifs des actifs sont alors amenés à se modifier, ce qui risque, à son tour, d'avoir des répercussions sur l'économie réelle. Dans la mesure où ce processus provoque un renforcement des bilans, une hausse de la valeur des sûretés et une augmentation de la richesse nette, il peut atténuer des contraintes pesant sur le crédit, une baisse des primes sur les financements externes et, du même coup, une reprise de l'intermédiation du secteur privé. Ainsi, lorsque des titres privés à risque sont achetés à une banque en échange de titres de dette sans risque sur le secteur public, l'amélioration résultante du profil de risque du bilan de l'établissement pourrait accroître à la fois sa volonté et sa capacité d'accorder des prêts.

L'impact de la TSLF (*Term Securities Lending Facility*, facilité de prêts de titres à terme) de la Réserve fédérale sur l'écart entre taux des pensions assorties de sûretés du Trésor et taux des pensions assorties d'autres sûretés (indicateur de la relative rareté de ces deux types de sûretés) constitue un bon exemple de l'effet de portefeuille pendant l'épisode actuel de tensions. L'efficacité de telles opérations de prêt de titres dépend directement de leur incidence sur l'offre relative de sûretés sur le marché. Le fait que les écarts sur taux des pensions n'aient diminué qu'après la mise en œuvre de la TSLF

...et de l'effet de portefeuille

– et pas dès son annonce – illustre le fonctionnement de l’effet de portefeuille, qui est différent de celui de l’effet d’annonce (graphique VI.3, cadre de droite).

« Assouplissement
quantitatif » et
« assouplissement
des conditions du
crédit »

On s’interroge à l’heure actuelle pour savoir si la composition même du passif d’une banque centrale joue un rôle dans l’efficacité de la politique de bilan. Ainsi, le point central d’un assouplissement quantitatif (c’est ainsi que l’on a décrit les opérations menées par la Banque du Japon entre 2001 et 2006) est l’expansion des avoirs de réserve des banques, qui sont inscrits au passif du bilan de la banque centrale. En revanche, les opérations d’assouplissement des conditions du crédit pratiquées par la Réserve fédérale au cours du présent épisode se concentrent sur la composition de l’actif du bilan de la banque centrale et son influence sur les conditions de crédit pour le secteur privé. S’agissant de l’assouplissement quantitatif, les réserves des banques jouent un rôle particulier, soit du fait de leur capacité à servir de catalyseur des prêts bancaires, soit parce qu’elles contribuent à la stabilité et à la confiance du marché. En ce qui concerne l’assouplissement des conditions du crédit, en revanche, ces réserves ne jouent pas de rôle particulier, et les diverses formes d’engagements de la banque centrale sont implicitement traitées comme substituables non seulement entre elles mais aussi avec certains types de titres d’État. De ce point de vue, le financement de la politique de bilan (par émission d’effets de banque centrale, par émission de bons du Trésor à court terme aux fins de dépôt auprès de la banque centrale ou simplement par accroissement des réserves bancaires, porteuses ou non d’intérêts) ne revêt qu’une importance secondaire en termes d’efficacité. Évidemment, la politique de communication diffère aussi largement entre les deux approches.

Aperçu des réactions des banques centrales

Les banques
centrales ont pris
trois types de
mesures :

Le cadre conceptuel que nous venons de décrire peut être utile pour évaluer les réactions des banques centrales face à la crise. Les mesures adoptées se répartissent en trois grandes catégories, en fonction du lien entre les opérations mises en œuvre et les objectifs immédiats (tableau VI.1). La première catégorie comprend les mesures visant à ce que le taux du marché soit conforme au taux directeur. La deuxième est constituée des initiatives d’allègement des tensions sur les marchés interbancaires. La troisième regroupe les réactions visant à soutenir des marchés de la dette spécifiques – en particulier les segments non bancaires – et plus généralement à assouplir les conditions financières. Les deux dernières catégories, dans la mesure où elles couvrent des opérations axées sur des segments particuliers du mécanisme de transmission allant au-delà du taux cible traditionnel, font partie de la politique de bilan.

...mesures
destinées à
s’assurer que le
taux cible est
atteint...

En ce qui concerne la première catégorie, la mise en œuvre de taux cibles impliquait de s’adapter à la plus forte instabilité de la demande de réserves par une offre plus flexible, aussi bien en termes de volume que de fréquence. Pour faciliter l’ancrage des taux courts par rapport au taux cible, la Banque d’Angleterre et la Réserve fédérale ont aussi réduit la largeur de la fourchette effective des taux au jour le jour en changeant les taux appliqués aux facilités permanentes de fin de journée. Simultanément, les banques centrales ont dû renforcer leur capacité à réabsorber les réserves excédentaires afin de neutraliser l’effet des opérations de beaucoup plus grande ampleur sur les

Réponses des banques centrales à la crise								
Objectif	Mesures prises	Fed	Euro	BoE	BoJ	BdC	BRA	BNS
Conduire la politique monétaire	Mesures exceptionnelles de réglage fin	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
	Modification des réserves obligatoires			✓ ²				
	Rétrécissement de la fourchette des taux au jour le jour	✓ ³	✓	✓				
	Rémunération des réserves	✓			✓ ⁴			
	Augmentation des dépôts du Trésor	✓				✓		
	Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale		✓	✓	✓		✓	✓
Assouplir les conditions sur les marchés interbancaires de gros	Modification de la facilité d'escompte	✓ ⁵		✓				
	Opérations exceptionnelles à long terme	✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la gamme des sûretés éligibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la liste des contreparties éligibles	✓		✓	✓	✓	✓	
	Lignes de swap entre banques centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Prêts de titres : facilité créée ou assouplie	✓		✓	✓	✓		
Assouplir les conditions sur les marchés de la dette et les conditions financières au sens large	PC : financement, achat ou acceptation comme sûreté	✓ ⁷		✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ¹⁰	✓ ¹¹	
	ABS : financement, achat ou acceptation comme sûretés	✓ ¹²	✓ ¹³	✓ ⁸			✓ ¹¹	
	Obligations d'entreprise : financement, achat ou acceptation comme sûretés			✓ ⁸	✓ ¹⁴	✓ ¹⁰		✓
	Achat de titres du secteur public	✓ ¹⁵		✓ ⁸	✓ ¹⁶			
	Achat d'autres titres				✓ ¹⁷			✓ ¹⁸

Fed = Réserve fédérale ; Euro = Eurosysteme ; BoE = Banque d'Angleterre ; BoJ = Banque du Japon ; BdC = Banque du Canada ; BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BNS = Banque nationale suisse. Coche (✓) = oui.

¹ Y compris constitution de réserves en début de période. ² Extension de la fourchette dans laquelle les réserves sont rémunérées. ³ Baisse du taux d'escompte par rapport au taux cible des fonds fédéraux. ⁴ Réserves excédentaires (*Complementary Deposit Facility*). ⁵ Réduction du taux et allongement de la durée de la facilité d'escompte ; admission des courtiers principaux comme contreparties (*Primary Dealer Credit Facility*). ⁶ Y compris injections de liquidité à taux fixe, servies pour l'intégralité des soumissions. ⁷ Financement de l'achat de certificats de dépôt à court terme, de papier commercial (PC) et d'ABCP (*asset-backed commercial paper*, papier commercial adossé à des actifs) (*Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility et Commercial Paper Funding Facility*). ⁸ *Asset Purchase Facility*. ⁹ Augmentation de la fréquence et du montant des opérations de pension sur PC et institution des achats ferme de PC. ¹⁰ Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés. ¹¹ Acceptation, comme supports de pensions, des RMBS (*residential mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques sur immobilier résidentiel) et des ABCP. ¹² Financement de l'achat d'ABS (*asset-backed securities*, titres adossés à des actifs) sur créances constituées de prêts étudiants, crédits automobiles, encours de cartes de crédit et autres prêts garantis (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). ¹³ Achat d'obligations sécurisées. ¹⁴ Élargissement de la gamme des obligations d'entreprise acceptées comme sûretés et mise en place d'une facilité de prêt contre obligations d'entreprise. ¹⁵ Achat de titres du Trésor et des agences fédérales de financement hypothécaire (obligations et MBS – *mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques). ¹⁶ Achat d'obligations d'État du Japon, dans le but de faciliter le bon fonctionnement du marché monétaire et non d'influer sur les cotations. ¹⁷ Achat d'actions détenues par les établissements financiers. ¹⁸ Achats de titres en devises.

Sources : données nationales.

Tableau VI.1

taux au jour le jour. Comme le montre la composition des passifs des banques centrales, celles-ci ont procédé de différentes façons (graphique VI.4). La Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont émis des bons à court terme ; la BCE et la Banque de Réserve australienne ont de plus en plus accepté les dépôts rémunérés ; enfin, la Réserve fédérale a reçu des dépôts plus importants du Trésor et a commencé à verser des intérêts sur les réserves des banques.

...initiatives d'allègement des tensions sur les marchés interbancaires de gros...

La deuxième catégorie de mesures, largement utilisées pendant les deux premières phases de la crise, était destinée à abaisser les primes de risque sur l'interbancaire à terme, considérées comme un indicateur de tensions sur ce segment clé du marché. Les mesures directes consistaient à procurer plus de financements à terme, de façon à compenser les insuffisances de l'offre de marché, et les mesures indirectes à lever les obstacles à une redistribution fluide des réserves au sein du système et à assurer l'accès aux financements offerts par la banque centrale. Aussi, les modalités d'octroi de réserves ont été assouplies, en termes de sûretés éligibles et de couverture de la contrepartie, à travers un allongement des échéances des opérations de refinancement et la mise en place de lignes de swap de devises entre banques centrales pour alléger les tensions, essentiellement sur les financements en dollars sur les marchés étrangers (et sur les financements étrangers dans quelques autres devises ; encadré VI.A et chapitre II). Le recours à ces lignes de swap a largement contribué à l'expansion des bilans des grandes banques centrales au cours de la période (graphique VI.4)². En outre, de nombreuses banques centrales ont introduit des prêts de titres très liquides (obligations souveraines, normalement) contre des titres moins liquides, ou en ont assoupli les modalités d'octroi, afin d'améliorer les conditions de financement sur le marché monétaire.

...et mesures visant à influencer les marchés de la dette et les conditions financières au sens large

La troisième catégorie comprenait les mesures centrées sur l'assouplissement direct des conditions d'emprunt dans le secteur non bancaire et l'amélioration des conditions financières au sens large. Ces mesures ont été utilisées en particulier au moment de l'aggravation des perturbations sur les marchés financiers (phases 3 à 5 de la crise). Les plus marquantes ont été la fourniture de fonds au secteur non bancaire pour accroître la liquidité et réduire les primes de risque sur des marchés précis (papier commercial, titres adossés à des actifs et obligations d'entreprise) et l'achat direct de titres du secteur public pour influencer plus généralement les rendements de référence. La Banque nationale suisse est même intervenue sur le marché des changes pour contenir les tensions sur le franc, dans le cadre de ses efforts de réduction des risques déflationnistes et pour assouplir les conditions monétaires d'ensemble.

Chaque pays met l'accent sur un aspect différent

En conséquence de ces mesures, les bilans des banques centrales se sont nettement étoffés et leur composition s'est considérablement modifiée (graphique VI.4). L'importance relative accordée aux titres privés et publics

² Les montants obtenus dans le cadre des lignes de swap apparaissent à la fois à l'actif du bilan des banques centrales, et à leur passif comme engagements en monnaie domestique envers des banques centrales étrangères (pour autant que ces dernières n'utilisent pas les devises fournies par le swap).

Encadré VI.A – Action coordonnée des banques centrales durant la crise

Les autorités monétaires pratiquent régulièrement l'échange d'information. Elles partagent aussi bien des aspects de leur approche économique et de leur cadre de politique monétaire ; face à des défis communs, on peut donc s'attendre à ce qu'elles adoptent des mesures similaires. Il est toutefois inhabituel qu'elles coordonnent leur action de manière formelle. Si, dans le passé, les interventions concertées visant à limiter les mouvements de change n'étaient pas rares, elles sont devenues l'exception – du moins entre banques centrales des économies industrialisées.

Durant la crise financière actuelle, toutefois, la concertation des banques centrales a été portée à un degré inédit. Le présent encadré analyse les raisons de ce choix stratégique.

Quelle concertation ? Action sur la liquidité et les taux d'intérêt

Ce sont les mesures prises pour remédier à la pénurie de devises, en particulier de dollars, sur l'interbancaire qui ont été le plus étroitement coordonnées^①. Du fait des tensions intervenues durant la crise sur les marchés monétaires en dollars, il est devenu très difficile pour les banques non américaines de se financer dans la monnaie américaine, comme l'illustrent les turbulences sur les marchés des swaps cambistes et le creusement des primes Libor-OIS (chapitres II et III). La Réserve fédérale a réagi en mettant en place avec les banques centrales d'Europe des lignes de swap visant à pallier la pénurie de dollars dans cette région. Puis, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, il est devenu évident qu'il fallait faire face simultanément, sur tous les principaux marchés, à cette raréfaction des refinancements en monnaie américaine ; les accords de swap ont alors été étendus à de nouveaux pays, et leur plafond

Actions concertées des banques centrales durant la crise

Banque(s) centrale(s) fournissant la liquidité (monnaie)	Déc. 2007	Mars 2008	Sept. 2008	Oct. 2008	Nov. 2008	Janv. 2009	Févr. 2009
	Politique en matière de liquidité Ouverture de lignes de swap : banques centrales contreparties						
Réserve fédérale (USD)	CH, XM		JP, GB, AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG			
Banque nationale suisse (CHF)				XM	PL	HU	
Eurosystème (EUR)				DK, HU ¹	PL ¹		
Pays nordiques ² (EUR)		IS					
Banque de Suède (SEK)							EE
	Politique en matière de taux Baisse simultanée des taux directeurs : pays/zone concernés						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DK = Danemark ; EE = Estonie ; GB = Royaume-Uni ; HU = Hongrie ; IS = Islande ; JP = Japon ; KR = Corée ; MX = Mexique ; NO = Norvège ; NZ = Nouvelle-Zélande ; PL = Pologne ; SE = Suède ; SG = Singapour ; US = États-Unis ; XM = zone euro.

En décembre 2008, la Banque du Japon a relevé le plafond d'une ligne de swap JPY/KRW ouverte avec la Banque de Corée. En avril 2009, la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont annoncé des lignes de swap visant à mettre leurs monnaies respectives à la disposition de la Réserve fédérale, si nécessaire.

¹ Sur la base des pensions sur titres. ² Banques centrales du Danemark, de Norvège et de Suède.

Sources : données nationales.

Tableau VI.A

relevé (tableau VI.A). Des dispositifs similaires ont ensuite été instaurés pour répondre à la pénurie d'euros et de francs suisses en Europe, tandis que, en Asie, des lignes existantes ont été mises à profit pour remédier à l'insuffisance de yens.

Les politiques de taux ne sont généralement pas concertées, mais, le 8 octobre 2008, plusieurs banques centrales des économies industrialisées ont – fait sans précédent – annoncé conjointement une baisse.

Pourquoi une telle coordination ?

La fourniture de devises par lignes de swap présentait des avantages pour les deux parties. Par exemple, pallier la pénurie de dollars pour les banques étrangères a aidé la Réserve fédérale à contrôler plus étroitement les taux des ressources en dollars sur les marchés monétaires, et réduit le risque que les établissements étrangers « bradent » les actifs libellés dans la monnaie américaine. Certes, la Réserve fédérale fournissait déjà, sur le marché intérieur, de la liquidité en dollars aux filiales américaines de banques étrangères, par le biais de divers programmes. Mais étendre l'apport direct de liquidité à des banques étrangères en couvrant davantage de fuseaux horaires et d'établissements aurait soulevé quelques difficultés – par exemple, mettre en place des modalités de prêt supplémentaires, et notamment modifier les dispositions relatives aux sûretés et évaluer le risque de crédit de ces contreparties. Au contraire, en ouvrant des lignes de swap avec les autres banques centrales, la Réserve fédérale a pu utiliser l'infrastructure et les procédures de ces institutions pour prêter aux institutions financières de leur ressort – notamment techniques de règlement, surveillance des contreparties et contrôle des sûretés éligibles. Prêter par l'entremise de banques centrales étrangères a également contribué à mettre en correspondance, dans les pays concernés, la conduite des opérations de soutien de liquidité et les responsabilités du contrôle prudentiel.

Du côté de la banque centrale étrangère, la difficulté de ses contreparties nationales à se procurer des ressources en devises risquait de menacer la stabilité de son système financier. En l'absence de ces lignes de swap, elle aurait pu mobiliser les réserves de change existantes ou emprunter des devises sur le marché, mais ces solutions sont peu séduisantes en période de crise si les marchés des changes sont perturbés, ou les réserves de change, limitées. D'où l'intérêt de ces accords de swap avec une autre banque centrale.

Enfin, les autorités peuvent souhaiter afficher leur coopération en temps de crise planétaire, voyant là un moyen de raffermir la confiance. C'est sans doute ce qui explique le mieux les baisses de taux concertées d'octobre 2008.

S'est-elle révélée efficace ?

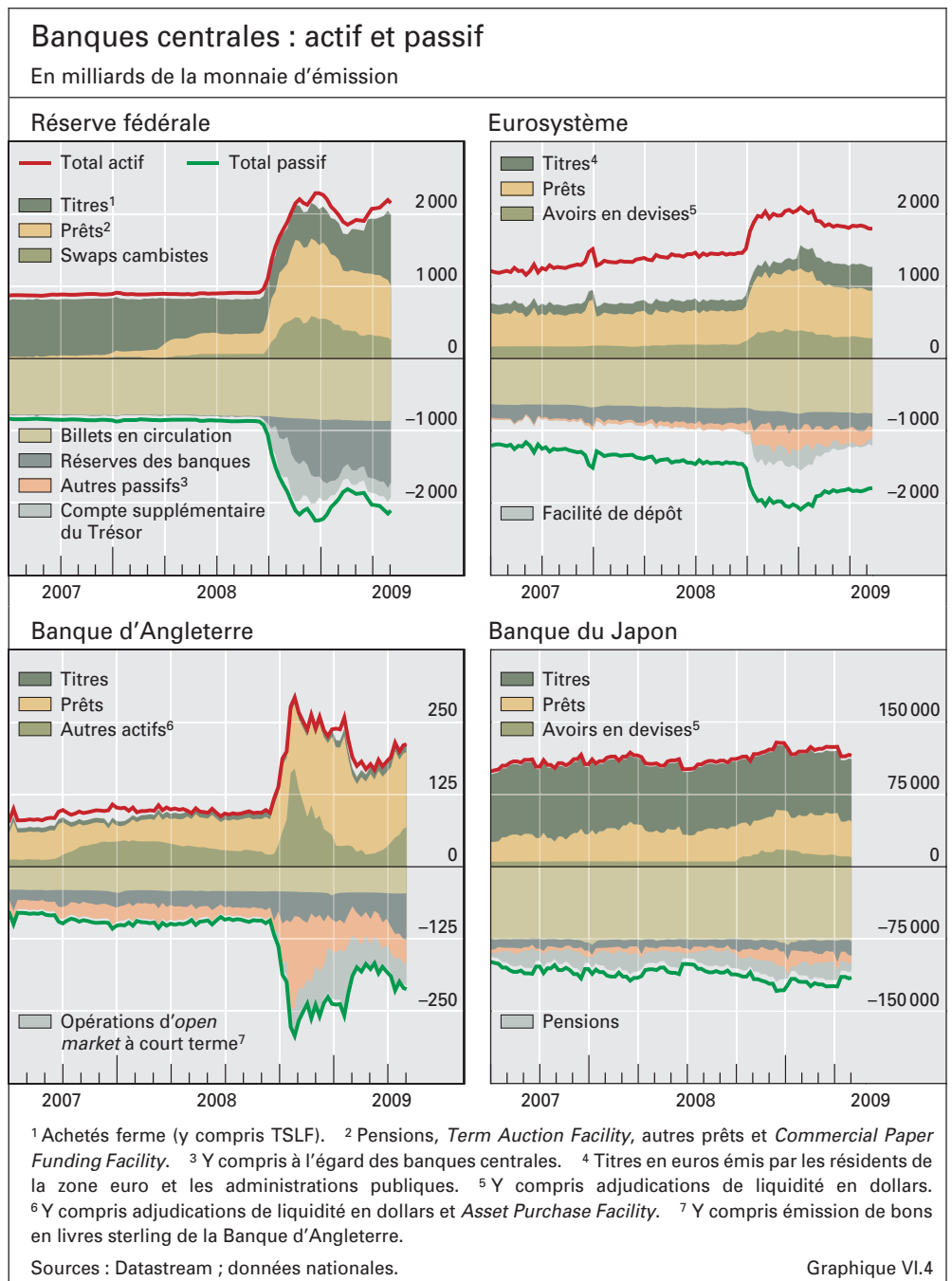
Selon de nombreux intervenants de marché, les accords de swap ont amélioré les conditions de refinancement à terme^①. En témoigne le fait que, après avoir atteint un pic, fin octobre, leur utilisation a graduellement diminué ; certaines banques centrales ne s'en sont même jamais servi. Les distorsions se sont atténuées sur le marché des swaps cambistes, en particulier pour les paires EUR/USD et CHF/USD, et les primes Libor-OIS se sont globalement resserrées. Bien que de nombreuses autres actions aient été entreprises parallèlement, cette amélioration semble bien procéder en partie de la mise en place de lignes de swap entre banques centrales.

^① Les accords de swap entre banques centrales sont examinés en détail dans C. Ho et F.-L. Michaud, « Banques centrales : mesures prises pour faciliter le financement des banques en devises », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2008, pp. 14–16.

^② N. Baba et F. Packer, « From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers », document présenté lors de la conférence « The global financial crisis: causes, threats and opportunities » (Warwick, 6 avril 2009).

ainsi qu'aux marchés bancaire et non bancaire a été très variable selon les pays. Ainsi, la Réserve fédérale s'est largement concentrée sur les marchés de la dette non bancaires et sur les opérations portant sur des titres du secteur privé, comme dans le cas des facilités CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) et TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) (graphique VI.4, cadre supérieur droit, sous « Prêts »). En revanche, la Banque d'Angleterre a d'abord consacré sa facilité APF (*Asset Purchase Facility*) à des achats d'obligations d'État (graphique VI.4, cadre inférieur gauche, sous « Autres

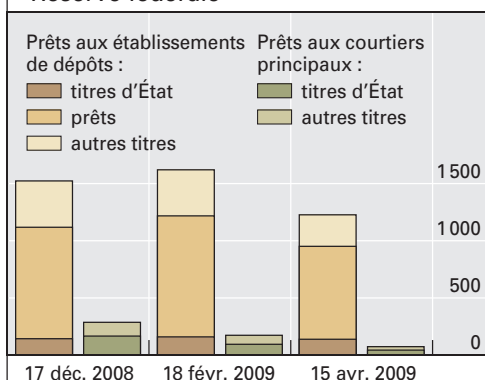
actifs »), tandis que la BCE mettait l'accent sur la liquidité du système bancaire grâce à des opérations de refinancement à taux fixe, les soumissions étant servies intégralement, à des échéances allant jusqu'à 12 mois (graphique VI.4, cadre supérieur droit, sous « Prêts ») et des achats d'obligations sécurisées. La Banque du Japon, pour sa part, s'est efforcée d'améliorer les conditions de financement des entreprises par diverses mesures concernant le papier commercial et les obligations d'entreprise. Cette différence d'accent reflète, dans une certaine mesure, des différences de structure financière. Ainsi, aux États-Unis, l'intervention plus directe sur les marchés de la dette non bancaires est conforme au système de ce pays, où le financement passe essentiellement par le marché. Dans la zone euro, en revanche, l'intermédiation bancaire est



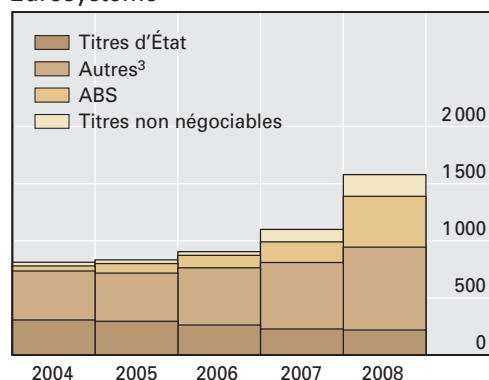
Banques centrales : sûretés reçues

En milliards de la monnaie d'émission

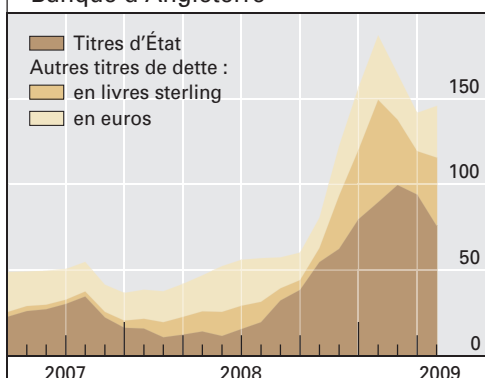
Réserve fédérale¹



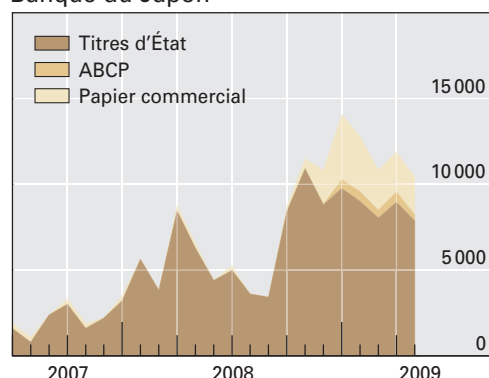
Eurosystème²



Banque d'Angleterre⁴



Banque du Japon⁵



¹ Sûretés reçues dans le cadre des diverses facilités. ² Sûretés reçues dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème. ABS = titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*). ³ Obligations sécurisées, obligations non sécurisées, obligations d'entreprise et autres actifs négociables. ⁴ Valeur mensuelle moyenne des sûretés reçues dans le cadre des opérations de politique monétaire. ⁵ Titres pris en pension par la Banque du Japon. ABCP = papier commercial adossé à des actifs (*asset-backed commercial paper*).

Sources : Datastream ; données nationales.

Graphique VI.5

prédominante, ce qui explique la plus grande importance accordée au soutien des banques.

Un recours accru à la politique de bilan entraîne une implication de plus en plus forte des banques centrales dans le processus d'intermédiation et un rôle plus important dans l'offre relative de titres d'État. Le besoin d'une coopération étroite avec les autorités budgétaires se fait par conséquent sentir, pour deux raisons principales. Premièrement, les importants achats de titres d'État effectués par les banques centrales et l'expansion rapide de leurs passifs qui en découle affectent le profil d'ensemble de la dette du secteur public. Leur effet pourrait être contré par une gestion active de la dette (étant donné, notamment, leur volume généralement assez élevé) si les objectifs des deux types d'opérations ne concordent pas. Deuxièmement, les banques centrales assument des risques de crédit et de marché de plus en plus grands, comme le montre la proportion croissante de titres du secteur privé acceptés comme sûretés dans les opérations monétaires (graphique VI.5). Dès lors, une coordination étroite entre banque centrale et pouvoirs publics est nécessaire

Nécessité d'une coopération étroite avec les autorités budgétaires

pour mettre en place des mécanismes assurant que les pertes potentielles n'affecteront pas l'indépendance opérationnelle de la banque centrale.

Restauration du système financier

Les mesures adoptées par les banques centrales ont répondu aux besoins immédiats de financement des banques pendant les deux premières phases de la crise, mais les graves perturbations qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, en septembre, ont remis en question la solvabilité de plusieurs établissements financiers d'importance systémique (voir chapitres II et III pour plus de détails). Étant donné leur rôle central dans le fonctionnement de l'économie réelle, les pouvoirs publics ont pris des mesures pour prévenir leur chute et restaurer la confiance dans le système financier. Le soutien des autorités publiques avait pour objectif de rétablir le flux de prêts aux ménages et aux entreprises et de maintenir la croissance de l'économie réelle.

L'effondrement du système financier a été évité et le calme ramené sur les marchés. L'incidence des mesures prises sur les actifs dépréciés dans les bilans des banques a en revanche été moins probante, ce qui pourrait retarder les ajustements nécessaires à un fonctionnement durable et ordonné du système financier et exposer les contribuables à des pertes potentiellement plus importantes. En mai 2009, des doutes subsistaient quant à la santé à long terme des grandes banques internationales, et les incertitudes entourant les pertes potentielles sur les portefeuilles de prêts et autres expositions de crédit rendaient la levée de capitaux privés difficile pour les banques.

La présente section décrit les grandes caractéristiques des plans de sauvetage adoptés par les pouvoirs publics ainsi que la réaction du marché. La riposte des gouvernements est ensuite analysée à la lumière des leçons tirées des crises des années 1990 dans les pays nordiques (encadré VI.B). Enfin, certaines préoccupations à long terme suscitées par les interventions publiques sont examinées.

Caractéristiques des plans de sauvetage des pouvoirs publics

Les mesures *ad hoc* prises fin septembre pour sauver des banques au cas par cas ont été suivies, en octobre, par l'annonce de vastes programmes de la part des gouvernements de la plupart des grandes économies, accompagnée de déclarations selon lesquelles aucune défaillance d'établissement d'importance systémique ne serait permise. Les plans de sauvetage ont consisté en des mesures touchant à la liquidité et à la solvabilité de certains établissements ainsi qu'au fonctionnement des marchés financiers (tableau VI.2). Alors que les banques centrales avaient fourni de la liquidité à court terme aux établissements éligibles au cours des premières phases de la crise, ce sont les gouvernements qui ont facilité l'accès à des ressources plus permanentes dès la troisième phase, en offrant des garanties sur dépôts et dettes. Ils ont fait face aux problèmes de solvabilité en recapitalisant les banques. En ce qui concerne les actifs dépréciés, les gouvernements les ont achetés ou ont fourni une assurance contre des pertes inhabituellement élevées sur certains portefeuilles d'établissements clés. En dernier recours, ils ont nationalisé des établissements devenus insolubles,

Les interventions publiques de sauvetage de grands établissements financiers...

...n'ont pas résolu de façon convaincante le problème des actifs dépréciés

Les pouvoirs publics ont garanti les dépôts, facilité le refinancement de la dette et recapitalisé les banques

Mesures visant à stabiliser le système financier ¹													
	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Garantie des dépôts	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓
Limitation de la vente à découvert	✓		✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Injection de capital		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Garantie de la dette	✓		✓		✓	✓ ²	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Assurance des actifs							✓					✓	✓
Achat d'actifs	✓		✓	✓	✓		✓			✓			✓
Nationalisation					✓		✓					✓	✓

AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DE = Allemagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; HK = Hong-Kong RAS ; IT = Italie ; JP = Japon ; KR = Corée ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis. Coche (✓) = oui.

¹ Sur la base des informations disponibles jusqu'à fin avril 2009. ² Par l'intermédiaire de la Société de financement de l'économie française.

Sources : données nationales. Tableau VI.2

afin de protéger les déposants et d'éviter toute contagion, ou ont pris des participations majoritaires.

Des garanties sur dépôts et dettes ont protégé des sources clés de financement

En offrant une protection accrue aux déposants et aux créanciers des banques sous la forme de garanties, les pouvoirs publics ont protégé des sources de financement bancaire importantes et facilité le refinancement de dettes arrivant à échéance (tableau VI.2). Plus de 20 pays ont introduit des garanties sur les dépôts des particuliers et des entreprises, ou étendu celles qui existaient déjà, ce qui a limité le risque d'une ruée sur les banques. Les garanties d'État ont permis aux banques éligibles d'émettre de nouvelles obligations bénéficiant du soutien explicite du gouvernement contre paiement d'une commission annuelle. Les émissions ainsi lancées ont constitué la principale source des emprunts bancaires au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009.

L'adhésion aux programmes de garantie publique de la dette a été plus longue que prévu...

Le recours aux programmes de garantie publique de la dette a été plus lent que prévu, car les émetteurs en ont été dissuadés par leurs conditions et leur coût. Les échéances disponibles variaient selon les pays (généralement entre 3 et 5 ans) et la plupart des banques ont choisi l'échéance la plus longue. Le coût de ces garanties était plus élevé pour les établissements européens que pour les institutions américaines. Aux États-Unis, tous les emprunteurs payaient le même taux, quelle que soit leur notation, alors qu'en Europe, le coût des garanties était lié aux primes antérieures sur CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut), ce qui les rendait plus chères pour les moins bonnes signatures. Dans certains cas, ce coût rendait les garanties moins attrayantes que les financements à court terme à travers les facilités des banques centrales.

...en raison de leur complexité et de problèmes opérationnels

La complexité de ces programmes de garantie et les conditions variables selon les juridictions ont eu un effet dissuasif sur certains investisseurs. Selon les pays, les obligations garanties par l'État sont affectées d'une pondération zéro par les autorités prudentielles, ou se voient affecter d'un coefficient de fonds propres de 20 %. La dette garantie n'a pas été acceptée comme sûreté dans tous les pays. En outre, certains investisseurs se sont heurtés à des

Encadré VI.B – Résolution de la crise financière : enseignements de l'expérience nordique

La manière dont la Finlande, la Norvège et la Suède se sont attaquées à leur crise bancaire à la fin des années 1980 et au début des années 1990 est largement considérée comme « exemplaire »^①. En comparant cette période avec la crise actuelle, il apparaît que, si les problèmes sont de nature assez similaire, ils se sont manifestés selon des modalités distinctes qui ont profondément influencé le déroulement et la forme des interventions publiques. Le présent encadré met en lumière deux principes fondamentaux, tirés de l'expérience nordique, pour la résolution des crises bancaires ; il examine en quoi les circonstances ont influé sur leur application.

La gestion et la résolution de crise ont pour principal objectif de réduire au minimum les pertes de production découlant des turbulences financières. Il est désormais largement admis que la meilleure pratique repose sur deux principes. Premièrement, il convient de déterminer le plus tôt la nature et l'ampleur des problèmes bancaires, puis d'intervenir rapidement, afin d'éviter une détérioration latente de la qualité des actifs, qui pourrait rendre la résolution de la crise plus coûteuse encore. Deuxièmement, il faut intervenir en profondeur par des actions d'envergure : une fois prises les mesures nécessaires pour stabiliser la situation, les autorités doivent s'assurer que les pertes sont comptabilisées ; les créances douteuses, éliminées ; le système, recapitalisé et tout excédent de capacités, résorbé. En assainissant les bilans et en favorisant l'ajustement, ces politiques devraient redonner au système financier la capacité de fonctionner efficacement et soutenir sa rentabilité à long terme, jetant ainsi les bases d'une reprise autonome de l'activité.

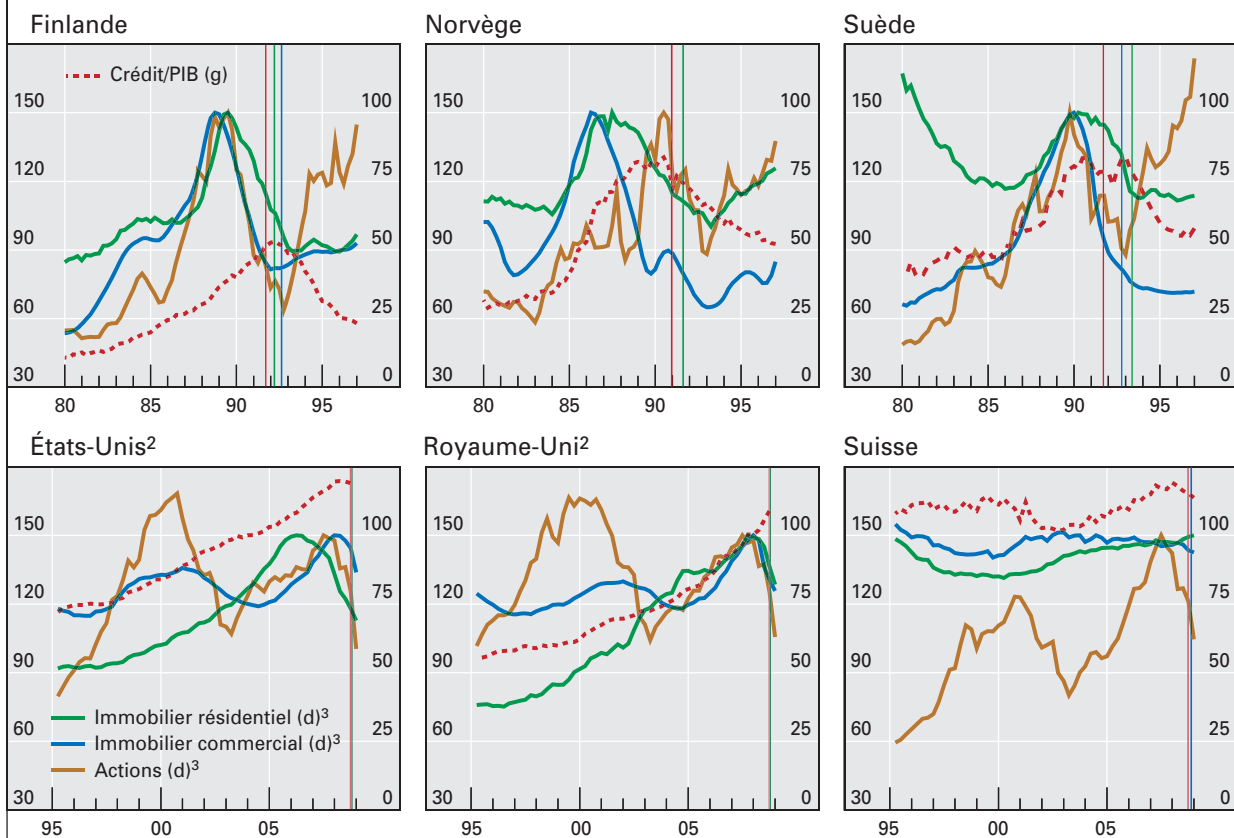
Le plan d'action dépend des circonstances. Il exige toutefois la volonté politique d'engager des fonds publics ainsi que le pouvoir d'exercer un contrôle suffisant sur les agents financiers, que ce soit par l'imposition de conditions strictes ou par la prise de participations publiques. Ces conditions visent à : s'assurer que les directions et les actionnaires assument leurs responsabilités ; éviter de conférer aux établissements soutenus un avantage concurrentiel indu ; parer à une « fuite en avant » des établissements dans des stratégies d'expansion risquées ; limiter le coût pour le contribuable. Les directions et actionnaires en place ont, eux, intérêt à différer la constatation des pertes et à rechercher les conditions les plus avantageuses.

Les crises nordiques et la crise actuelle présentent une ressemblance fondamentale : on peut y voir la conséquence de l'inversion d'un cycle (« financier ») d'expansion excessive du crédit et des prix des actifs (graphique VI.B). Elles ont été précédées d'une augmentation inhabituellement rapide et prolongée du ratio crédit au secteur privé/PIB, ainsi que d'une hausse exceptionnelle des prix des actifs, en particulier de l'immobilier. Des travaux récents ont ainsi montré que les indicateurs avancés « en temps réel » basés sur l'explosion du crédit et du prix des actifs aident à prédire très en amont les crises bancaires^②.

Alors que les conditions étaient fondamentalement similaires, les deux épisodes se distinguent nettement en ce sens que la matérialisation des tensions et l'action des autorités sont intervenues à des moments très différents du cycle financier (graphique VI.B). Dans le cas des pays nordiques, des mesures d'envergure pour le soutien du système bancaire avaient été prises bien après le début de la chute des prix de l'immobilier. Dans l'épisode en cours, en revanche, la crise s'est déclarée plus tôt dans la phase de contraction du cycle financier, comme on l'a bien vu aux États-Unis et au Royaume-Uni. Par ailleurs, les banques nordiques étaient plus proches de l'insolvabilité comptable ; en fait, l'action des autorités visait, pour partie, à reconstituer les fonds propres, qui étaient tombés au-dessous des exigences minimales de Bâle I. Durant la crise actuelle, la plupart des établissements se situaient au contraire bien au-dessus du minimum. Par conséquent, en termes de rapidité d'intervention (le premier principe évoqué ci-dessus), la gestion de la crise actuelle soutient favorablement la comparaison avec l'expérience des pays nordiques.

Les pratiques comptables expliquent sans doute largement cette différence dans le déroulement des faits. La crise actuelle résulte, au départ, de l'évaluation des actifs au prix du marché : les premières pertes ont été encourues sur des créances titrisées, comptabilisées à leur juste valeur – ce qui est encore le cas pour une grande partie des pertes (tableau III.2). Au contraire, lors des crises nordiques, les pertes avaient été passées, en comptabilité d'engagements, après dépréciation des prêts. La comptabilité en valeur de marché enregistre les pertes bien plus tôt et n'a pas besoin pour cela d'un incident de crédit manifeste. Dès que les opérateurs anticipent un défaut, le cours du titre chute, et la comptabilité le constate. De surcroît, l'intensification de l'aversion pour le risque amplifie généralement le mouvement, que les cessions précipitées peuvent encore aggraver.

Cycle financier et crises bancaires¹



¹ Les séries de prix des actifs sont normalisées par rapport à leur pic (= 100) à l'intérieur d'une fenêtre recouvrant chaque crise bancaire (pays nordiques : 1985–1992 ; autres pays : 2004–2009). Lignes verticales : rouge = matérialisation des tensions (faillite ou sauvetage d'un établissement de première importance) ; bleu = mise en place d'un programme de garantie de la dette ; vert = mise en place d'un programme de recapitalisation générale des banques. ² Mise en place, le même jour, d'un programme de garantie de la dette et d'un programme de recapitalisation générale des banques. ³ Prix en termes réels.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Graphique VI.B

Paradoxalement, la plus grande rapidité avec laquelle les pertes ont été constatées et les autorités sont intervenues ont rendu plus difficile l'application du deuxième principe : les autorités ont eu davantage de mal à exercer le degré de contrôle requis pour assainir les bilans. Pour l'essentiel, en effet, les pertes en valeur de marché ont affaibli les établissements sans les rendre objectivement insolvables (chapitres III et VI), réduisant ainsi l'éventail d'options à la disposition des autorités. Dans de telles circonstances, il est, par exemple, moins facile d'imposer aux établissements des conditions strictes ou des passations en pertes, et le risque est plus grand de porter atteinte aux droits de propriété des actionnaires. Plus important encore, les difficultés de refinancement découlant des pertes en valeur de marché pourraient avoir obscurci la compréhension des problèmes de fond. Aussi longtemps que les problèmes de solvabilité n'étaient pas avérés, la crise tendait à être considérée comme une pure crise de liquidité (chapitre II). Nombreux étaient ceux qui pensaient que la plongée du prix des actifs serait temporaire et que les injections de liquidité des banques centrales permettraient de rétablir le bon fonctionnement du marché et l'efficacité du processus d'intermédiation. Toutefois, si le cycle du crédit suit une dynamique similaire à celles des précédentes crises bancaires, une détérioration tangible des prêts en portefeuille ne peut manquer de suivre les pertes en valeur de marché.

Entre-temps, le risque est que les autorités privilégient le soutien au crédit, aux prix des actifs et à la demande agrégée, au détriment de l'ajustement, pourtant nécessaire, des bilans des banques. Dans le cas des pays nordiques, les établissements avaient dû constater la totalité des pertes et les imputer à leurs fonds propres, tailler dans leurs bilans, et, pour ceux qui bénéficiaient d'un soutien ciblé, réduire leurs réseaux de succursales. À cette fin, ils ont imposé des conditions strictes et des prises de participations publiques. Seule exception, l'injection générale de fonds propres réalisée en Finlande, qui visait en

partie à rétablir une pleine concurrence entre les institutions remises à flot et les autres, ainsi qu'à relever la capacité de prêt. Au contraire, les conditions dont les récents programmes étaient assortis n'ont généralement pas cherché à encourager l'ajustement ; ils ont même révisé à la hausse les montants prêtés, en vue de soutenir le crédit intérieur. Cela comporte un risque : l'établissement des bases nécessaires à une reprise autonome de l'activité pourrait en être retardé.

① Pour une analyse comparée de la résolution des crises bancaires nordiques, voir le *63^e Rapport annuel BRI*, juin 1993, chapitres VII et VIII. ② Ces indicateurs n'ont toutefois pas la même capacité de prédiction, par exemple, pour les systèmes bancaires, tels ceux de l'Allemagne et de la Suisse, qui, dans la crise actuelle, n'ont rencontré de difficultés que du fait de leurs expositions transfrontières. Voir C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009.

restrictions légales ou opérationnelles qui les ont empêchés d'acheter cette nouvelle classe d'actifs.

Les pouvoirs publics ont recapitalisé les banques pour réduire leur taux d'endettement et améliorer leur solvabilité. Si le Trésor britannique a utilisé des actions ordinaires, la plupart des gouvernements ont acheté des titres hybrides tels que les actions préférentielles ou les bons à conversion obligatoire, qui combinent le flux régulier de revenu des obligations et le potentiel d'appréciation des actions ordinaires³. Les titres hybrides peuvent être considérés comme du capital lorsqu'il s'agit de calculer le ratio de fonds propres d'une banque, mais ils n'inspirent pas une grande confiance aux acteurs du marché en raison de leur faible capacité à absorber les pertes.

Les injections de capital des pouvoirs publics ont amélioré la solvabilité des banques

Les gouvernements ont surtout acheté des actions préférentielles, qui limitent le risque de perte pour le contribuable tout en fournissant un flux de dividendes plus attrayant que les actions ordinaires. Ces avantages ont un coût dans la mesure où les détenteurs d'actions préférentielles ne peuvent généralement pas voter lors des assemblées générales d'actionnaires, ce qui réduit leur capacité à influencer la gestion de l'établissement. Les actions préférentielles acquises par les États-Unis présentaient un potentiel d'appréciation, puisqu'elles contenaient un bon de souscription à 10 ans offrant au gouvernement la possibilité d'acheter des actions ordinaires à un prix fixé d'avance. Il était difficile de comparer le coût et les conditions des injections de capital entre pays, car les plans étaient tous différents.

Les gouvernements ont surtout acheté des actions préférentielles, moins risquées mais sans droit de vote

Les injections de capital par l'État étaient assorties de conditions. De nombreux pays, suivant l'exemple de la France, ont exigé des banques recevant un soutien public qu'elles accordent de nouveaux prêts aux résidents et qu'elles répondent à des exigences de déclaration. Aux États-Unis et en Allemagne, les premières injections de capital s'accompagnaient de limites sur le versement des dividendes ordinaires, mais seul le Royaume-Uni a explicitement interdit le versement des dividendes ordinaires tant que celui des actions préférentielles du gouvernement n'était pas servi. Certaines de ces

Les conditions accompagnant les injections de capital se sont révélées difficiles à mettre en œuvre

³ En règle générale, les actions préférentielles ne sont pas assorties d'un droit de vote, elles donnent droit au dividende avant les actions ordinaires et ont priorité sur celles-ci en cas de faillite. Les bons convertibles sont une forme d'obligation qui peut être échangée plus tard contre un nombre précis d'actions ordinaires, à l'initiative de l'investisseur.

conditions se sont révélées difficiles à mettre en œuvre, en raison de leur manque de précision et de l'absence de volonté, voire de l'incapacité, des autorités à s'immiscer dans la gestion des banques. Ainsi, de nombreux plans de sauvetage contenaient des restrictions générales sur la rémunération des dirigeants, mais il manquait aux gouvernements les votes, le soutien des conseils d'administration des banques et l'assise légale nécessaires pour bloquer les paiements.

Seul le gouvernement suisse a acheté des actifs bancaires...

Dans quelques pays, le gouvernement a soutenu les grands établissements financiers en achetant leurs actifs dépréciés ou en leur fournissant une assurance contre les pertes sur certains portefeuilles. La Banque nationale suisse a racheté à UBS des actifs liés à des prêts hypothécaires pour les placer dans une structure *ad hoc*. La vente a permis à UBS de réduire ses actifs à risque et, donc, le montant de fonds propres que l'établissement devait détenir au regard des pertes potentielles. Certes, la Banque nationale suisse assume le risque de pertes éventuelles, mais elle a également droit à une part des bénéfices dans le cas où les actifs se redresseraient. Des plans de rachat d'actifs ont été annoncés aux États-Unis et en Allemagne mais, en mai, ils n'avaient pas encore été concrétisés.

...aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les pouvoirs publics ont offert à certaines banques une assurance contre les pertes

Aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le gouvernement a fourni une assurance sur les actifs de quelques banques : ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America et Citigroup. Dans cette approche, le gouvernement assume une partie des pertes potentielles sur un portefeuille particulier (généralement 80–90 %) après absorption d'un premier montant (ou franchise) par l'établissement. En échange, la banque verse au gouvernement une prime d'assurance qui dépend du degré de risque du portefeuille. L'assurance des actifs permet à la banque, en limitant ses pertes potentielles, de réduire le montant de ses fonds propres réglementaires. Cependant, le gouvernement se retrouve avec un important passif potentiel dans le cas où les actifs subissent une forte décote.

Les banques en cessation de paiement ont été placées sous contrôle de l'État

En Islande, en Irlande, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'État a pris le contrôle de plusieurs établissements insolubles afin de protéger les déposants et d'empêcher la contagion à d'autres établissements (chapitre II). Ce transfert de propriété a été effectué soit directement par les autorités de régulation (pour les agences fédérales américaines et les banques islandaises), soit par ordonnance du tribunal (Bradford & Bingley au Royaume-Uni et la société belgo-néerlandaise Fortis). Dans certains cas, ce transfert a eu lieu indirectement par acquisition de la majorité ou de la totalité des actions assorties d'un droit de vote (pour AIG et Royal Bank of Scotland, par exemple). Si la base juridique nécessaire aux prises de contrôle existait aux États-Unis, en revanche, en Allemagne et au Royaume-Uni, de nouvelles lois ont dû être votées pour faciliter ces opérations, qui, sinon, auraient pu être bloquées par les actionnaires. Les établissements à la solvabilité incertaine, confrontés à un risque de nationalisation, n'ont pratiquement pas pu lever de capitaux, car les investisseurs et les créanciers craignaient une dépréciation de leurs fonds propres.

Réaction du marché aux plans de sauvetage

Les interventions publiques de fin septembre et d'octobre 2008 ont évité la faillite de banques d'importance systémique et protégé les déposants, mais elles n'ont pas dissipé toutes les inquiétudes concernant la santé des grands établissements internationaux. Bien que les créanciers aient été relativement rassurés, ce qui s'est traduit par un resserrement des marges de crédit au-dessus du rendement des obligations souveraines et des primes CDS, la plupart des banques ont encore eu des difficultés à lever des fonds privés, ou ont échoué (chapitre II). En conséquence, des injections répétées de capital en faveur de certaines banques ont été décidées entre novembre 2008 et mai 2009.

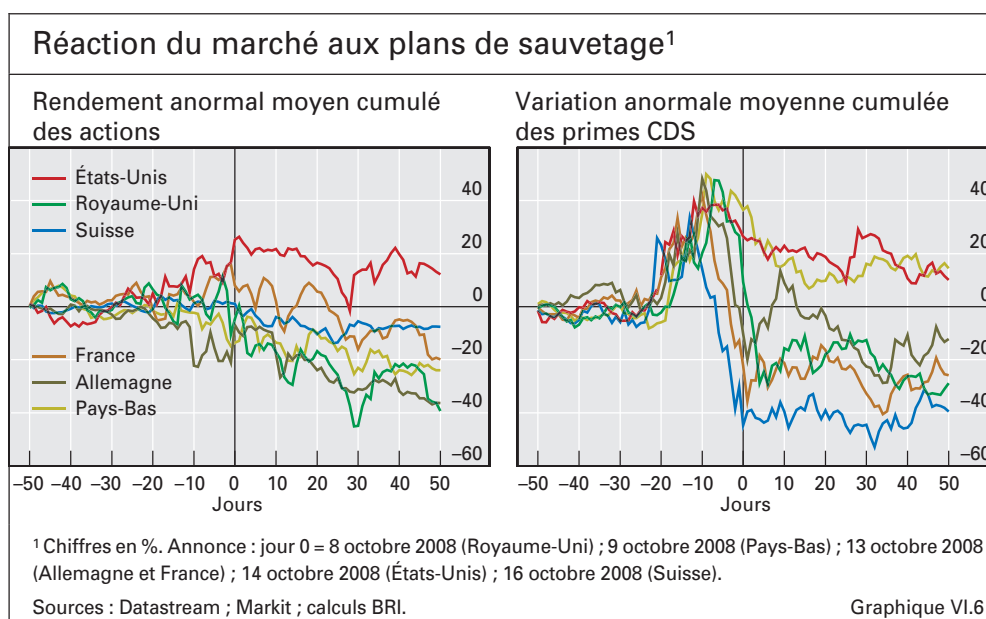
Dans un premier temps, en octobre, les valeurs boursières des banques ont réagi favorablement à l'annonce des plans de sauvetage. Mais leur baisse dans les mois suivants laisse à penser que les actionnaires ordinaires s'attendaient à de nouvelles pertes. Ces plans ne pouvant pas, par définition, protéger les détenteurs d'actions, un recul modéré du cours des titres bancaires était attendu en raison de la dilution des participations existantes (graphique VI.6, cadre de gauche). Dans les six pays représentés, les valeurs bancaires se sont moins bien comportées que le marché dans son ensemble après les injections de capital. La plus forte baisse a été constatée au Royaume-Uni, où le versement de dividendes ordinaires a été interdit. Les banques ayant bénéficié d'injections de fonds publics ont également enregistré de moins bons résultats que les autres.

Les créanciers ont mieux accueilli l'intervention des pouvoirs publics, comme en témoigne la diminution des primes CDS des banques de diverses nationalités (graphique VI.6, cadre de droite). En augmentant le ratio de fonds propres des banques et en permettant de refinancer les dettes existantes, les plans de sauvetage gouvernementaux ont réduit les risques de défaut, faisant reculer les primes CDS moyennes. Les primes de risque sur les dettes bancaires de premier rang et subordonnées ont également diminué par

Les interventions publiques n'ont pas ramené la confiance à plus long terme...

...comme en témoignent les baisses en Bourse

Les créanciers ont mieux accueilli l'aide des pouvoirs publics...



...mais les primes de risque sont restées importantes

rapport aux titres d'État de référence. Malgré ces signes positifs, certaines banques sont demeurées en difficulté et les primes de risque sont restées élevées. Les primes relativement importantes sur les obligations bancaires émises avec les différentes garanties gouvernementales semblent signifier que les créanciers nourrissent certains doutes sur la santé financière des banques et la crédibilité de l'engagement des pouvoirs publics à empêcher toute faillite parmi les établissements d'importance systémique.

Évaluation de la riposte des pouvoirs publics

Les États s'efforcent de remédier à la dépréciation des actifs bancaires

Globalement, les États ont peut-être trop tardé à agir pour purger les bilans des grandes banques de leurs actifs douteux. L'expérience des pays nordiques dans les années 1990 avait pourtant montré que cela était nécessaire pour réduire les incertitudes, rétablir durablement la confiance et jeter les bases d'un système financier solide (encadré VI.B). Bien que ces impératifs ne soient pas contestés, les mesures décidées jusqu'ici ont essentiellement consisté à fournir des garanties et des fonds publics. Mais les garanties publiques et l'assurance des actifs ont exposé les contribuables à d'importantes pertes potentielles. Et les progrès en ce qui concerne les actifs dépréciés ont été ralentis par la complexité des titres concernés, les obstacles juridiques et, surtout, le relatif manque de volonté politique de mobiliser des fonds publics pour résorber les problèmes. En raison de ce manque d'avancées, le risque existe que la crise se prolonge et que la reprise soit retardée, car les dysfonctionnements du système financier diminuent l'efficacité des stimulants monétaire et budgétaire.

L'expérience américaine illustre l'absence de progrès dans l'apurement des bilans bancaires de leurs actifs dépréciés et dans la comptabilisation des pertes connexes. Au lieu de racheter directement ces actifs, le Trésor américain a élaboré, en mars, un plan destiné à les valoriser avant de les retirer des bilans via un dispositif d'adjudication. Dans le cadre du PPIP (*Public-Private Investment Programme*, programme d'investissement public-privé), des investisseurs du secteur privé satisfaisant à certains critères d'éligibilité sont invités à enchérir pour des actifs immobiliers à risque détenus par des banques. Les adjudicataires reçoivent les fonds publics correspondants et des financements sans recours assortis de conditions attrayantes et bénéficient d'une garantie de l'État américain pour toute perte subie au-delà du montant des titres souscrits. Ces conditions avantageuses visent notamment à doper la valeur des titres sous-jacents, à avoir un effet incitatif approprié sur les apports de capitaux privés et à attirer les compétences requises pour valoriser et gérer les actifs concernés. Fin mai, malgré l'attractivité de cette offre, les perspectives du PPIP restaient toutefois incertaines.

Les autorités de régulation américaines ont soumis les 19 plus grandes banques à des tests de résistance

Pour accroître la confiance dans les banques, les autorités de régulation américaines ont soumis 19 holdings bancaires à des tests de résistance en avril 2009. L'objectif était de vérifier, à partir de plusieurs scénarios de pertes sur différents actifs, que leur capitalisation était suffisante pour les deux années à venir. Les résultats ont été publiés début mai et les autorités ont demandé à dix des banques examinées de relever leur niveau de fonds propres ou d'en améliorer la qualité en incluant davantage d'actions

ordinaires. Plusieurs banques ont profité des résultats des tests, qui ont réduit le degré d'incertitude et aiguisé l'appétit des investisseurs pour le risque, pour émettre des actions et des titres de dette. Le Royaume-Uni a procédé à des tests comparables, tandis que les autres pays européens continuaient de s'interroger sur l'intérêt éventuel d'un exercice de simulation à l'échelle de l'UE.

Il semble clair que la dégradation du crédit engendrera de nouvelles pertes sur les portefeuilles de prêts bancaires et autres expositions (chapitre III). Les banques pourraient donc être tentées de retarder la comptabilisation des pertes, grâce notamment aux règles comptables qui confèrent aux gestionnaires une grande latitude en matière de dépréciation d'actifs. Les contribuables ne voudront pas être exposés à de nouvelles pertes, même si les institutions clés du système financier solliciteront sans doute de nouvelles aides publiques pour conduire les adaptations nécessaires au rétablissement de la confiance et à la relance durable du crédit.

La crise se poursuivant, les pertes sur prêts et les défaillances augmentent

Considérations à plus long terme

Les mesures gouvernementales de soutien des banques soulèvent un certain nombre de questions à plus long terme.

Premièrement, les responsables doivent arbitrer entre les objectifs à court et à moyen terme. Les mesures à court terme qui retardent l'ajustement et stimulent la demande globale ne sont pas nécessairement compatibles avec la nécessité de moyen terme de renforcer les bilans bancaires pour jeter les bases d'un système financier sain et d'une reprise autonome.

Les mesures à court terme peuvent desservir les objectifs à moyen terme

Deuxièmement, les plans de sauvetage destinés aux banques réputées trop grandes ou trop interconnectées pour faire faillite posent la question du risque subjectif (ou aléa moral). Comme il semblait impératif, après l'épisode de Lehman Brothers, d'éviter la faillite d'établissements financiers majeurs, ce risque était considéré comme incontournable. Mais, en protégeant les créanciers et en limitant les pertes des actionnaires, les interventions publiques risquent de réduire la vigilance des investisseurs dans l'exercice de surveillance des banques. En revanche, les cadres dirigeants et les courtiers qui avaient récolté les fruits de la prise de risque ne peuvent suffisamment être tenus comptables des pertes qui s'en sont suivies.

Le problème de l'aléa moral se pose à plus long terme

Troisièmement, les plans de sauvetage et les ventes de banques en faillite réalisées sous l'égide de l'État peuvent involontairement accroître le risque systémique en donnant naissance à de plus grandes institutions financières. Aux États-Unis, par exemple, le prêt de la Réserve fédérale à JPMorgan Chase a facilité le rachat de Bear Stearns en mars 2008. Puis, en septembre, la FDIC a organisé la vente des filiales bancaires de Washington Mutual à la même JPMorgan Chase. Au Royaume-Uni, l'État a vendu l'activité banque de détail de Bradford & Bingley à Banco Santander, l'une des premières banques de la zone euro en termes d'actifs. Des opérations comparables ont été réalisées dans d'autres pays. Or, les grandes institutions financières représentent un risque systémique disproportionné (chapitre VII).

Les sauvetages de banques pourraient accroître les risques systémiques futurs

Enfin, l'absence de coordination des ripostes nationales peut faire craindre d'éventuelles distorsions de la concurrence. On constate en particulier que la portée des plans de sauvetage, leurs modalités et leurs coûts varient selon les

L'absence de coordination fausse la concurrence

pays, certaines banques bénéficiant de conditions plus avantageuses que leurs concurrentes. La Commission européenne a examiné les mesures de sauvetage décrétées par les États membres de l'Union européenne pour éviter toute distorsion injustifiée de la concurrence, mais les autres plans nationaux n'ont pas fait l'objet d'un tel traitement. Ce manque de coordination à l'échelle mondiale risque de fausser les conditions de concurrence entre les grandes banques mondiales. De plus, les aides publiques explicitement liées à l'octroi de prêts à l'économie locale pourraient, même involontairement, inciter les grandes banques mondiales à se retirer des marchés étrangers (chapitres III et V).

Plans de relance budgétaire pour stimuler la demande globale

Les mesures budgétaires, en dernier ressort

Fin 2008, alors que la crise entrait dans sa quatrième phase, des inquiétudes se sont fait jour sur la capacité de la politique monétaire d'éviter une brutale contraction de la production. De même, les programmes de recapitalisation et les garanties publiques offertes aux banques pouvaient avoir empêché l'effondrement du système financier mais ne semblaient pas aptes à relancer l'activité à court terme. Dans ce contexte, les autorités des principales économies ont eu recours à des mesures budgétaires pour stimuler la demande globale et amortir le fléchissement conjoncturel. En mai 2009, presque tous les pays de l'OCDE et de nombreuses économies émergentes non membres avaient annoncé des plans de relance budgétaire.

Le montant des plans varie selon l'importance des stabilisateurs automatiques

L'ampleur de ces plans varie considérablement. Parmi les pays de l'OCDE, les États-Unis ont annoncé le plan le plus vaste, d'un coût bien supérieur à 2 % du PIB, en 2009 comme en 2010 (graphique VI.7, cadre supérieur)⁴. Il n'y a pas de corrélation positive entre le montant relatif des plans et la gravité de la récession dans les différents pays (graphique VI.8, cadre de gauche). Le rôle relatif des stabilisateurs automatiques est bien plus prépondérant et explique environ un cinquième de la variation des montants engagés par les pays de l'OCDE (graphique VI.8, cadre du milieu).

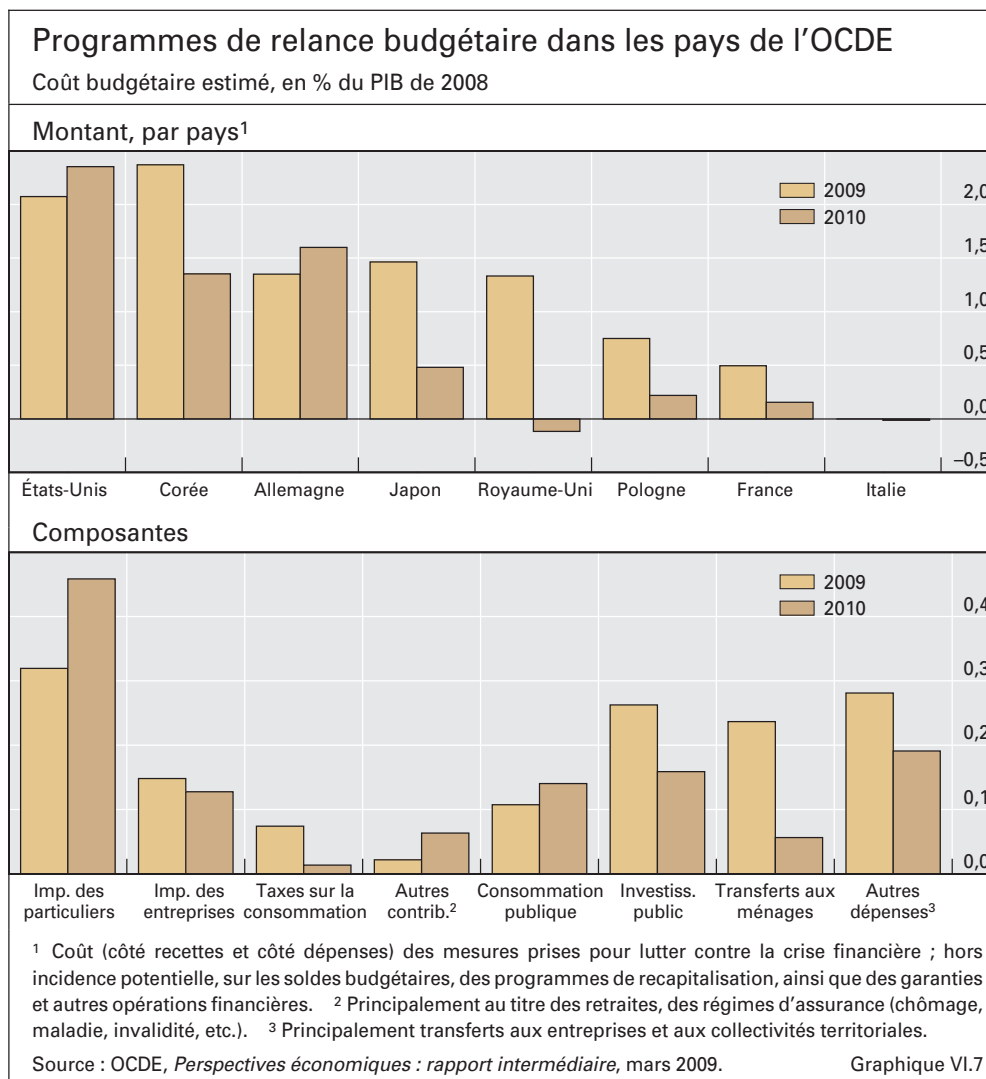
La variation du déficit comme indicateur de la stimulation

Au vu de l'importance des stabilisateurs automatiques dans de nombreuses économies, les plans de relance discrétionnaires devraient sans doute être envisagés dans un cadre plus large. Pour mesurer la relance globale, il est préférable de se fonder sur la variation attendue des soldes budgétaires à court terme, qui reflète les dépenses (et les recettes) liées aux plans de sauvetage financiers ainsi que la baisse de recettes découlant de la dépréciation des actifs. La relance budgétaire correspond à la somme des diverses composantes et non à une composante unique.

Nette aggravation des déficits

Les déficits budgétaires devraient atteindre des niveaux largement supérieurs à ceux qui étaient prévus avant l'aggravation de la crise, en septembre. Tant les soldes structurels que conjoncturels devraient se détériorer très nettement (graphique VI.1, cadre inférieur). Pour les États-Unis,

⁴ Certains plans de relance budgétaire annoncés par des économies non membres de l'OCDE représentaient même un pourcentage supérieur par rapport au PIB. Néanmoins, la stimulation effective est souvent en retrait de celle suggérée par les chiffres, qui peuvent inclure des dépenses déjà engagées ou potentielles. Les chiffres concernant les pays de l'OCDE n'englobent pas de tels éléments.

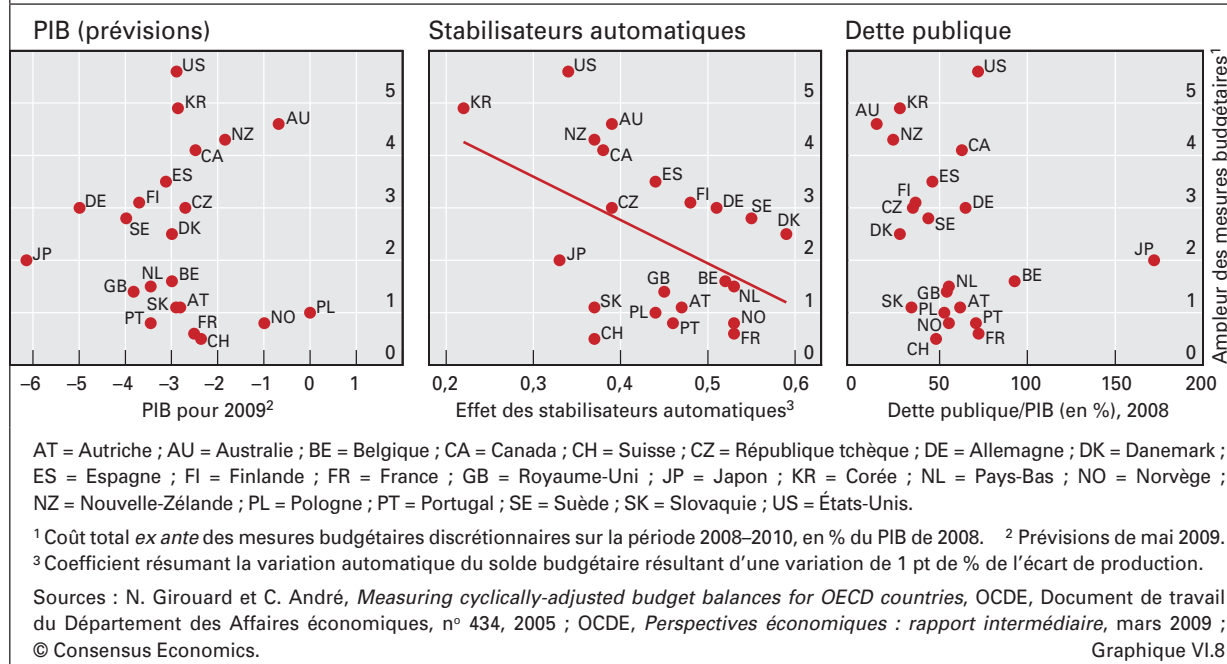


les projections établies en mars 2009 par l'OCDE signalait un déficit de 10 % du PIB en 2009, alors que le chiffre publié à la mi-2008 était d'environ 5 %. En Allemagne, en France, au Japon et au Royaume-Uni également, les politiques budgétaires sont beaucoup plus expansionnistes qu'anticipé antérieurement. Le solde structurel de l'Italie, qui n'a annoncé aucun plan de relance notable, devrait demeurer quasiment inchangé mais les stabilisateurs automatiques creuseront le déficit conjoncturel.

La possibilité de procéder à une relance budgétaire varie sensiblement entre les différents pays. Ceux qui ont une dette publique très élevée et des déficits budgétaires significatifs sans même avoir décidé de mesures discrétionnaires, ou encore ceux dont les engagements non financés sont considérables, ont moins de latitude que les pays ayant des finances publiques plus saines. Jusqu'à présent, toutefois, ces obstacles ne semblent pas avoir détourné les principales économies de la relance par le budget : dans les pays de l'OCDE, aucune relation significative n'est observée entre le montant des plans et l'encours de la dette publique (graphique VI.8, cadre de droite). En outre, les coûts de financement ont généralement diminué, malgré une

Marge de manœuvre limitée...

Mesures budgétaires discrétionnaires : efficacité et marge de manœuvre



...uniquement dans les petites économies en situation budgétaire moins favorable

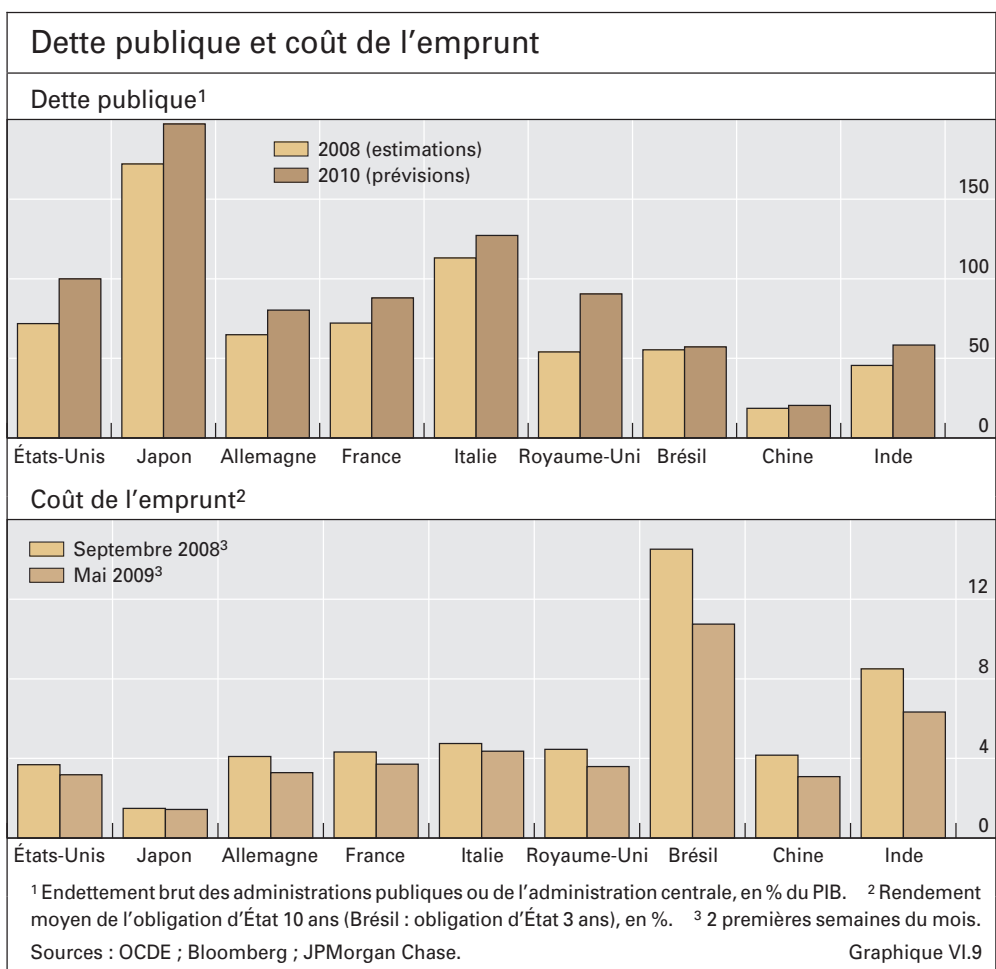
La composition des plans de relance est-elle un gage d'efficacité ?

Incertitude relative aux multiplicateurs budgétaires

nette aggravation des déficits budgétaires (graphique VI.9, cadre inférieur). Quelques exceptions concernent de plus petits pays comme la Hongrie, l'Irlande et l'Islande qui, accusant des déficits budgétaires substantiels, ont eu du mal à placer leurs titres de dette publique et ont dû resserrer leur politique budgétaire durant les troisième et quatrième phases de la crise.

Les méthodes nationales diffèrent même si la plupart des plans de relance panachent allègements fiscaux et hausses des dépenses publiques (graphique VI.7, cadre inférieur). Les allègements de la fiscalité tendent à avoir moins d'effet sur la production que les mesures ciblant les ménages à faible revenu (épargnant sans doute peu). Néanmoins, plusieurs raisons ont poussé les autorités budgétaires à inclure de tels instruments dans leur plan. Certaines étaient politiques : il est plus facile de mobiliser des fonds publics importants quand les bénéficiaires intéressent un grand nombre de contribuables. D'autres raisons étaient économiques : la mise en place d'allègements fiscaux est relativement rapide, alors que l'augmentation des dépenses publiques implique souvent des délais significatifs. En outre, diminuer l'impôt des personnes physiques peut contribuer au désendettement du secteur des ménages et donc accélérer la reprise à un stade plus lointain, même si l'incidence sur le PIB est modeste à court terme.

Les plans de relance ont sans aucun doute été massifs, mais s'avèreront-ils efficaces ? Les estimations varient. S'appuyant sur des moyennes constatées par le passé, le Service d'études budgétaires du Congrès américain (CBO) pense par exemple que la loi sur la reprise et le réinvestissement (ARRA), qui contient la plupart des mesures de relance budgétaire, dopera la croissance du PIB de 1,4 à 3,8 points de pourcentage en 2009 et d'un petit peu moins en 2010. L'imprécision de ces estimations reflète le large éventail de multiplicateurs



budgetaires figurant dans la littérature sur le sujet⁵. Toutefois, il est difficile de savoir si les estimations économétriques effectuées à partir de situations en phase de fonctionnement normal des marchés financiers sont d'une quelconque utilité pour évaluer l'efficacité des mesures budgétaires au stade actuel. Certes, les tensions financières risquent de faire augmenter le pourcentage de ménages et d'entreprises sans accès au crédit, et éventuellement la part de leur revenu additionnel consacrée à la dépense. Mais, dans le même temps, le degré élevé d'incertitude pourrait les inciter à se désendetter ou à épargner plus, diminuant ainsi l'effet multiplicateur.

Risques

Il est encore difficile de dire, à ce jour, si les mesures expansionnistes destinées à enrayer la forte baisse de l'activité économique observée fin 2008 et début 2009 réussiront à stabiliser l'économie. L'un des principaux sujets de préoccupation réside dans les solutions limitées apportées jusqu'ici aux

L'efficacité des mesures expansionnistes...

⁵ Les modèles macroéconomiques structurels utilisant des anticipations fondées sur le passé donnent généralement des multiplicateurs supérieurs à 1 (un dollar consacré à des dépenses budgétaires fait augmenter le PIB de plus d'un dollar). Selon des modèles plus prospectifs et des analyses ponctuelles, les multiplicateurs sont le plus souvent inférieurs à 1 (la hausse des dépenses budgétaires est compensée par une réduction des dépenses dans d'autres pans de l'économie).

...risque d'être atténué par un système financier affaibli

problèmes de fond du secteur financier, à l'origine de la contraction. L'expérience des pays nordiques dans les années 1990 (encadré VI.B) et d'autres épisodes passés suggèrent que toute reprise durable suppose d'avoir préalablement obligé le système bancaire à endosser les pertes, à se débarrasser des actifs improductifs, à supprimer les capacités excédentaires et à reconstruire son assise financière. Ces conditions ne sont pas réunies. On peut donc raisonnablement craindre que la relance actuelle ne permettra qu'un redémarrage temporaire de la croissance, suivi d'une période de stagnation prolongée. De surcroît, en raison de ce répit momentané, il pourrait être plus difficile pour les autorités de prendre des mesures certes impopulaires mais nécessaires pour assainir le système financier, ce qui pourrait encore prolonger le ralentissement économique.

Risque de sortie forcée

Le principal risque à court terme associé aux politiques expansionnistes est peut-être l'éventualité d'une sortie forcée. Jusqu'à présent, les autorités monétaires et budgétaires des principales économies ont eu une relative liberté dans la conduite de leurs politiques expansionnistes, mais cela ne durera pas forcément. Une longue période de stagnation économique pourrait nuire à la crédibilité des politiques en place. Les États pourraient avoir du mal à placer les titres de dette publique si les marchés estiment que les soldes sous-jacents resteront négatifs durant plusieurs années. Dans ces circonstances, les coûts de financement pourraient grimper en flèche, obligeant les autorités à réduire les dépenses ou à augmenter notablement les impôts. Certains pays pourraient également être soumis à des contraintes extérieures. En particulier dans des économies de plus petite taille et plus ouvertes, des pressions exercées sur la monnaie nationale pourraient contraindre les banques centrales à conduire des politiques plus restrictives que ne le commanderait la situation économique intérieure.

Transition vers une nouvelle structure économique

D'autres risques se profilent à moyen terme. Bien que l'objectif immédiat des dirigeants nationaux soit d'amortir le fléchissement brutal de l'économie, les politiques expansionnistes décrétées fin 2008 et début 2009 influenceront sur la transition vers une structure économique plus viable, caractérisée par un niveau d'endettement plus faible et donc un secteur financier plus resserré. Une transition en douceur est clairement souhaitable, même si la correction des déséquilibres identifiés au chapitre I ne pourra être reportée indéfiniment. La crédibilité des responsables passe par la reconnaissance de ce constat.

Un resserrement ne devrait pas poser de problèmes techniques...

À un moment donné, l'économie va se redresser et il faudra revenir sur les politiques d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire. Sur le plan technique, cela ne pose pas de difficultés. La cession des volumineux portefeuilles d'actifs accumulés par les banques centrales depuis la faillite de Lehman Brothers prendra du temps, mais ne compromettra pas la capacité des banques centrales à diminuer la stimulation monétaire. Même si elles ne peuvent pas réduire leurs bilans, elles peuvent éponger la liquidité en procédant à des opérations de prises de pension, en émettant des bons ou en incitant les banques à détenir des réserves. Comme on l'a vu plus haut, certaines de ces mesures ont déjà été utilisées pendant la crise pour compenser, au moins partiellement, l'expansion des bilans des banques centrales. Il ne devrait pas être beaucoup plus difficile de renoncer aux

mesures de soutien budgétaire. Certaines sont limitées dans le temps et, à moins d'être prolongées, expireront naturellement. D'autres dispositions, en revanche, ne sont assorties d'aucun terme, mais pourraient être redéfinies dans le cadre des processus budgétaires normaux.

L'absence de difficultés techniques majeures pour retirer la stimulation monétaire et budgétaire ne signifie pas qu'il sera aisé de resserrer les politiques. Un durcissement trop précoce pourrait compromettre la reprise, mais tout retard pourrait engendrer des tensions inflationnistes – liées aux plans de relance – ou contribuer à déclencher un nouveau cycle d'effet de levier et une nouvelle bulle financière. Il est toujours difficile, même lorsque toutes les conditions sont réunies, de savoir quand entamer un resserrement des politiques, mais la période actuelle est plus complexe encore. Les mesures classiques de l'écart de production ne sont sans doute pas très utiles de ce point de vue. Il est en effet difficile d'estimer dans quelle mesure les tensions dans le secteur financier réduiront, les prochaines années, le potentiel de production. La deuxième difficulté majeure est de nature politique. Tant les banques centrales que les ministères des finances seront probablement soumis à de vives pressions politiques visant à différer tout durcissement.

Les politiques expansionnistes instaurées en 2008 et 2009, dont les effets restent incertains, n'en auront pas moins des conséquences à long terme, principalement en raison de l'encours de dette publique qu'elles vont générer. Même en cas d'annulation très rapide des mesures de relance, les engagements découlant des plans de sauvetage financiers pourraient grever les finances publiques pour plusieurs années, tandis que la dépréciation des actifs affectera probablement les recettes. L'augmentation des dettes publiques pourrait à son tour entraîner une hausse des taux d'intérêt réels, générant un effet d'éviction de l'investissement privé. Pour en revenir au plan de relance américain, le CBO estime qu'il amputera durablement la croissance du PIB, de 0,2 % par an. Dans les années à venir, la principale tâche des autorités consistera donc à assainir les finances publiques.

...mais s'engager sur une fin de la relance est difficile

Risque de surexpansion budgétaire

VII. Construire un système financier sûr : risques et opportunités

Malgré les actions énergiques menées par les autorités depuis plus d'une année, la crise financière s'est intensifiée au quatrième trimestre 2008, au point de se propager à l'économie réelle. Les banques centrales ont octroyé des financements à court terme pour faciliter les ajustements nécessaires au sein du système bancaire, sans pour autant parvenir à stopper les pertes. La crise, d'abord traitée comme un problème de liquidité, s'est révélée être une crise de solvabilité. La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, a déclenché des retraits massifs sur l'interbancaire, une hausse spectaculaire des rendements des obligations d'entreprise et une véritable crise de confiance de la part des ménages et des entreprises. L'effondrement de la dépense en biens de consommation durables qui en est résulté dans les économies industrialisées s'est traduit, pour le monde émergent, par une dégradation brutale des échanges et un renversement des flux de capitaux. La propagation mondiale de la récession s'est répercutée en retour sur les marchés financiers, faisant baisser les cours des actions et des obligations, et n'épargnant que la dette souveraine la mieux notée.

La situation a pris un tour spectaculaire entre mi-septembre et décembre 2008, obligeant les autorités monétaires, budgétaires et réglementaires à la fois à ouvrir un deuxième front pour contrer les menaces sur l'économie réelle et à redoubler d'efforts pour rétablir la solidité du secteur financier. Dans nombre de pays industrialisés, la banque centrale a ramené son taux directeur à des planchers historiques, pour assouplir ensuite, davantage encore, les conditions financières par une politique de bilan non conventionnelle. Dans le même temps, les pouvoirs publics ont mis en œuvre des programmes de relance budgétaire sans précédent et, en collaboration avec les instances de réglementation et de contrôle, ont donné aux établissements financiers les moyens nécessaires à l'assainissement de leur bilan.

Inévitablement, cette combinaison de mesures d'urgence destinées à limiter la contraction de l'activité et de volonté nouvelle de réformer le système de fond en comble pour jeter les bases d'une croissance soutenable peut sembler manquer de cohérence. L'effort massif à court terme porte en lui deux grands risques pour la reprise à long terme : premièrement, les mesures prises jusqu'ici ne suffiront peut-être pas à rétablir la solidité du système bancaire ; deuxièmement, l'absence de stratégies claires pour sortir de ces programmes de consolidation monétaire, budgétaire et financière pourrait entraver, plutôt que faciliter, les nécessaires ajustements macroéconomiques.

La solidité du système financier n'est pas seulement indispensable à une croissance réelle, durable et stable, elle conditionne l'efficacité même des politiques qui visent à renouer avec cet objectif. Tant que le système d'intermédiation n'aura pas trouvé sa pleine capacité à acheminer l'épargne vers les investisseurs et à transférer le risque à ceux qui sont disposés et aptes à l'assumer, les relances budgétaires, malgré leur ampleur, pourraient bien s'avérer sans effets, comme ce fut le cas au Japon il y a une dizaine d'années – avec, pour résultat, un lourd endettement public sans croissance solide. Il est donc primordial que les pouvoirs publics gardent intacte leur détermination à reconstruire le système financier, et luttent contre toute tentation de relâchement. Certes, l'économie réelle finira bien par montrer, dans un avenir peut-être pas si lointain, des signes de retour à la normale, laissant espérer que le redémarrage de la croissance achèvera le travail d'assainissement des bilans des banques. Mais, aussi longtemps que les intermédiaires financiers resteront fragiles, toute amélioration de l'économie réelle ne saurait être que temporaire.

Face à la menace que la profusion d'interventions monétaires et réglementaires fait peser sur la croissance, les responsables devront trouver des solutions satisfaisantes pour en inverser le processus, notamment en désengageant l'État du système financier. Là où elles se sont substituées aux intermédiaires privés, les banques centrales devront se retirer. Et là où il a pu être nécessaire d'augmenter la dépense publique afin de contenir, à court terme, le recul de l'emploi et de la production, il conviendra de ramener les budgets à des niveaux tenables à long terme¹, afin d'éviter que le remède ne se révèle pire que le mal.

Au-delà des défis à court terme – assainir les établissements et marchés financiers, mettre un terme à la récession et rééquilibrer le rôle de l'État dans l'économie –, les autorités doivent s'atteler à une tâche immense, celle de modifier le cadre stratégique général des politiques d'intervention et l'architecture du système financier. À la grande diversité des causes de la crise (décrites au chapitre I) doit répondre un éventail tout aussi large de solutions. Au plan macroéconomique, il conviendra de réviser les politiques responsables des déséquilibres persistants des balances des paiements courants et du bas niveau des taux d'intérêt ; de plus, la politique monétaire devra prendre plus étroitement en compte les prix des actifs et la croissance du crédit. Au plan microéconomique, la multitude des facteurs à l'origine de la crise – distorsion des incitations et inadéquation de la gouvernance d'entreprise, insuffisances dans la gestion des risques et faiblesses des dispositifs réglementaires – exigera des modifications tout aussi radicales des règles régissant les marchés.

Malgré toutes les vertus qu'ils ont démontrées, les marchés ont échoué à plus d'un titre. Il apparaît désormais clairement qu'un système financier, devenu plus complexe parce que plus développé, doit dorénavant être régi

¹ H. Hannoun, « Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off? », allocution prononcée à la 44^e Conférence des gouverneurs des banques centrales de l'Asie du Sud-Est (SEACEN), Kuala Lumpur (Malaisie), 7 février 2009.

par un jeu de règles plus complet². La solidité et l'efficacité d'un système financier décentralisé n'appellent pas **plus** de réglementation ni **plus** de centralisation mais plutôt une **meilleure** réglementation et une **meilleure** surveillance visant à encourager le secteur privé à améliorer les incitations, la gestion des risques et la gouvernance. En outre, la crise a révélé des failles systémiques dans les trois grandes composantes du système financier – instruments, marchés et établissements. Il conviendra, comme préalable à l'élaboration d'une base réglementaire solide, dotée de multiples strates de protection contre les crises futures, de localiser, mesurer et réduire les divers facteurs de risque systémique associés à ces trois composantes clés.

Risques à court terme et stratégies de sortie : reconstruction du secteur financier, politique budgétaire et politique monétaire

Les politiques budgétaires et monétaires mises en place dans le monde pour faire face à la crise sont d'une ampleur et d'une portée inédites. À mesure que les pays du G 20 s'appliquent à mettre rapidement en œuvre des programmes de dépense publique (équivalent, en moyenne, à 2 % du PIB cette année), l'incitation budgétaire ajoute à l'effet des stabilisateurs automatiques. En tête figurent les États-Unis, dont le déficit devrait se creuser de plus de 8 % du PIB entre 2008 et 2009.

Par ailleurs, aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone euro, les autorités monétaires ont recours à des instruments classiques aussi bien que non conventionnels : ainsi, d'un côté, elles ont abaissé leur taux directeur à un niveau égal à zéro (ou proche de zéro) et, de l'autre, elles ont accru fortement leur bilan. Le bilan consolidé de l'Eurosystème est passé de €1 200 milliards à €1 800 milliards ces deux dernières années ; celui de la Banque d'Angleterre a plus que doublé, pour excéder £200 milliards, et il devrait être encore relevé sensiblement ces prochains mois ; enfin, celui de la Réserve fédérale, qui s'établissait à \$900 milliards mi-2008, pourrait dépasser \$3 000 milliards en 2009 (chapitre VI).

Pour reconstruire le système financier, autorités budgétaires, instances de réglementation et banques centrales ont uni leurs forces. Sans nier les progrès accomplis dans la réalisation de cette tâche difficile (chapitre VI), beaucoup reste à faire. Et tout retard risquerait d'affaiblir les efforts entrepris sur d'autres fronts. Il est clair, en effet, que les politiques budgétaires et monétaires ne peuvent produire pleinement leurs effets aussi longtemps que le processus d'intermédiation financière est grippé. Et, tant que les grandes banques internationales se montreront réticentes à financer l'activité dans le monde émergent – principal moteur de l'expansion économique mondiale durant la décennie écoulée –, les perspectives de croissance et de développement y seront compromises.

² Comme le fait remarquer John McMillan, on ne peut pas compter uniquement sur l'incitation des agents et l'autorégulation. Le fonctionnement de l'économie informelle illustre bien que la capacité du marché à s'organiser lui-même se limite, le plus souvent, aux transactions modestes et simples. Dépasser le stade informel exige des règles et une instance de réglementation, grâce auxquelles l'État intervient pour protéger les droits de propriété et veiller au respect des engagements. J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W.W. Norton, 2002.

Les efforts de sauvetage sans précédent déployés jusqu'ici sont porteurs de risques tangibles, dont il convient de dresser l'inventaire pour rappeler les difficultés auxquelles les autorités, en œuvrant à restaurer la stabilité dans le système économique et financier mondial, seront confrontées au cours des mois et années à venir.

Risques liés à la reconstruction du système financier : sauvetage des établissements

Les programmes de sauvetage financier – garanties, transferts d'actifs, recapitalisations et nationalisations – soulèvent deux questions : leur réelle efficacité et les stratégies de désengagement.

L'histoire l'a montré, le retour rapide à la normale, après une crise bancaire, suppose de comptabiliser les pertes sans délai et de procéder à des interventions et à des restructurations à la fois rapides et massives (encadré VI.B). Pour rétablir des conditions de prêt normales, il faut éliminer les créances douteuses et recapitaliser les banques en toute transparence. Or, le traitement de la crise actuelle a été lent, suscitant, sur les marchés, des interrogations quant à l'ampleur et à la répartition des pertes, d'une part, et quant à leur inscription au bilan, d'autre part. Cette incertitude n'a servi qu'à prolonger les doutes et à contrarier les efforts des autorités pour restaurer la confiance dans le système financier.

Il faut que les pouvoirs publics prennent des mesures plus énergiques pour assainir les banques insolvables mais aussi que les intermédiaires adaptent leur modèle aux nouvelles conditions – entités hors bilan réintégrées dans les bilans bancaires, titrisation plus difficile et financement de gros plus coûteux. Au final, les établissements devront, sans doute, revenir à une taille plus modeste, avec un effet de levier moins important, et les détenteurs du capital devront, très probablement, se contenter de rendements plus bas.

Les subventions et participations de l'État ont pesé sur les finances publiques sans vraiment répondre à la nécessité d'assainir les banques ; elles ont, en outre, faussé les conditions de concurrence aux plans national et international, en pénalisant les banques solides, encore bien gérées, et autres signatures solvables, qui apparaissent maintenant plus fragiles que les établissements subventionnés ou contrôlés par l'État. Au final, la réticence des autorités à agir rapidement pour assainir les banques, dont un grand nombre sont désormais détenues, pour une large part, par le secteur public, pourrait bien retarder le rétablissement.

Les banques doivent, certes, renouer avec l'activité de prêt, mais elles doivent aussi se résoudre à devenir plus petites, moins complexes et plus prudentes. Là encore, même s'ils ont été indispensables, les plans de sauvetage mis en œuvre jusqu'ici par les pouvoirs publics semblent entraver ce nécessaire ajustement, au lieu de le faciliter. En aidant les banques à se financer et à se recapitaliser, ils exonèrent leurs dirigeants des difficiles décisions requises pour réduire à la fois la taille du bilan (diminution de l'effet de levier) et le niveau de risque (réallocation des actifs). Et, en favorisant le rachat par d'autres banques des établissements en difficulté – solution classique –, les pouvoirs publics font naître des groupes financiers si grands et

si complexes que même leur direction, peut-être, n'est pas en mesure d'en appréhender l'exposition au risque. En dépit d'inquiétudes quasi générales entourant ces établissements « trop grands pour faire faillite », les mesures d'urgence prises par les autorités contribuent paradoxalement à accroître la concentration du secteur financier et le risque systémique.

Les stratégies à adopter pour sortir des divers plans de sauvetage nationaux dépendront évidemment de la nature du soutien offert à l'origine. Des clauses d'extinction automatique prévues dans les dispositifs créés dans l'urgence en matière d'assurance des dépôts et de garantie de la dette peuvent assurer la disparition à terme de ces dispositifs ; et puisque les injections de capital sont souvent assorties de conditions pénalisantes, les banques sont incitées à rembourser sans tarder. Les banques nationalisées ou quasi nationalisées présentent le cas le plus épineux. Même si elles sont assainies et vendues rapidement, il est possible que l'État conserve les créances douteuses un certain temps encore.

Pour résumer, il est essentiel que les autorités interviennent rapidement et résolument pour assainir le système financier. Elles doivent afficher leur volonté de mener leur tâche à bien et exposer clairement les conditions et le calendrier de leur désengagement. De même que les banques centrales doivent permettre aux marchés financiers d'assumer à nouveau leur fonction, les pouvoirs publics doivent prendre les dispositions nécessaires pour restituer au secteur privé la propriété et le contrôle des établissements, le tout dans la perspective d'un retour à une saine concurrence au sein du système.

S'il est essentiel que l'État se désengage, il ne doit pas le faire prématurément. Même si un redressement de l'économie réelle semble s'amorcer, la tâche doit être menée à son terme. Pour relancer le système financier, le risque n'est pas d'en faire trop, mais de s'arrêter trop tôt.

Risques liés à l'assainissement du secteur financier : réglementation des banques

En se fixant comme objectif à moyen terme la réforme de la réglementation bancaire, les autorités cherchent à renforcer la gestion des fonds propres réglementaires et de la liquidité, à instaurer des mesures plus simples de l'effet de levier et à améliorer l'évaluation de facteurs de risque plus complexes. À ces efforts s'ajoute la nécessité de faire face à la menace, née de la crise, qui pèse sur les activités bancaires transfrontières.

Les investisseurs éprouvent désormais une profonde aversion pour le risque, qui les conduit, dans leur évaluation des établissements financiers, à exiger davantage de fonds propres, qui plus est constitués surtout d'actions ordinaires, à la fois en relation avec le total des actifs et le total des actifs pondérés des risques, au-delà des minima réglementaires en vigueur.

La recherche de la stabilité à court terme soulève la délicate question du risque subjectif, ou aléa moral (chapitre VI). En limitant les pertes subies par les détenteurs des titres (propriété et dette) des grandes banques, ainsi que la rémunération des dirigeants et des opérateurs de marché, les plans de sauvetage réduisent l'incitation à assurer le suivi des risques à l'intérieur comme à l'extérieur des établissements.

Dans le domaine de l'évaluation des risques, les autorités pourraient aggraver les problèmes qu'elles s'efforcent de résoudre. Ainsi, comme indiqué précédemment, les plans de sauvetage accroissent la concentration au sein du secteur financier et le risque systémique, alors même que les réformes prudentielles visent à rendre ces risques plus gérables. Les autorités de nombreux pays en sont, heureusement, bien conscientes et s'emploient à trouver des solutions. En vérité, plus les établissements financiers deviennent complexes, plus les exigences en termes de gestion des risques se multiplient. Aujourd'hui, un conglomérat financier possède des centaines de filiales, opérant, toutes, de façon quasi indépendante ; personne n'est en mesure de comprendre les activités de chacune. Personne ne peut non plus appréhender totalement les interactions susceptibles de s'exercer en cas d'incident majeur : cela donnerait à penser qu'une gestion des risques à l'échelle du groupe est alors impossible. En outre, les banques sont souvent non seulement trop grandes mais aussi trop interdépendantes pour faire faillite, du fait des multiples relations qu'elles ont tissées. Les autorités doivent s'assurer que le fonctionnement des groupes reste compréhensible tant pour les dirigeants que pour les instances de réglementation et de surveillance. Dorénavant, un établissement trop grand ou trop interconnecté pour faire faillite devra aussi être trop grand pour exister.

L'internationalisation des réseaux ajoute un élément de complexité. Les grands groupes bancaires opèrent, en effet, dans des dizaines de pays (sur son site Internet, Citigroup en cite exactement cent). Certes, cette dimension mondiale de l'intermédiation renforce l'efficacité du système financier. En rendant moins nécessaire le rapprochement physique entre prêteurs et emprunteurs, les banques internationales facilitent les échanges de biens et de services, de même que les mouvements de capitaux transfrontières. Mais, ayant vu des établissements à capitaux étrangers réduire leurs activités en temps de crise, peut-être les États se montreront-ils moins enclins à les laisser opérer sur leur territoire, et les autorités de contrôle, plus soucieuses de protéger leur système financier contre un éventuel désengagement précipité des banques étrangères. En entravant la circulation des capitaux, ce protectionnisme financier freinerait les échanges de biens et de services, au détriment de la croissance et du développement.

En résumé, les autorités devront rechercher un équilibre entre stabilité et efficacité. Limiter l'aléa moral, ainsi que la taille et la complexité des établissements, de même que leur degré d'internationalisation, aura un coût en termes d'économies d'échelle et de gamme. Il pourrait, certes, en résulter un système financier plus sûr et plus stable, mais aussi moins efficace. Il est dès lors crucial que les autorités s'emploient à édifier un système aussi efficace que possible, avec un seuil de tolérance au risque qu'elles auraient elles-mêmes défini.

Risques liés à la politique budgétaire

On peut s'interroger sur l'efficacité à court terme des relances budgétaires non seulement parce que le système financier présente des dysfonctionnements, mais aussi parce que la nécessité de recourir à

l'expansion budgétaire et la marge de manœuvre pour le faire varier d'un pays à l'autre. À plus long terme, les risques qui pèseront sur les stratégies de sortie et la tenabilité des programmes seront subordonnés à l'ampleur de l'engagement public.

La nécessité de recourir à l'expansion budgétaire dépend, en partie, du degré effectif de stimulation attendu d'un niveau donné d'incitation. Son résultat économique – effet sur la croissance et l'emploi d'une expansion budgétaire de 1 % du PIB, par exemple – varie selon les pays, en raison, entre autres, de différences dans la structure économique et dans la composition (fiscalité, dépense et subvention) des programmes mis en place.

La capacité d'expansion budgétaire d'un pays peut être mesurée par le ratio dette publique/PIB avant la crise. Dans la plupart des grandes économies industrialisées, ce ratio se situait entre 60 % et 70 % (Allemagne, États-Unis, France et Royaume-Uni). Dans d'autres, comme l'Italie et le Japon, où il dépassait 100 %, la marge de manœuvre budgétaire apparaît beaucoup plus restreinte. Dans l'ensemble, ces différences ne semblent pas avoir affecté, jusqu'ici, les capacités d'emprunt (chapitre VI). Mais les programmes de relance pourraient rapidement se traduire par une hausse du coût de l'emprunt.

La politique budgétaire présente un grave risque d'excès, même dans les pays disposant d'une marge de manœuvre confortable. Pour être efficaces et ne pas entraîner de distorsion majeure, les programmes doivent s'appliquer au *moment opportun*, viser des *objectifs précis* et être *limités dans le temps*, exigences rarement réunies dans les démocraties représentatives. La première exigence se heurte à la longueur du processus législatif et des procédures de décaissement de sommes importantes. Pour la deuxième, un ciblage précis des objectifs est, certes, le plus à même d'optimiser la dépense totale, mais, pour la classe politique, il est plus bénéfique de viser le plus grand nombre. Le point d'achoppement pour la troisième exigence est qu'il est beaucoup plus facile d'alléger la fiscalité et d'accroître la dépense que l'inverse, et donc que l'expansion budgétaire a tendance à se pérenniser et à alourdir durablement les déficits.

Les plans de relance sont aussi porteurs, de par leur ampleur, de risques à moyen terme dont les autorités doivent se préoccuper dès à présent. D'une part, les autorités budgétaires risquent d'avoir épuisé leur capacité d'endettement avant d'avoir pu mener à bien l'assainissement du système financier. D'autre part, on ne peut exclure que les programmes de relance orientent à la hausse les taux d'intérêt réels et les anticipations d'inflation. Ces risques peuvent paraître minimes aujourd'hui – la crise soutient l'épargne privée et bride l'investissement privé, de sorte que les capacités productives excédentaires sont importantes –, mais ils s'intensifieront avec la normalisation des conditions. Il pourrait en résulter une soudaine augmentation des taux d'intérêt, alliée à d'amples fluctuations de change.

L'incidence des déficits budgétaires sur les taux d'intérêt réels relève du phénomène bien connu d'éviction : une dépense publique additionnelle en biens et services entraîne une baisse de l'investissement privé. L'expérience de ces dernières décennies montre qu'une élévation de 10 points de pourcentage

du ratio dette publique/PIB à l'échelle mondiale se traduirait, à terme, par une hausse du taux d'intérêt réel de près de 0,4 point de pourcentage³.

Les déficits budgétaires peuvent, aussi, entraîner une élévation des anticipations d'inflation. Bien que les États refusent rarement d'honorer leurs dettes⁴, ils peuvent en alléger le poids en modifiant les conditions de remboursement ou, comme dans la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, en recourant à l'inflation⁵. De nos jours, les porteurs d'obligations sont bien conscients de ce risque ; de ce fait, toute embellie – même minime – dans la sphère réelle pourrait provoquer une hausse des taux nominaux, laquelle entraînerait une forte pentification de la courbe des rendements et étoufferait la reprise naissante ; s'ensuivraient des ajustements de portefeuilles internationaux, qui intensifieraient la volatilité des changes.

L'incidence possible des relances budgétaires sur les taux d'intérêt nominaux à long terme ne s'arrête pas là. Une longue stagnation de l'économie réelle pourrait faire douter de la capacité de la politique budgétaire à faciliter la reprise (chapitre VI). L'atonie persistante de l'activité pourrait conduire l'opinion à craindre que les déficits publics restent amples plusieurs années encore. Les investisseurs et intermédiaires pourraient alors se détourner des titres de dette souveraine à long terme, ce qui tendrait les taux d'intérêt et, partant, les coûts de financement. Pour rendre la situation budgétaire à nouveau acceptable, des réductions draconiennes des dépenses et des hausses d'impôt deviendraient alors nécessaires. L'accroissement des primes sur la dette souveraine déjà constaté et les récents avertissements sur la note de crédit des économies industrialisées montrent qu'une augmentation rapide des taux d'intérêt nominaux à long terme est un risque non négligeable.

Si l'expansion budgétaire est indispensable pour amortir l'impact de la récession mondiale et retrouver le chemin de la reprise, les pouvoirs publics doivent inscrire leurs programmes de relance dans une logique de tenabilité à long terme. Autrement dit, tout en s'efforçant de revitaliser l'économie réelle et les flux de crédit, ils doivent, premièrement, prévoir les modalités de sortie de ces programmes et, deuxièmement, privilégier les mesures d'ajustement favorisant une hausse de l'épargne et une baisse de l'endettement total.

S'agissant de la sortie des programmes, il est simple de prévoir des dispositions permettant d'abandonner les mesures de relance dès que l'emploi aura retrouvé sa tendance historique. Se pose toutefois un problème de crédibilité : les promesses politiques faites aujourd'hui peuvent facilement être rompues demain ; il faudra donc que les clauses d'extinction ne puissent en aucun cas être remises en question.

Quant aux mesures d'ajustement, il convient de rappeler que l'endettement excessif des ménages et des établissements financiers a joué un

³ C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee, *The case for global fiscal stimulus*, IMF Staff Position Note, n° SPN/09/03, mars 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf.

⁴ C. Reinhart et K. Rogoff, *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER Working Papers, n° 13882, mars 2008, www.nber.org/papers/w13882.

⁵ Pour plus de précisions, voir C. Reinhart et K. Rogoff, *The forgotten history of domestic debt*, NBER Working Papers, n° 13946, avril 2008, www.nber.org/papers/w13946.

rôle central dans la crise. Pour que l'économie retrouve une croissance saine, le volume des emprunts doit baisser ; il faut pour cela que les ménages épargnent davantage et que le secteur financier réduise l'effet de levier. Il est dès lors évident que des politiques budgétaires destinées à favoriser la consommation et l'emprunt pourraient entraver ce nécessaire mais difficile ajustement.

Risques liés à la politique monétaire

Il convient de préciser d'emblée que les banques centrales opèrent bien au-delà de leur champ d'action traditionnel. Par leur caractère inédit, la détente monétaire et l'expansion des bilans des banques centrales (chapitre VI) présentent une multitude de risques économiques. Il se peut, d'une part, que ces mesures soient insuffisantes pour placer l'économie sur la voie de la reprise et, d'autre part, que les banques centrales éprouvent des difficultés à se désengager suffisamment tôt pour éviter une poussée d'inflation lorsque la croissance et l'emploi redémarreront.

De l'avis général, compte tenu de la situation critique des banques et des marchés, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que de prendre en charge, dans l'urgence, une grande partie de l'intermédiation financière de gros. Mais il se peut que leurs bilans, bien que techniquement extensibles à volonté, atteignent, avant même que les besoins de l'économie ne soient satisfaits, des seuils dont le franchissement ne serait ni réalisable ni souhaitable.

Et comment, quand la reprise sera avérée, les banques centrales pourront-elles commencer à relever les taux directeurs et, après leurs interventions massives, se désengager des marchés monétaires ? Les défis techniques sont bien moins délicats que les défis politiques. Du point de vue opérationnel, en effet, le gonflement actuel de leur bilan ne constitue pas nécessairement un obstacle à un retour à la croissance : le moment venu, les banques centrales peuvent durcir les conditions financières, soit en relevant leurs taux directeurs, soit en émettant des obligations afin de drainer les réserves excédentaires, tout en conservant les actifs difficiles à vendre⁶. S'il se peut que les bilans des banques centrales, parce qu'ils comportent des actifs illiquides, restent importants pour un temps encore, il sera possible de resserrer les conditions financières d'une manière qui permette aux autorités monétaires de se désengager adroitement de mesures d'assouplissement non conventionnelles.

Les difficultés viendront plutôt du choix du moment opportun et des enjeux politiques du désengagement. L'histoire montre que, lorsqu'elles tentent de stabiliser l'expansion, les autorités monétaires – sous le regard sourcilieux de la classe politique – ont tendance à intervenir lentement, resserrant les conditions financières à pas mesurés, par crainte d'agir

⁶ S'agissant de la première option, l'existence de facilités permanentes assorties d'une rémunération sur les réserves excédentaires des banques commerciales facilite un rapide relèvement des taux. Quant à la seconde, une solution équivalente consiste, pour le ministère des Finances ou le Trésor, à émettre des titres souverains aux fins de dépôt auprès de la banque centrale. Une coordination entre les deux autorités est alors essentielle pour mener à bien cette opération, parce qu'elle oblige à reconnaître le lien entre la politique de bilan de la banque centrale et la gestion de la dette publique.

prématurément ou trop énergiquement. Comme, cette fois, les mesures d'expansion ont été prises en réaction à un quasi-cataclysme, les craintes d'un désengagement trop rapide pourraient amener les banques centrales à un resserrement trop tardif. La grande et légitime préoccupation est que, auparavant, l'assouplissement spectaculaire de la politique monétaire se soit traduit par une expansion des agrégats larges de monnaie et de crédit, laquelle nourrirait l'inflation, qui stimulerait, à son tour, les anticipations d'inflation, voire alimenterait une nouvelle bulle des prix des actifs, ouvrant ainsi la voie au prochain cycle financier expansion-contraction.

Enfin, il est indispensable que les banques centrales mettent un terme à leur rôle d'intermédiaire en dernier ressort. Se substituant largement à des marchés et intermédiaires moribonds, les banques centrales ont créé le risque que les acteurs privés soient incapables de reprendre leurs activités d'intermédiation sans délais ou sans heurts, ou de les assumer sous une forme nouvelle. Des instruments tels que le papier commercial et les formes simples de titrisation doivent faire leur retour, de même que les intervenants tels que les teneurs de marché et les arbitragistes. Toute mesure prise par les autorités pour se substituer temporairement aux agents privés doit toujours avoir pour objectif ultime le retour de ces agents.

Sur le front politique, les banques centrales ont compris qu'elles devaient intervenir rapidement hors de leur sphère traditionnelle, ce qui les a empêchées de bien mesurer les conséquences de cette nouvelle approche en termes de gouvernance, et les a exposées à d'importants risques politiques à long terme.

L'un de ces risques tient au fait que les autorités monétaires ont soutenu certains métiers et emprunteurs au détriment d'autres, biaisant les conditions de concurrence dans certains secteurs. Par principe, les banques centrales opèrent sur des marchés profonds, par souci d'impartialité et afin d'éviter de créer des distorsions de prix. Cependant, dans l'environnement actuel, une politique de « neutralité des actifs » n'est tout simplement pas possible.

Autre risque : les facilités exceptionnelles de prêt et d'achat d'actifs instituées par les banques centrales ont estompé la distinction traditionnelle entre politique monétaire et politique budgétaire et, partant, entre les interventions des banques centrales et l'action gouvernementale. Il se peut que certaines des mesures de politique monétaire non conventionnelles parmi les plus risquées génèrent, à terme, de lourdes pertes, que le contribuable devra assumer. Cela pourrait susciter une dangereuse réaction contre le statut des banques centrales, dont les décisions sont prises par des responsables nommés et indépendants des gouvernements élus.

En résumé : persévérance dans l'action et tenabilité des orientations

Les instances de réglementation du secteur financier, les autorités budgétaires et les banques centrales sont exposées à de grands risques. Pour éviter d'accentuer ou de prolonger la crise, elles doivent agir vite, mais sans entraver l'ajustement ni ajouter aux distorsions dans les flux financiers. Les pouvoirs publics peuvent être tentés de subventionner des secteurs appelés à se contracter, alors qu'il convient de laisser les perdants assumer leur échec. Ils

peuvent être tentés d'inciter les banques à prêter à ceux qui devraient moins emprunter, ce qui ne permettrait pas de sortir de l'effet de levier. Et ils seront tentés de fermer les yeux sur des établissements insolvable, leur permettant de rester en activité, alors que – l'expérience l'a montré – il faut fermer les banques moribondes ou les remettre sur pied au plus vite. Dans toutes ces situations, les pouvoirs publics doivent prendre conscience qu'en appliquant un traitement rapide, malgré la controverse politique, ils agissent dans l'intérêt général.

Élaboration d'un système financier plus stable

Si, dans l'urgence, les médecins ont pour priorité de sauver la vie du patient, ils sont aussi chargés de veiller à sa santé à long terme. Il en va de même pour le système financier. Alors que les autorités s'emploient actuellement à résoudre la crise, elles s'efforcent aussi de bâtir un système financier plus stable, qui réduirait l'éventualité d'une prochaine crise ou en atténuerait les répercussions.

Il est impossible de construire un système financier parfaitement sûr, capable de continuer de fonctionner normalement en cas de défaillance. À cela, deux raisons : l'innovation – indispensable au progrès – et les limites de la compréhension humaine face à un monde financier complexe et décentralisé. Une amélioration des politiques macroéconomiques, de la réglementation et du contrôle du respect des normes, allié à un renforcement de la gouvernance et de la gestion des risques dans le secteur privé, devrait toutefois produire une structure plus robuste. Pour asseoir la stabilité financière sur des bases solides, il faut définir, premièrement, des politiques macroéconomiques de nature à contrer une explosion des prix des actifs et à modérer l'amplitude des cycles du crédit et, deuxièmement, des politiques macroprudentielles permettant aux instances de réglementation et de surveillance d'adopter une perspective plus systémique.

Pour élaborer un cadre qui rende le système financier plus stable et plus résistant, il est primordial d'identifier ses sources de faiblesse – à savoir les composantes qui, si elles étaient touchées, feraient s'écrouler le système tout entier. Si le processus de réforme permettait d'identifier et d'atténuer ces risques systémiques, tout en incitant les agents privés à une attitude plus responsable, le système dans son ensemble serait moins sujet à défaillance et plus résistant, même en cas de graves difficultés.

Cadre visant à réduire le risque systémique dans le système financier

Comme préalable à la conception d'un cadre général à même de préserver la stabilité financière, il convient de déterminer les sources de risque systémique au sein de chacune des trois composantes essentielles du système financier : **instruments**, intégrant notamment prêts, obligations, actions et instruments dérivés ; **marchés**, couvrant les opérations bilatérales de gré à gré et les marchés organisés ; et **établissements**, comprenant notamment les banques, maisons de titres, entreprises d'assurance et fonds de pension. Ces trois composantes peuvent toutes comporter des risques systémiques qu'il faut

atténuer pour éviter un effondrement du système financier. On ne pourra pas se contenter d'intervenir sur une seule de ces composantes. En effet, pour assurer la sécurité du système, il faudra renforcer la stabilité et la résilience dans chacune des trois composantes et, pour ce faire, combler les lacunes du champ réglementaire. De fait, aucune ne doit échapper à une réglementation appropriée.

Afin de garantir la stabilité financière, il convient de remédier aux externalités – en l'occurrence, les coûts qu'un établissement financier, du fait de ses agissements, impose aux autres mais qu'il n'assume pas lui-même. En termes de risque systémique, deux externalités dominent : la première recouvre les défaillances collectives d'établissements dues à des **expositions communes**, survenant à un moment donné en raison de chocs externes au système (y compris crises de crédit ou de liquidité, voire cumul des deux) ou survenant dans le réseau complexe des transactions journalières entre les intermédiaires. La deuxième externalité est ce qu'on appelle désormais la **procyclicité**, autrement dit, le fait que, au fil du temps, la dynamique du système financier et celle de l'économie réelle se renforcent mutuellement, accroissant l'amplitude des cycles expansion–contraction et nuisant à la stabilité dans l'une et l'autre sphère. Un cadre bien conçu, couvrant chacune des trois composantes (instruments, marchés et établissements), permettra d'atténuer ces facteurs d'instabilité.

Après avoir identifié les sources de risque systémique, il s'agit de créer des mécanismes institutionnels qui renforcent la sécurité, associant des interdictions formelles, qui devraient rester rares, à des réglementations qui augmentent le coût des activités en fonction des risques systémiques qu'elles génèrent. Les sections qui suivent énoncent diverses mesures susceptibles de limiter les risques systémiques découlant des trois composantes du système financier, par ailleurs inextricablement liées (chapitre III). De fait, il n'y a pas de distinction nette entre un système fondé sur l'intermédiation bancaire et un système fondé sur les marchés ; les instruments de marché apparaissent aussi bien au bilan qu'au hors-bilan des établissements. Il convient donc de considérer les mesures suggérées ici comme interdépendantes.

Mesures visant à améliorer la sécurité des instruments financiers

L'opacité, la complexité et le volume des transactions sur certains instruments sont sources de risque systémique. Les exemples les plus récents ont été les produits structurés (notamment la titrisation de prêts hypothécaires à risque), difficiles à comprendre, à évaluer et à vendre. Un premier risque systémique découle de leur évaluation, manifestement peu fiable, qui non seulement complique la gestion des risques au sein des établissements, mais rend l'appréciation déjà difficile des expositions communes plus délicate encore. Comment les autorités (et pas seulement elles) peuvent-elles déterminer si une position importante ou une série de relations de contrepartie présente un risque systémique de défaillances collectives si elles ne comprennent pas les instruments financiers eux-mêmes ?

Un deuxième risque systémique engendré par de tels instruments est leur tendance à exacerber la procyclicité. Ainsi, les boums sont, en principe,

propices à l'innovation financière. En période de prospérité, établissements et investisseurs n'ont pas peur d'expérimenter. Les premiers créent de nouveaux instruments non éprouvés, difficiles à comprendre et à évaluer, tandis que les seconds peuvent se laisser persuader qu'innovation et originalité sont synonymes de sécurité. D'autant que les vendeurs ne sont guère encouragés à tempérer l'enthousiasme. En période d'euphorie, l'innovation financière tendra ainsi à créer des risques latents sous-tarifés. Mais, à mesure que les tensions apparaissent et que le boum s'essouffle, les risques deviennent perceptibles et se matérialisent, amplifiant les dégagements amorcés. Indéniable source de progrès, l'innovation financière elle-même devient ainsi un facteur de procyclicité et de risque systémique.

Pour autant, il ne faudrait pas renoncer à l'innovation, mais s'efforcer de trouver un juste équilibre entre créativité et sécurité, en limitant les risques que de nouveaux instruments peuvent faire peser sur le système tout entier. Il faudrait prévoir une forme d'enregistrement des produits visant à en réduire l'accès en fonction du degré de risque, à l'instar de la certification des produits pharmaceutiques : les titres les moins risqués pourraient ainsi être en vente libre, comme les médicaments délivrés sans ordonnance ; viendraient ensuite les instruments accessibles avec autorisation expresse, comme les médicaments délivrés sur ordonnance ; puis viendraient les titres disponibles en quantités limitées destinés à l'usage de particuliers et d'établissements habilités, comme les médicaments au stade expérimental ; et enfin, au niveau le plus bas, on aurait les titres interdits à la vente. Un instrument pourrait être autorisé ou passer dans la catégorie supérieure seulement après des essais concluants (à l'instar des essais cliniques), sur une base réelle à petite échelle et sur une base théorique de simulation de graves tensions.

Un tel système d'enregistrement et de certification de titres favoriserait la transparence et la sécurité. Mais, comme pour les fabricants de produits pharmaceutiques, un mécanisme devrait contraindre les émetteurs de titres à répondre de la qualité de ce qu'ils vendent. Autrement dit, les émetteurs endosseront une responsabilité accrue dans l'évaluation des risques de leurs produits.

Mesures visant à améliorer la sécurité des marchés financiers

La crise a montré que les marchés ne s'autorégulent pas toujours, mettant ainsi en péril le système financier tout entier. Le principal risque systémique pour un marché financier est l'illiquidité – effondrement dû à la soudaine apparition d'un grand nombre de vendeurs et la disparition des acheteurs. Outre qu'elle a engendré une situation d'illiquidité, la crise a démontré, une fois encore, la pertinence des leçons tirées de l'expérience du fonds alternatif LTCM en 1998 : premièrement, l'aptitude à acheter et vendre le risque renforce certes l'efficience, mais une position suffisamment importante détenue par un seul établissement peut être source d'expositions communes mettant le système en danger ; deuxièmement, quand les transactions sont bilatérales, comme c'est le cas sur le gré à gré, la défaillance d'un particulier ou d'un établissement peut, par le jeu des relations entre établissements et marchés, générer des défaillances collectives.

Les marchés financiers peuvent aussi accentuer la procyclicité du système. Les parties aux transactions de gré à gré exigent généralement une sûreté pour atténuer leurs risques de contrepartie. Cela étant, un manque de transparence quant aux expositions peut exacerber les inquiétudes plus générales et amplifier le cycle de deux façons. Premièrement, en période de tensions, les exigences en matière de sûretés sont susceptibles de rendre plus difficile le refinancement de leurs positions, car l'accroissement du risque induit tout naturellement une hausse des dépôts de garantie. Deuxièmement, la montée de l'incertitude suscitée par la crise pèse sur les marchés des titres utilisés comme sûretés dans les transactions sur dérivés de gré à gré, créant un risque de contagion sur ces marchés. Il en résulte un phénomène de procyclicité : les replis induisent une hausse des dépôts de garantie et une contraction de la liquidité, entraînant un recul généralisé, ce qui aura, bien entendu, des conséquences pour l'économie réelle.

Une façon de remédier à une partie au moins des risques systémiques créés par le gré à gré est de remplacer les opérations bilatérales par des transactions faisant intervenir une contrepartie centrale, servant d'intermédiaire et de contrepartie exclusive pour les acheteurs et les vendeurs. Même si la position de contrepartie centrale semble parfaitement couverte – ses achats correspondant exactement à ses ventes –, elle reste cependant exposée au risque de défaut à l'échéance d'un paiement. Pour atténuer ce risque, la contrepartie centrale exige donc de chaque participant qu'il détienne un compte de garantie dont le solde est déterminé par la valeur de l'encours des contrats ; plus le marché est volatil, plus les appels de marge sont élevés et plus il devient coûteux de détenir des positions importantes. En exigeant donc que toutes les transactions de gré à gré soient effectuées sur la même plateforme ou le même groupe de plateformes, les autorités n'auront aucune difficulté à collecter et à diffuser l'information qui permettra aux intervenants de gérer, et aux autorités de surveiller, la concentration des expositions individuelles et les interrelations. En ce sens, l'existence d'une contrepartie centrale pourrait contribuer à réduire le risque d'expositions communes et modérer la volatilité des marchés.

Grâce à une contrepartie centrale, il est, en outre, possible d'atténuer la procyclicité qui découle de la tendance des différentes contreparties à accroître les dépôts de garantie en périodes de tensions financières. La hausse de la volatilité des prix, jointe à l'incertitude quant à la qualité de crédit des contreparties, augmente les exigences en matière de garantie, ce qui peut imposer des ventes forcées, qui, comme la crise financière l'a révélé, surviennent au pire moment possible. Or, avec une contrepartie centrale, les conditions concernant les dépôts de garantie n'étant plus fixées par les parties individuelles, ces dépôts n'augmenteraient pas nécessairement en cas de tensions sur les marchés, ce qui, à tout le moins, réduirait la procyclicité⁷.

⁷ Il est important de noter qu'une contrepartie centrale s'apparente à une entreprise d'assurance et qu'elle peut faire faillite, de sorte qu'en dernier ressort, elle comptera sur les pouvoirs publics en cas d'événement systémique. Ainsi, à titre de prévention, la contrepartie centrale doit être soumise à une forme de surveillance qui pourrait limiter sa taille ainsi que la concentration des expositions qu'elle réunit. Autrement dit, les établissements ayant des expositions sur dérivés sont tenus de détenir des fonds propres suffisants pour couvrir ces expositions (*infra*).

Pour être accepté par une contrepartie centrale, un instrument doit être relativement standard et satisfaire à des exigences de documentation. Par ailleurs, des données fiables concernant les prix doivent permettre à la contrepartie centrale d'ajuster régulièrement aux prix du marché les comptes de garantie des participants. Comme un grand nombre de dérivés de gré à gré satisfont déjà à ces critères, ou pourraient y répondre moyennant quelques adaptations mineures, les exigences ne semblent pas représenter une grosse contrainte.

L'étape suivante en matière d'organisation des marchés consistera à associer la contrepartie centrale à un marché organisé comme plateforme de négociation. Cette association aura pour principal avantage de garantir la transparence des prix avec une moindre dépendance vis-à-vis des teneurs de marché. Elle contribuera donc à plus de stabilité, les marchés organisés étant les plus aptes à continuer de fonctionner en période de crise, avec quelques problèmes néanmoins. En effet, la transparence des prix réduit le besoin de recourir à des teneurs de marché, ce qui rend les transactions sur d'importants volumes plus difficiles. Ce problème est à l'origine de la création de marchés organisés et de plateformes de négociation conçus pour traiter de grosses transactions mais présentant un moindre degré de transparence.

En somme, pour réduire les expositions communes et la procyclicité qui met la stabilité du système en péril, il faudrait nettement se détourner du gré à gré pour le négoce d'instruments qui étaient, jusqu'ici, essentiellement traités sous cette forme. La détermination du mécanisme de négoce le plus adapté à un titre particulier dépendra des risques systémiques qu'il présente, et, au final, il appartiendra à chacun de décider de la façon de conduire ses opérations. Mais en établissant une hiérarchie des risques liés aux diverses structures, les autorités dispenseront implicitement des mises en garde ; et en rendant plus coûteuses les activités qui accentuent le risque systémique, elles contribueront à la stabilité financière.

Mesures visant à améliorer la sécurité des établissements financiers : cadre macroprudentiel

Par définition, la surveillance microprudentielle met l'accent sur les risques au sein des différents établissements, ne s'occupant pas des externalités que sont les expositions communes et la procyclicité. Depuis plusieurs années, les travaux menés à la BRI soulignent qu'il est nécessaire que les instances de réglementation et de surveillance adoptent des politiques macroprudentielles qui soient attentives au contrôle des risques au niveau du système. Il s'agit de calibrer les outils prudentiels – exigences de fonds propres, provisionnement, ratios d'endettement et autres – pour remédier aux expositions communes et aux défaillances collectives, d'une part, et à la procyclicité, d'autre part⁸.

⁸ Cette analyse estompe largement la distinction entre provisions et fonds propres, tous deux étant conçus pour absorber les pertes. Les provisions sont détenues pour se couvrir contre les pertes *attendues*, les fonds propres, pour se protéger des pertes *inattendues*.

Expositions communes

La crise actuelle a montré très clairement comment des expositions communes peuvent amener à la défaillance simultanée d'une grande diversité d'établissements. La similarité de la composition de leurs portefeuilles ou la présence d'expositions croisées (directes ou indirectes) au risque de contrepartie crée une étroite interdépendance entre établissements financiers. Par conséquent, le risque à l'échelle du système résulte non seulement de la somme des risques au sein de chaque établissement, mais aussi du degré de corrélation entre les bilans des établissements : en principe, plus la corrélation est forte, plus le risque systémique est élevé. Autrement dit, un secteur financier comptant un petit nombre de grands établissements ne présente pas nécessairement plus de risques que celui qui comporte un grand nombre de petits établissements au bilan identique. Le problème dans l'un et l'autre cas est que, parce qu'il ne traduit que les risques auxquels les établissements sont exposés individuellement et non pas le risque qu'ils font peser sur le système tout entier, le niveau de fonds propres détenus par chacun sera sans doute trop faible⁹. Les propositions qui visent à atténuer les risques découlant d'expositions communes portent sur la mise en place d'une **exigence de fonds propres pour risque systémique**, conçue pour que soit affectée à chaque établissement une charge proportionnelle à sa contribution au risque général¹⁰.

Pour instituer un tel dispositif, il faut avoir une mesure du risque systémique et connaître la contribution marginale de chaque établissement à ce risque. Les outils statistiques nécessaires à ce calcul sont encore perfectibles. Toutefois, les travaux menés à la BRI ont débouché sur un procédé d'évaluation de la contribution marginale de chaque établissement au risque systémique. L'une des conclusions de ces travaux est que, comme on pouvait s'y attendre, les grandes banques contribuent plus que proportionnellement aux risques systémiques, tout comme les banques les plus directement exposées à des chocs d'ampleur systémique. Ce résultat montre qu'il est peut-être souhaitable d'obliger les acteurs importants ou interdépendants à détenir plus de fonds propres et à réduire leur effet de levier, taxant en quelque sorte la taille pour créer des conditions de concurrence égales d'un point de vue systémique (encadré VII.A)¹¹.

Les établissements trop grands pour faire faillite – ceux qui, à eux seuls, créent un risque systémique intolérable parce que de nombreux autres leur

⁹ Pour plus de précisions, voir, par exemple, S. Morris et H. Shin, *Financial regulation in a system context*, Brookings Papers on Economic Activity, n° 2, 2008, pp. 229–261.

¹⁰ Une exigence de fonds propres pour risque systémique compléterait utilement le ratio minimum d'endettement, en définissant une valeur plancher du ratio fonds propres/actifs, à la fois pour les exigences de fonds propres au titre des risques classiques et comme moyen de contenir les risques systémiques créés par l'expansion du bilan d'un établissement donné.

¹¹ Un prochain rapport de la série *Geneva Reports on the World Economy* (à paraître) suggère très judicieusement que chaque établissement financier dispose d'un plan d'urgence en cas de faillite, analogue à son plan de continuité d'exploitation. Voir M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud et H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, Centre international d'études monétaires et bancaires, Université de Genève, 2009, www.cimb.ch.

sont exposés – sont un véritable défi dans ce contexte. Or, ces deux dernières années, leur nombre s’est trouvé multiplié par les fusions–acquisitions, qui ont été l’une des solutions apportées à la crise. Bien que cette approche soit compréhensible à court terme, elle génère – les autorités le savent bien – une structure non viable. Bon nombre d’autorités nationales se sont donc fixé pour objectif de s’attaquer au problème, en élaborant des procédures de résolution pour chaque établissement relevant de leurs juridictions respectives.

Procyclité

La deuxième externalité mise au jour par la crise actuelle est la procyclité créée par la tendance des établissements à faire preuve de moins de prudence en phase d’expansion et de plus de prudence en phase de ralentissement. Au plan conceptuel, les propositions visant à réduire, neutraliser, voire inverser la procyclité du système financier doivent instaurer soit un système de protection contre les replis systémiques soit des mécanismes destinés à contrer ou atténuer les cycles. L’analyse qui suit porte sur cette seconde démarche.

Les autorités ont montré leur détermination à introduire de nouvelles règles permettant d’assurer que les établissements financiers ajustent, de manière anticyclique, leurs fonds propres (ainsi que d’autres exigences comme le provisionnement des prêts et les normes de liquidité). Une telle **exigence de fonds propres anticyclique** obligerait les établissements à renforcer le volant de sécurité en période de prospérité, lequel pourrait être mobilisé en période difficile¹². Pour la mettre en place, les autorités pourraient adopter une approche purement réglementaire, intégrant des stabilisateurs automatiques au cadre existant. Par cette approche, qui est loin d’être une solution de facilité, les autorités s’obligeraient à intervenir si nécessaire, offrant une meilleure lisibilité aux établissements financiers.

Une autre approche, de caractère non strictement réglementaire, celle-là, consisterait à agir sur le volant de fonds propres, un peu comme le fait la banque centrale pour ajuster son taux directeur, mais moins fréquemment et de façon plus mécanique, et donc plus prévisible. En matière de politique monétaire conventionnelle, les pratiques actuelles sont l’aboutissement de nombreuses années d’expérience : les décisions concernant les taux directeurs sont fonction des perspectives d’inflation et de croissance, souvent en faisant appel à des modèles quantitatifs. Il y a lieu de se demander s’il serait possible de formuler une procédure aussi simple qui serait susceptible d’aider les autorités à fixer une exigence de fonds propres anticyclique. Seuls le temps et l’expérience – comme ce fut le cas pour la politique monétaire – permettront de surmonter les nombreux obstacles au bon fonctionnement d’un tel mécanisme.

¹² Voir, notamment, Forum sur la stabilité financière, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 avril 2008, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf, et *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, 2 avril 2009, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf.

Encadré VII.A – Mesure et affectation du risque systémique

Assurer la stabilité financière suppose de connaître le niveau de risque dans l'ensemble du système financier. À cet effet, il convient d'abord de mesurer la probabilité de perturbation systémique (c'est-à-dire, défaut d'un ou de plusieurs établissements menaçant la solidité du système tout entier), puis d'utiliser cette mesure pour calibrer des instruments réglementaires et prudentiels tels que primes d'assurance des dépôts ou exigences de fonds propres. Pour déterminer ce calibrage, la contribution marginale de chaque établissement au risque systémique global pourrait être estimée selon la méthodologie illustrée ci-après.

La probabilité de perturbation systémique est déterminée par la probabilité de défaut des établissements, isolément mais aussi simultanément. La probabilité de défaut simultané est elle-même d'autant plus grande que les banques sont exposées à des risques communs, lesquels peuvent trouver leur origine hors du système financier ou au sein du système, tels ceux qui découlent des relations de contrepartie.

Pour mesurer la probabilité de perturbation systémique, on peut traiter le système financier comme un portefeuille d'établissements, en utilisant les outils déjà appliqués aux portefeuilles de titres. Pour ce faire, il faut connaître la taille de chaque banque, sa probabilité de défaut, sa perte en cas de défaut, et la corrélation de défauts estimée entre établissements – données qui peuvent être tirées des déclarations prudentielles ou calculées à partir du cours des actions et de la dette des banques, voire obtenues en combinant ces deux sources.

Les propriétés du risque systémique ainsi mesuré sont très semblables à celles des mesures du risque au niveau d'un portefeuille de titres. En particulier, le risque systémique **total** augmente avec le degré d'exposition des banques à des facteurs de risque communs (graphique III.1) et, pour un système donné, avec la disparité de taille entre établissements.

Des calculs de risque systémique ont été testés depuis un certain temps pour des groupes d'établissements, mais il s'avère difficile d'en affecter le résultat à chaque membre du groupe au prorata de sa contribution. De récents travaux, menés à la BRI, ont permis d'élaborer une méthode d'affectation, s'appuyant sur des concepts de la théorie des jeux et une approche de portefeuille^①. La méthode, applicable généralement à toute mesure de risque systémique, produit une mesure lisible et transparente qui permet une affectation cohérente du risque systémique.

Une simulation sur un système bancaire hypothétique donne plusieurs indications utiles. Par exemple, à niveau constant de risque de chaque banque et à taille constante du système, la **contribution** d'un établissement au risque systémique s'accroît en fonction de son exposition aux facteurs de risque communs. Surtout, cette progression est plus que proportionnelle à l'importance des banques ou à leur exposition au risque. En outre, la participation relative d'un établissement au risque systémique total augmente plus vite que sa taille (tableau VII.A), ce qui traduit le fait que les banques les plus importantes jouent un rôle disproportionné dans les perturbations systémiques.

Se placer dans une perspective systémique fournit des orientations précieuses pour l'élaboration des instruments macroprudentiels. Pour intégrer la contribution des établissements au risque systémique, ces instruments devront prendre en compte des facteurs allant bien au-delà de la probabilité de défaut de chaque banque. En conséquence, les primes d'assurance des dépôts, les exigences de fonds propres, etc. devront refléter non seulement la probabilité de défaut d'un

Affectation du risque systémique aux différents établissements

Établissement (nombre)	Système fortement capitalisé (probabilité de défaut = 0,1 %)	Système faiblement capitalisé (probabilité de défaut = 0,3 %)
Petite banque (2) part de marché : 20 % ¹	3,1 %	3,9 %
Grande banque (2) part de marché : 30 % ¹	5,8 %	7,1 %
Ensemble des banques (4) risque systémique total ²	17,8 %	22,0 %

¹ Contribution de chaque banque au risque systémique total, en pts de %. ² Perte attendue sur les 0,2 % de la queue de droite de la distribution des pertes sur portefeuille. Par hypothèse, la perte en cas de défaut est fixée à 55 % et toutes les banques possèdent la même sensibilité aux facteurs de risque communs, avec une corrélation actif-rendement de 42 %.

Source : calculs BRI.

Tableau VII.A

établissement, mais aussi son exposition (et sa contribution) aux facteurs de risque concernant l'ensemble du système.

Ainsi, pour les établissements les plus grands, les primes d'assurance et les exigences de fonds propres devront rendre compte de l'incidence disproportionnée de leur taille sur la probabilité de perturbation systémique. Il convient toutefois de noter que, si la diversification des portefeuilles peut atténuer le risque de défaut d'une banque donnée, elle pourrait également accroître la similarité des profils et, partant, aggraver le risque systémique en augmentant la probabilité de défauts simultanés. Il apparaît donc nécessaire que les autorités collectent les données appropriées et élaborent des modèles analytiques adaptés pour intégrer à leurs évaluations des différents établissements des considérations de nature systémique.

Ⓞ Cette méthode est décrite dans l'étude de C. Borio, N. Tarashev et K. Tsatsaronis, *Allocating system-wide tail risk to individual institutions*, BIS Working Papers, à paraître.

Pour calculer une exigence de fonds propres anticyclique, la première difficulté est de déterminer quand relever le volant de sécurité (accroître l'exigence de fonds propres anticyclique) pour durcir les conditions de financement en période d'expansion et quand réduire ou mobiliser le volant de fonds propres (abaisser l'exigence de fonds propres) pour stimuler les prêts en période de contraction. En substance, il serait nécessaire de quantifier les risques pour la stabilité (risques qui joueraient un rôle similaire à celui joué par les perspectives d'inflation et de production dans la conduite de la politique monétaire). Les travaux menés à la BRI paraissent indiquer que, s'il est possible d'identifier des indicateurs macroéconomiques qui signalent correctement le moment où il convient d'accroître le volant de sécurité, il est plus difficile de savoir quand le mobiliser. Par conséquent, l'ajustement du volant de fonds propres anticyclique devra donc sans doute allier une certaine marge d'appréciation et une approche réglementaire, laquelle apportera une meilleure lisibilité (encadré VII.B).

Une autre difficulté pour instaurer une exigence de fonds propres anticyclique est qu'elle ne saurait être uniforme et valable pour tous. Le volant de fonds propres (ou le provisionnement anticyclique) devra varier en fonction de la nature des activités de chaque établissement. Ainsi, parce que les cycles sont différents d'un pays à l'autre, il devra être ajusté séparément pour chaque portefeuille géographique, dans le cas d'un établissement actif au plan international.

Si l'exigence de fonds propres anticyclique indique le montant à hauteur duquel le volant de sécurité doit être renforcé ou réduit selon la phase du cycle de crédit, elle ne donne quasiment aucune indication quant au niveau moyen des fonds propres requis dans le système. Estimer, comme on le fait généralement, que le niveau des fonds propres détenus par les établissements financiers est trop faible, ne permet cependant pas de quantifier le manque¹³. Pour ce faire, il faudrait pouvoir évaluer le niveau d'équilibre à long terme des fonds propres (comme pour la fixation du taux d'intérêt, qui sert de référence à la politique monétaire classique), ce qui permettrait de déterminer ensuite la répartition des risques entre secteurs privé et public. Plus le niveau de fonds

¹³ Voir, par exemple, Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, mars 2009, www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

Encadré VII.B – Volants de fonds propres anticycliques : méthodologies envisageables

La crise actuelle a cristallisé l'attention sur les mécanismes qui permettraient de s'assurer que les banques ajustent leurs fonds propres (ou leurs provisions pour créances irrécouvrables) de manière anticyclique, c'est-à-dire qu'elles les renforcent en période de prospérité, pour les mobiliser lorsque les tensions se matérialisent. Plusieurs méthodologies, dont beaucoup encore au stade de l'ébauche, sont actuellement à l'étude. L'encadré se propose d'examiner s'il est possible de concevoir un mécanisme permettant d'apporter des ajustements anticycliques aux exigences minimales de fonds propres.

L'élaboration de tout mécanisme de ce type doit suivre trois étapes : 1) choix de la variable indiquant à quel moment il convient de constituer/mobiliser un volant de fonds propres ; 2) choix d'une formule déterminant de quelle manière l'indicateur modifiera l'exigence minimale de fonds propres ; 3) définition de cette exigence minimale, elle-même susceptible de varier en fonction du cycle. L'encadré illustre les deux premières étapes.

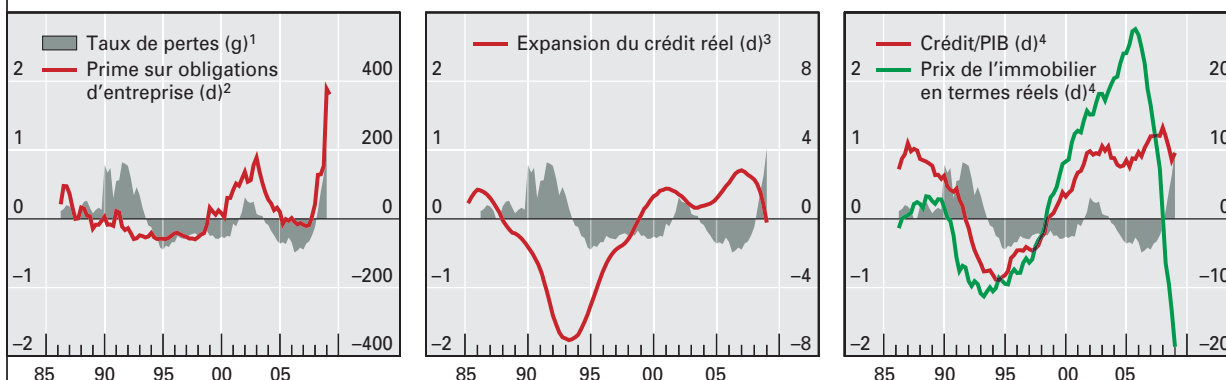
S'agissant de la première étape, trois variables macroéconomiques ont fait l'objet de recherches préliminaires (graphique VII.B.1) : prime de risque (cadre de gauche), expansion du crédit en termes réels (cadre du milieu), et indicateur composite combinant ratio crédit/PIB et prix réels des actifs (cadre de droite)^{①,②}. La variable macroéconomique idéale devrait permettre d'identifier avec fiabilité les phases d'expansion et de contraction du cycle bancaire. Pour cette raison, la valeur retenue est l'écart de chaque variable par rapport à son niveau neutre, mesuré ici par sa tendance ou moyenne de longue période. De même, les phases du cycle bancaire sont déterminées par l'écart du ratio de pertes par rapport à sa moyenne de longue période.

La diminution de la prime de risque pourrait dénoter une phase de prospérité, et tout élargissement majeur, indiquer le début d'une détérioration. Toutefois, la prime de risque, mesurée ici sur obligations d'entreprise notées BBB, ne constitue pas un indicateur fiable des tensions au sein du système bancaire. Par exemple, cette variable témoignerait de tensions financières plus marquées après l'éclatement de la bulle Internet qu'au début des années 1990, contrairement à ce qui s'est passé en réalité.

L'expansion du crédit est la deuxième variable possible, fondée sur l'idée que les banques tendent à accorder plus facilement leurs prêts avant l'apparition des crises, puis à les réduire une fois que les tensions se sont concrétisées. L'expansion du crédit présente toutefois une grande inertie et demeure bien supérieure à son niveau neutre, même lorsque des tensions bancaires ont commencé à se faire jour. Un indicateur fondé sur le crédit uniquement signifierait donc sans doute trop tard le moment où il convient de mobiliser le volant de fonds propres.

La troisième variable possible s'inspire de recherches publiées par la BRI, lesquelles ont conclu qu'une déviation forte et simultanée du ratio crédit/PIB et des prix réels des actifs par rapport à leurs tendances respectives signale de manière assez fiable, et bien à l'avance, l'apparition d'une crise

Indicateurs sélectionnés et taux de pertes (États-Unis)



¹ Prêts et crédits-bails sortis du bilan et passés en provisions pour créances irrécouvrables, en % du total moyen des prêts. ² Écart de la prime sur obligations d'entreprise à long terme notées BBB par rapport à sa moyenne de longue période, en pb. ³ Moyenne mobile sur 5 ans, à pondération exponentielle, moins moyenne mobile sur 15 ans, en pts de %. ⁴ Écart de chaque indicateur par rapport à sa moyenne *ex ante* de long terme (c'est-à-dire une tendance établie uniquement à partir des informations disponibles au moment de l'évaluation) ; ratio crédit/PIB : en pts de % ; prix de l'immobilier : en %.

Sources : Moody's ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.B.1

bancaire³. Comme l'indicateur composite exige que les deux composantes (prix réels des actifs et ratio crédit/PIB) se situent normalement au-dessus d'un seuil déterminé, il évite une mobilisation trop tardive du volant de fonds propres, ce qu'induirait la variable de crédit, mais risque toutefois de la déclencher trop tôt.

Pour la deuxième étape – choisir la formule déterminant de quelle façon la variable modifiera l'exigence minimale de fonds propres –, le facteur d'ajustement est défini ici comme simple multiplicateur⁴. Lorsque la variable se situe à un niveau neutre, ce facteur est égal à 1 (pas d'ajustement). À titre d'exemple, sont présentées trois formules, qui diffèrent par la manière dont elles traitent l'incertitude qui entoure inévitablement la définition du niveau neutre de l'indicateur, et par le degré de symétrie des ajustements apportés aux exigences minimales.

S'agissant du premier aspect, la formule 1 produit les ajustements les plus importants à proximité du niveau neutre (graphique VII.B.2, cadre de gauche). De ce fait, elle amplifie l'erreur qui aurait été commise dans son évaluation. Seule la formule 3 tient pleinement compte de cette incertitude en ne déclenchant pas d'ajustement à l'intérieur d'une plage autour de la valeur neutre.

Concernant la symétrie, la formule 2 a pour particularité de n'être jamais inférieure à 1. Par conséquent, quelle que soit la situation au sein du système financier, le volant déterminé par cette formule ne peut jamais tomber en deçà des exigences correspondant au niveau neutre de l'indicateur. La pertinence de ce plancher dépend de la manière dont est définie (à l'étape 3, non abordée ici) l'exigence de fonds propres elle-même, et de la marge de variation de cette exigence. Par exemple, si le minimum est très procyclique, et donc augmente fortement en période de tensions, cette formule empêche toute mobilisation effective de fonds propres.

Ces indicateurs sont ensuite soumis à l'épreuve des faits. Une variable est associée à chaque formule : pour la formule 1, prime de risque (ajustement 1) ; pour la formule 2, expansion du crédit réel (ajustement 2) ; pour la formule 3, indicateur composite (ajustement 3). Les résultats (graphique VII.B.2, cadres du milieu et de droite) confirment globalement les conclusions provisoires tirées de l'examen des variables.

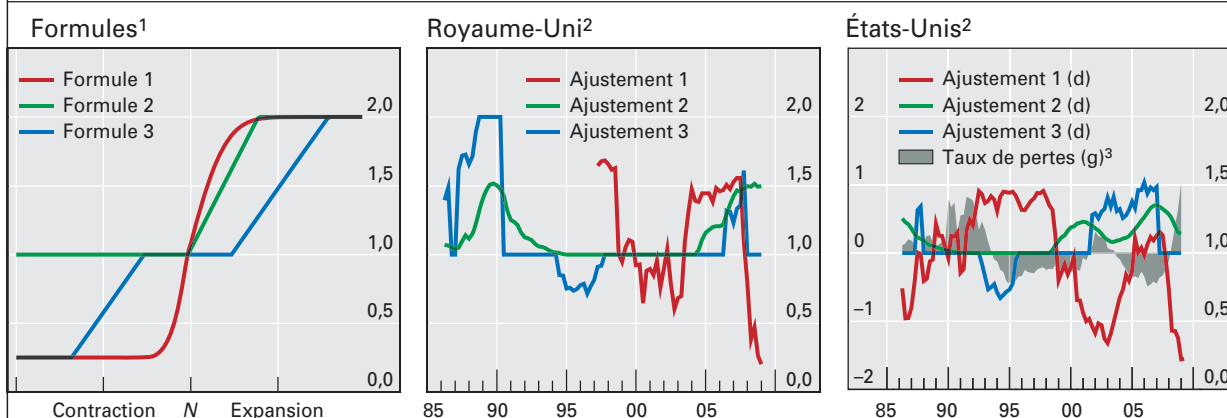
L'ajustement 1 remplit convenablement son rôle dans la crise actuelle, pour les phases de constitution comme de mobilisation du volant de fonds propres. Il aurait toutefois prescrit une mobilisation importante durant et après l'éclatement de la bulle Internet, mais pas – ou peu – au début des années 1990, lors des tensions dans le système bancaire des États-Unis.

L'ajustement 2 annonce correctement la phase de constitution mais, pour la crise actuelle comme pour les tensions du début des années 1990, indique avec retard quand mobiliser le volant de fonds propres – conséquence du délai qui sépare l'apparition des tensions et la contraction du crédit (variable retenue).

.../...

Formules sélectionnées et ajustements

Facteurs d'ajustement



¹ Pour chaque formule, il existe un niveau neutre *N* de l'indicateur. Les valeurs à droite de *N* indiquent une phase d'expansion du cycle ; les valeurs à gauche, une phase de contraction. ² L'ajustement 1 applique la prime de risque à la formule 1. L'ajustement 2 applique l'expansion du crédit réel (moyenne mobile sur 5 ans, à pondération exponentielle) à la formule 2. L'ajustement 3 applique l'indicateur composite à la formule 3. ³ Prêts et crédits-bails sortis du bilan et passés en provisions pour créances irrécouvrables, en % du total moyen des prêts.

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

Graphique VII.B.2

L'ajustement 3 signale efficacement la phase de constitution mais pourrait, dans certains cas, libérer trop tôt les fonds propres. Pour la crise actuelle, en particulier, le signal aurait autorisé une mobilisation de fonds propres dès fin 2006 pour les États-Unis, avant les premiers signes manifestes de tensions, du fait que les prix de l'immobilier tombaient au-dessous de leur tendance historique. Les ajustements inférieurs à 1, toutefois, interviennent généralement trop tard. Il semblerait donc souhaitable d'associer la formule 2 à cette variable.

L'analyse résumée ici, aux fins d'illustration, témoigne des difficultés à élaborer des mécanismes rigoureux régissant l'ajustement anticyclique du volant de fonds propres. Il apparaît particulièrement difficile de trouver des variables macroéconomiques signalant de manière fiable le moment où il serait approprié de mobiliser les fonds propres. En dernière analyse, il sera peut-être inévitable de conserver une certaine marge d'appréciation dans la gestion des réserves anticycliques.

⊗ L'utilisation de la prime CDS a été proposée par M. Gordy et la formule 1 s'inspire de sa communication « First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II », présentée lors de la conférence *Procyclicality in the financial system*, organisée conjointement par la Banque des Pays-Bas et le Comité de Bretton Woods (9–10 février 2009). L'utilisation de l'expansion du crédit et d'une formule de type 2 a été suggérée dans l'article de C. Goodhart et A. Persaud, « A party pooper's guide to financial stability », *Financial Times*, 4 juin 2008). L'indicateur composite se base sur l'étude de C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 29–46. ⊗ Bien que non présentés ici, des indicateurs basés sur le PIB uniquement ont également été évalués. Ils apparaissent moins corrélés aux mesures des tensions financières que toutes les variables considérées. ⊗ Pour l'élément « prix des actifs » de l'indicateur composite, Borio et Drehmann utilisent également les cours des actions. Comme ceux-ci n'ont pas joué un rôle fondamental dans la crise actuelle, ils ne sont pas pris en compte dans le graphique VII.B.1. À l'inverse, l'ajustement 3 présenté au graphique VII.B.2 intègre, lui, l'écart des cours des actions et des prix de l'immobilier par rapport à la tendance. ⊗ Si la formule est appliquée à Bâle II plutôt qu'à une autre forme d'exigence minimale qui lui serait complémentaire (ratio d'endettement, par exemple), l'approche multiplicative aurait l'avantage de préserver la sensibilité du dispositif au degré de risque – c'est-à-dire qu'elle continuerait, en toute circonstance, à différencier le risque selon la qualité des emprunteurs.

propres exigé sera élevé, plus le risque assumé par le contribuable sera faible, même si une augmentation des fonds propres doit se traduire par une hausse des coûts pour le prêteur et pour l'emprunteur.

Il importe de noter qu'une des tâches les plus urgentes pour tous est le renforcement des établissements financiers. La crise a révélé très clairement les risques inhérents au système bancaire parallèle, auquel les établissements réglementés ont transféré une partie de leur activité. L'une des premières tâches, dans un objectif d'amélioration de la gestion des fonds propres, est d'amener toutes ces entités, véhicules d'investissements structurés et autres, à l'intérieur du champ réglementaire pour assurer que tout établissement financier détient des fonds propres suffisants en regard de ses engagements. Dirigeants, investisseurs et instances de surveillance auront ainsi une image plus fidèle des expositions de chaque établissement, ce qui rehaussera en conséquence le volume total des fonds propres dans le système financier¹⁴.

En conclusion, déterminer le niveau des exigences de fonds propres et sa sensibilité au cycle n'est pas une tâche aisée, mais il n'est pas moins délicat de définir l'orientation de la politique monétaire ou budgétaire. Et, tout comme les politiques de stabilisation macroéconomique sont apparues indispensables au tournant du siècle dernier, l'adoption d'une orientation macroprudentielle est, aujourd'hui, manifestement incontournable ; une exigence de fonds propres anticyclique est un des outils qui en détermineront le succès.

¹⁴ Plusieurs facteurs sont susceptibles d'accroître les fonds propres réglementaires dans le système financier : élargissement du champ de réglementation visant à inclure tous les établissements et marchés importants d'un point de vue systémique ; retour au bilan des établissements financiers d'actifs détenus jusque là hors bilan ; provisionnement tenant mieux compte de l'accumulation du risque ; recomposition des fonds propres visant à privilégier la qualité ; meilleure prise en compte du risque dans les exigences minimales.

Politiques macroéconomiques visant à renforcer la stabilité financière

La crise a confirmé que le cadre d'orientation des politiques monétaire et budgétaire à l'origine de la « Grande Modération » ne saurait éternellement stabiliser les prix réels et la croissance. De l'avis général, les autorités doivent recevoir clairement comme mandat le maintien de la stabilité financière ; elles auront besoin d'outils supplémentaires pour s'en acquitter. Une approche macroprudentielle de la réglementation et de la surveillance en feront partie intégrante, mais cela ne sera sans doute pas suffisant. Les politiques macroéconomiques peuvent et doivent avoir un rôle dans la réalisation de l'objectif de stabilité financière, en veillant à tout le moins à ne pas la contrarier.

Les politiques budgétaire et monétaire contribuent déjà à casser les vecteurs de contagion entre sphères réelle et financière. En s'appuyant sur des stabilisateurs automatiques et des mesures de relance discrétionnaires, une politique budgétaire anticyclique soutient le revenu et l'emploi, réduisant la probabilité de défaillance des emprunteurs (ou accroissant la valeur recouvrable en cas de défaut) et augmentant la valeur des actifs inscrits au bilan des établissements financiers. La politique monétaire, elle aussi, agit de manière anticyclique. Pour atténuer l'ampleur d'un repli, les autorités monétaires abaissent les taux directeurs et, ce faisant, améliorent les bilans des établissements financiers. De la même manière, elles relèvent leurs taux pour modérer une reprise, ralentissant l'expansion du crédit et contrant les envolées des prix des actifs. Dans les cas extrêmes, elles offrent des facilités d'urgence pour éviter que les retraits touchant des établissements particuliers tournent à la panique généralisée – réduisant, par la même, un facteur sensible de risque systémique. En d'autres termes, en modérant les fluctuations de l'économie réelle, des politiques budgétaire et monétaire anticycliques atténuent naturellement (et à dessein) la procyclicité des fonds propres des établissements¹⁵.

Mais la politique monétaire doit aller plus loin. Pour stabiliser le système financier, il faut que les banques centrales adoptent une approche plus volontariste, contrant les explosions du crédit et des prix des actifs. Les critiques passées de cette approche restent valides. Il ne sera pas plus facile qu'avant d'identifier les bulles et de calibrer les politiques destinées à les neutraliser. Mais la crise financière a montré que la stratégie des banques centrales consistant à privilégier de façon étroite le ciblage de l'inflation à horizon relativement rapproché, en se donnant la possibilité d'effacer, après coup, les séquelles de l'éclatement des bulles et de l'effondrement du crédit, est trop onéreuse, à terme. L'objet du débat s'est donc déplacé. Il s'agit de déterminer comment les autorités monétaires devraient élargir leur cadre opérationnel pour intégrer les prix immobiliers, les cours des actions et les encours de dette. De là, il leur sera possible de contrer, en resserrant les taux

¹⁵ L'aptitude des pouvoirs publics à recapitaliser les banques en période difficile peut être considérée comme un outil de correction du risque systémique. Pour institutionnaliser cette aptitude à contrer la procyclicité du système financier, néanmoins, les pouvoirs publics devraient créer une réserve budgétaire. À l'instar du volant de fonds propres anticyclique pour les établissements, cette réserve augmenterait en phase d'expansion de façon à pouvoir être mobilisée en phase de contraction.

d'intérêt, les risques macroéconomiques à caractère systémique découlant de la formation de bulles et d'une expansion excessive des bilans.

Dans la mesure où il ne vise pas à changer les objectifs à long terme, l'élargissement du cadre d'orientation des politiques ne revient pas à renoncer aux objectifs de stabilité des prix des banques centrales. Il tend plutôt à ajuster l'horizon auquel les autorités réalisent leurs objectifs. Dans sa phase initiale, une bulle des prix des actifs ou du crédit ne risque pas de menacer, à court terme, la stabilité des prix ou la croissance réelle. Elle peut même aller de pair avec une faible hausse des prix au détail des biens de consommation (surtout si l'indicateur n'inclut pas les prix du logement) et avec une forte croissance, autrement dit, à ce stade, une vive augmentation des prix des actifs ou du crédit peut facilement être prise pour une augmentation des gains de productivité. Il est important que les autorités comprennent qu'une accélération de la croissance et une baisse de l'inflation aujourd'hui peuvent être facteurs d'instabilité demain, et les cadres d'orientation des politiques doivent en tenir compte. Dès les premiers signes d'une envolée des prix des actifs ou d'un boum du crédit, les autorités doivent dépasser la perspective du court terme afin de promouvoir la stabilité macroéconomique par la stabilité du système financier.

Synthèse

Nous n'avons d'autre choix que d'assainir et de réformer le système financier international, tout en amortissant l'impact de la crise sur l'économie réelle, et donc sur le quotidien de chacun. Les efforts déployés jusqu'ici mobilisent, depuis près de deux ans, les autorités budgétaires et monétaires ainsi que les instances prudentielles et réglementaires. Les ressources publiques consacrées aux plans de relance de l'économie et de sauvetage du système financier sont colossales – près de 5 % du PIB mondial, bien plus que nul ne l'aurait imaginé il y a un an à peine.

La reprise finira bien par arriver, mais il ne faudrait pas sous-estimer les risques. Les politiques suivies ne doivent pas faire obstacle aux ajustements nécessaires, mais au contraire les faciliter. Il s'agit, tout d'abord, de renoncer à une croissance tirée par l'endettement dans les économies avancées et induite par les exportations dans le monde émergent. Il s'agit, ensuite, de reconstruire le système financier rapidement, et ce, sans relâche jusqu'à ce que cette tâche soit menée à bien. Il s'agit, encore, de replacer ces politiques sur une trajectoire tenable en réduisant la dépense et en relevant la fiscalité dès que la croissance aura retrouvé un rythme acceptable. Il s'agit, enfin, pour les banques centrales, de se désengager de l'intermédiation dès que les établissements financiers auront recadré leur activité et que les marchés financiers auront amorcé un retour à la normale.

À long terme, pour remédier aux multiples dysfonctionnements révélés par la crise et bâtir un système financier plus résilient, il faut identifier et atténuer les risques systémiques sous toutes leurs formes. Il convient, pour cela, d'articuler instruments, marchés et établissements au sein d'un ensemble solide, plus sûr que le système actuel : s'agissant des instruments, un système

qui étalonne leur sécurité, encadre leur accès et informe sur leurs risques et avantages ; pour les marchés, un système qui encourage le négoce par l'intermédiaire de contreparties centrales ou sur des marchés organisés, prévenant clairement des dangers à opérer hors de ces cadres ; quant aux établissements, l'application généralisée de normes prudentielles renforcées, dans une perspective axée sur le système tout entier, à commencer par un dispositif d'exigences de fonds propres pour risque systémique et de fonds propres anticycliques.

La stabilité financière appelle une mobilisation de toutes les parties. Les autorités monétaires doivent davantage prendre en considération les boums des prix des actifs et du crédit. Les autorités budgétaires doivent veiller à ce que leur action respecte une discipline budgétaire à moyen terme et tende vers un équilibre de long terme. Et les instances de réglementation et de surveillance doivent adopter une perspective macroprudentielle, en se préoccupant au moins autant de la stabilité du système tout entier que de la viabilité de tel ou tel établissement. Le processus d'élaboration d'un cadre général, intégrant des objectifs précis et des outils effectivement applicables, n'en est encore – et c'est regrettable – qu'à ses débuts. Il reste que les suggestions formulées ici et ailleurs pourront utilement l'alimenter. Il faudra coordonner les travaux à l'échelon international. En particulier, les institutions dotées de compétences spécialisées dans ce domaine – dont les comités pertinents établis à Bâle et le Conseil de stabilité financière – devront prendre la tête des initiatives visant à établir un cadre opérationnel. Ce sera un travail long et complexe, mais nous n'avons pas le choix. Il faut agir.

Table des matières

Organisation, activités et résultats financiers	155
Organisation	155
<i>Unités et comités</i>	155
<i>Organisation de la BRI au 31 mars 2009</i>	156
<i>Gouvernance et gestion</i>	157
Banques centrales membres de la BRI	158
Conseil d'administration et Direction	159
<i>Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque</i>	160
Aspects institutionnels et administratifs	161
<i>Administration de la Banque</i>	161
Activités	165
Promotion de la coopération financière et monétaire internationale :	
contribution de la BRI	165
<i>Consultations régulières sur les questions monétaires et financières</i>	165
<i>Bureaux de représentation</i>	166
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	170
Promotion de la coopération financière et monétaire internationale :	
le processus de Bâle	171
Comités permanents accueillis par la BRI	172
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	172
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	177
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	178
<i>Comité des marchés</i>	179
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i>	179
Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large	180
<i>Groupe des Dix</i>	180
<i>Conseil de stabilité financière</i>	180
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	182
<i>Association internationale de protection des dépôts</i>	184
Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales	186
<i>Gouvernance des banques centrales</i>	186
<i>Recherche</i>	186
<i>Coopération dans le domaine statistique</i>	187
<i>Groupe des experts informaticiens des banques centrales</i>	189
<i>Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales</i>	190
<i>Audit interne</i>	190
Services financiers de la Banque	191
<i>Gamme des services financiers</i>	191
<i>Opérations financières en 2008/09</i>	192
<i>Graphique : Total du bilan et placements de la clientèle, par produit</i>	192
<i>Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)</i>	194
Résultats financiers et répartition du bénéfice	194
<i>Résultats financiers</i>	194
<i>Proposition de dividende</i>	197
<i>Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice</i>	197
<i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i>	198
 États financiers	 199
Bilan	200
Compte de profits et pertes	201

Tableau des flux de trésorerie	202
Évolution des fonds propres de la Banque	204
Proposition d'affectation du bénéfice	205
Évolution des réserves statutaires de la Banque	205
Conventions comptables	206
Notes annexes	212
1. <i>Introduction</i>	212
2. <i>Utilisation d'estimations</i>	212
3. <i>Encaisse et comptes à vue auprès des banques</i>	213
4. <i>Or et prêts d'or</i>	213
5. <i>Actifs en monnaies</i>	213
6. <i>Prêts et avances</i>	216
7. <i>Instruments dérivés</i>	216
8. <i>Créances à recouvrer</i>	217
9. <i>Immobilisations corporelles</i>	218
10. <i>Dépôts en monnaies</i>	219
11. <i>Dépôts en or</i>	220
12. <i>Titres donnés en pension</i>	220
13. <i>Engagements à payer</i>	220
14. <i>Autres passifs</i>	220
15. <i>Capital</i>	220
16. <i>Réserves statutaires</i>	221
17. <i>Actions détenues en propre</i>	221
18. <i>Autres comptes de fonds propres</i>	221
19. <i>Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi</i>	222
20. <i>Produits d'intérêts</i>	227
21. <i>Charges d'intérêts</i>	227
22. <i>Variation nette d'évaluation</i>	227
23. <i>Produit net d'honoraires et de commissions</i>	228
24. <i>Gain/(perte) de change net(te)</i>	228
25. <i>Charges d'exploitation</i>	228
26. <i>Gain/(perte) net(te) sur ventes de titres disponibles à la vente</i>	229
27. <i>Gain net sur ventes d'actifs de placement en or</i>	229
28. <i>Bénéfice par action</i>	229
29. <i>Trésorerie et quasi-trésorerie</i>	229
30. <i>Impôts</i>	229
31. <i>Cours de change</i>	229
32. <i>Éléments de hors-bilan</i>	230
33. <i>Engagements de crédit</i>	230
34. <i>Taux d'intérêt effectif</i>	231
35. <i>Analyse géographique</i>	232
36. <i>Parties liées</i>	232
37. <i>Passifs éventuels</i>	234
Adéquation des fonds propres	235
1. <i>Fonds propres</i>	235
2. <i>Fonds propres économiques</i>	235
3. <i>Actifs pondérés des risques et exigences minimales de fonds propres en application de Bâle II</i>	236
4. <i>Ratio des fonds propres de base</i>	237
Gestion des risques	238
1. <i>Risques auxquels la Banque est exposée</i>	238
2. <i>Gestion des risques : approche et organisation</i>	238
3. <i>Risque de crédit</i>	239
4. <i>Risque de marché</i>	248
5. <i>Risque de liquidité</i>	253
6. <i>Risque opérationnel</i>	256
 Rapport des commissaires-vérificateurs	 258
 Récapitulatif des cinq derniers exercices	 259

Organisation, activités et résultats financiers

Le présent chapitre décrit l'organisation de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), fait la synthèse de ses activités au cours de l'exercice 2008/09 et présente ses résultats financiers.

Organisation

La BRI a pour mission d'assister les banques centrales et les autorités financières chargées de veiller à la stabilité monétaire et financière, de favoriser la coopération internationale dans ce domaine et de faire office de banque des banques centrales. La BRI s'acquitte de cette mission en :

- facilitant les échanges de vues et les processus de prise de décision entre banques centrales ;
- apportant son soutien au dialogue avec les autres instances œuvrant à la stabilité financière ;
- menant des travaux de recherche sur les questions stratégiques auxquelles sont confrontées les banques centrales et autorités de surveillance du système financier ;
- agissant comme contrepartie d'excellente qualité pour les banques centrales dans leurs opérations financières ;
- intervenant comme agent ou mandataire (*trustee*) dans le cadre d'opérations financières internationales.

Outre son siège à Bâle (Suisse), la BRI dispose de bureaux de représentation à Hong-Kong, région administrative spéciale de la République populaire de Chine, et à Mexico. Au 31 mars 2009, la BRI employait 570 agents ressortissants de 53 pays.

Unités et comités

La BRI est constituée de trois grandes unités : le Département monétaire et économique, le Département bancaire et le Secrétariat général. S'y ajoutent le Service juridique, l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel, l'Audit interne et le Contrôle des risques ainsi que l'Institut pour la stabilité financière, qui a pour rôle de favoriser la diffusion des normes et bonnes pratiques auprès des superviseurs financiers du monde entier.

La BRI accueille les secrétariats de plusieurs groupes qui ont pour objet de promouvoir la stabilité financière. Quatre comités, qui déterminent leur ordre du jour et conduisent leurs activités avec une large autonomie, ont été créés ces quarante dernières années :

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire ;

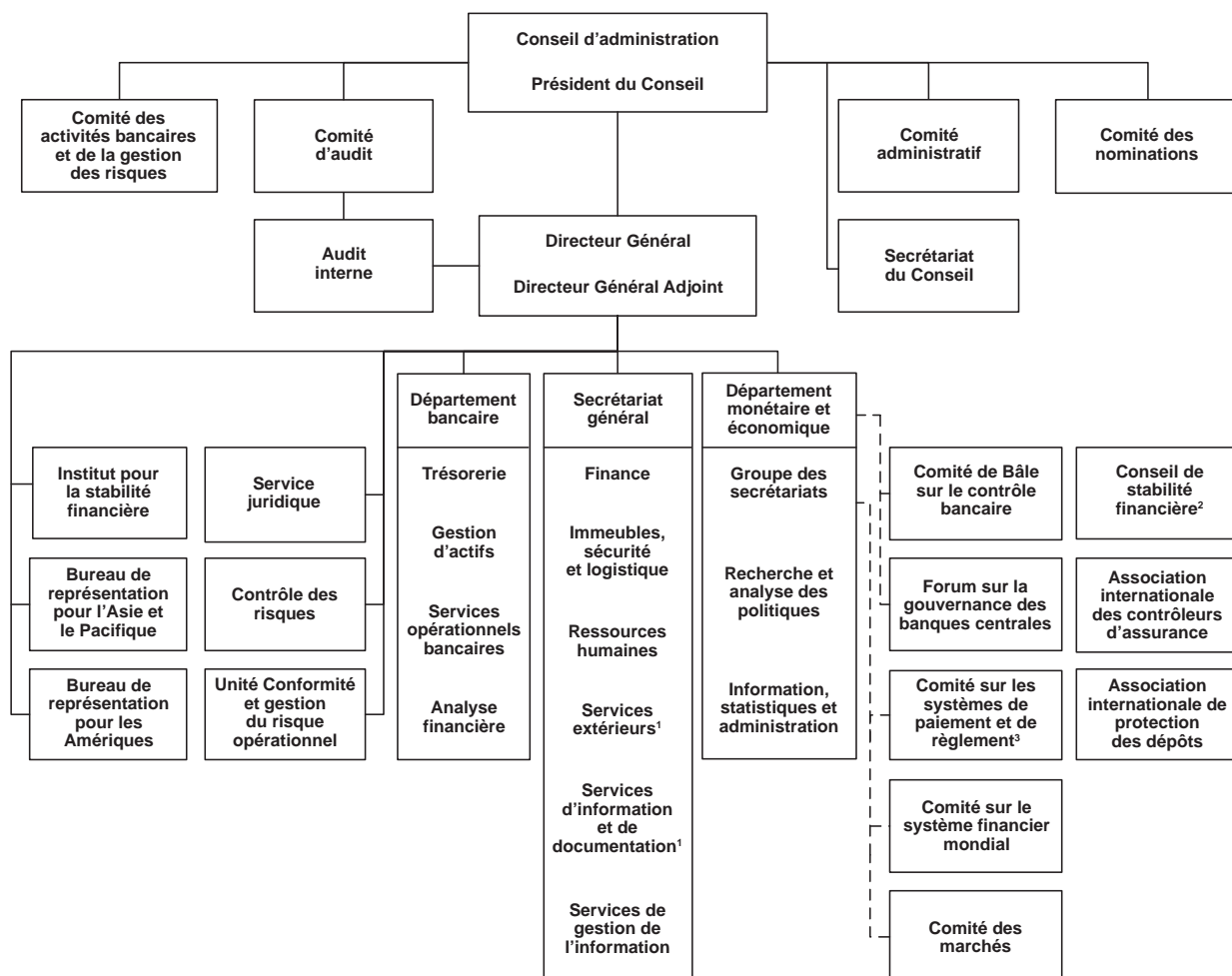
- Comité sur le système financier mondial ;
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement ;
- Comité des marchés.

Trois groupes dont les secrétariats sont accueillis par la Banque ne relèvent directement ni de la BRI ni de ses banques centrales membres :

- Association internationale des contrôleurs d'assurance ;
- Association internationale de protection des dépôts ;
- Conseil de stabilité financière (anciennement Forum sur la stabilité financière).

En outre, l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, administré par la communauté des banques centrales, opère sous les auspices de la BRI. La Banque apporte également son soutien aux travaux du Groupe de dissuasion de la contrefaçon.

Organisation de la BRI au 31 mars 2009



¹ Le 1^{er} avril 2009, les Services extérieurs sont devenus Services d'appui aux réunions, et les Services d'information et de documentation, Communication.

² Le 1^{er} avril 2009 également, le Forum sur la stabilité financière a été redéfini comme Conseil de stabilité financière.

³ Le secrétariat du CSPR est également en charge du Groupe de dissuasion de la contrefaçon.

Gouvernance et gestion

Trois grands niveaux décisionnels sont chargés de la gouvernance et de la gestion de la Banque :

- l'Assemblée générale des banques centrales membres ;
- le Conseil d'administration ;
- le Directeur Général.

L'*Assemblée générale* réunit 55 banques centrales ou autorités monétaires membres de la BRI, qui y disposent des droits de vote et de représentation. L'Assemblée générale ordinaire se tient dans les quatre mois suivant le 31 mars, date de clôture de l'exercice.

Le *Conseil d'administration*, composé de 19 membres, a pour principale responsabilité de déterminer les orientations stratégiques et politiques de la BRI et d'exercer sa haute surveillance sur la Direction. Il est assisté dans sa tâche par quatre sous-comités, dont les membres sont choisis parmi les administrateurs : Comité administratif, Comité d'audit, Comité des activités bancaires et de la gestion des risques et Comité des nominations.

Le *Directeur Général* est responsable devant le Conseil d'administration de la conduite de toutes les affaires importantes concernant la Banque. Il est assisté d'un comité exécutif qu'il préside et qui se compose aussi du Directeur Général Adjoint, des chefs de département et d'autres responsables de rang similaire nommés par le Conseil d'administration.

Banques centrales membres de la BRI¹

Banque de Réserve de l’Afrique du Sud	Banque centrale et Autorité des services financiers d’Irlande
Banque d’Algérie	Banque centrale d’Islande
Banque fédérale d’Allemagne	Banque d’Israël
Agence monétaire d’Arabie Saoudite	Banque d’Italie
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 Malaisie
Banque centrale du Brésil	Banque du Mexique
Banque nationale de Bulgarie	Banque centrale de Norvège
Banque du Canada	Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande
Banque centrale du Chili	Banque des Pays-Bas
Banque populaire de Chine	Banque centrale des Philippines
Banque de Corée	Banque nationale de Pologne
Banque nationale croate	Banque du Portugal
Banque nationale du Danemark	Banque nationale de Roumanie
Banque d’Espagne	Banque d’Angleterre
Banque d’Estonie	Banque centrale de la Fédération de Russie
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Autorité monétaire de Singapour
Banque centrale européenne	Banque nationale de Slovaquie
Banque de Finlande	Banque de Slovénie
Banque de France	Banque de Suède
Banque de Grèce	Banque nationale suisse
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque nationale tchèque
Banque centrale de Hongrie	Banque de Thaïlande
Banque de Réserve de l’Inde	Banque centrale de la République de Turquie
Banque d’Indonésie	

¹ Conformément à l’article 15 des Statuts, le capital de la Banque est détenu exclusivement par des banques centrales. Suite aux modifications constitutionnelles de février 2003 qui ont transformé la République fédérale de Yougoslavie en Union Serbie-Monténégro, et institué deux banques centrales distinctes, ainsi qu’à la déclaration d’indépendance, en mai 2006, par la République du Monténégro vis-à-vis de cette union, le statut juridique de l’émission yougoslave du capital de la Banque est en cours d’examen.

Conseil d'administration²

Guillermo Ortiz, Mexico
Président du Conseil d'administration

Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Vice-Président

Ben S. Bernanke, Washington
Mark Carney, Ottawa
Mario Draghi, Rome
William C. Dudley, New York
Stefan Ingves, Stockholm
Mervyn King, Londres
Jean-Pierre Landau, Paris
Christian Noyer, Paris
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurich
Masaaki Shirakawa, Tokyo
Jean-Claude Trichet, Francfort-sur-le-Main
Paul Tucker, Londres
Vicomte Alfons Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francfort-sur-le-Main
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Zhou Xiaochuan, Pékin

Suppléants

Paul Fisher ou Michael Cross, Londres
Pierre Jaillet ou Denis Beau, Paris
Donald L. Kohn ou D. Nathan Sheets, Washington
Hans-Helmut Kotz ou Wolfgang Mörke, Francfort-sur-le-Main
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Fabrizio Saccomanni ou Ignazio Visco, Rome

Comités du Conseil d'administration

Comité administratif, présidé par Hans Tietmeyer
Comité d'audit, présidé par Christian Noyer
Comité des activités bancaires et de la gestion des risques,
présidé par Stefan Ingves
Comité des nominations, présidé par Guillermo Ortiz

² Au 31 mai 2009.

Direction

Jaime Caruana	Directeur Général
Hervé Hannoun	Directeur Général Adjoint
Peter Dittus	Secrétaire Général, Chef de Département
Stephen G. Cecchetti	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Günter Pleines	Chef du Département bancaire
Daniel Lefort	Directeur juridique
Már Gudmundsson	Chef Adjoint du Département monétaire et économique
Jim Etherington	Secrétaire Général Adjoint
Louis de Montpellier	Chef Adjoint du Département bancaire
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque

Lors de sa séance de janvier 2009, le Conseil a élu Guillermo Ortiz, Gouverneur de la Banque du Mexique, Président du Conseil d'administration, pour une période de trois ans à compter du 1^{er} mars 2009. M. Ortiz succède à Jean-Pierre Roth, Président du Directoire de la Banque nationale suisse.

Par lettre en date du 17 octobre 2008, Axel A. Weber, Président de la Banque fédérale d'Allemagne, a reconduit Hans Tietmeyer dans ses fonctions d'administrateur pour une période de deux ans (du 1^{er} janvier 2009 au 31 décembre 2010). Lors de sa séance de novembre 2008, le Conseil a réélu Hans Tietmeyer Vice-Président du Conseil d'administration pour la même période.

Fabrizio Saccomanni, Directeur Général de la Banque d'Italie, a quitté le Conseil d'administration à la fin de son mandat, le 22 décembre 2008.

Le 26 janvier 2009, Timothy F. Geithner s'est démis de ses fonctions de Président de la Banque de Réserve fédérale de New York, laissant ainsi vacant son siège au Conseil d'administration de la BRI. Par lettre en date du 2 février 2009, Ben S. Bernanke, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a nommé William C. Dudley administrateur pour la période non écoulée du mandat de M. Geithner, soit jusqu'au 12 septembre 2009.

Lors de sa séance de mars 2009, le Conseil a pris note de la reconduction par Guy Quaden, Gouverneur de la Banque nationale de Belgique, du Vicomte Verplaetse, Gouverneur honoraire de la Banque nationale de Belgique, dans ses fonctions d'administrateur pour une période de 10 mois, soit jusqu'au 31 décembre 2009.

C'est avec un profond regret que le Conseil a appris la disparition de Lord George of St Tudy, le 18 avril 2009, à l'âge de 70 ans. Lord George a siégé au

Conseil d'administration de la BRI en qualité de Gouverneur de la Banque d'Angleterre, entre 1993 et 2003, puis comme administrateur nommé à partir de cette date et jusqu'à son décès.

Par lettre en date du 23 avril 2009, Mervyn King, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a nommé administrateur Paul Tucker, Sous-Gouverneur de la Banque d'Angleterre, pour la durée non écoulée du mandat de Lord George, jusqu'au 6 mai 2011.

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Baron Jean Godeaux, Gouverneur honoraire de la Banque nationale de Belgique, survenu le 27 avril 2009, à l'âge de 86 ans. Administrateur de 1982 à 1990, le Baron Godeaux a exercé les fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque entre 1985 et 1987.

Le Conseil a également accueilli avec une grande tristesse le décès de Masaru Hayami, ancien gouverneur de la Banque du Japon, le 16 mai 2009, à l'âge de 84 ans. M. Hayami a siégé au Conseil d'administration de 1998 à 2003.

Quelques faits nouveaux sont également à signaler concernant la Direction de la Banque. À la démission de Malcolm D. Knight, le 30 septembre 2008, Hervé Hannoun a exercé les responsabilités de Directeur Général avec le titre de Directeur Général intérimaire, jusqu'à la prise de fonctions d'un nouveau titulaire. Jaime Caruana a été nommé Directeur Général de la Banque pour une période de cinq ans à compter du 1^{er} avril 2009.

Lors de sa séance de mars 2009, le Conseil a reconduit Peter Dittus dans ses fonctions de Secrétaire Général pour une période de cinq ans à compter du 1^{er} janvier 2010.

Daniel Lefort, Directeur juridique de la BRI, partira en retraite le 30 septembre 2009. À sa séance de mai 2009, le Conseil a nommé Diego Devos pour lui succéder à ce poste, pour une période de cinq ans commençant le 1^{er} octobre 2009.

Lors de la même séance, le Conseil a reconduit Günter Pleines dans ses fonctions de Chef du Département bancaire pour une période de trois ans et un mois à compter du 1^{er} avril 2010.

Aspects institutionnels et administratifs

Administration de la Banque

Politique budgétaire

Le processus d'élaboration du budget des dépenses de la Banque commence environ six mois avant le début de l'exercice, avec la définition, par la Direction, des grandes orientations et du cadre financier. Dans ce contexte, chaque unité opérationnelle précise ses projets et les besoins en ressources correspondants. Le cadrage de ces programmes d'activité détaillés avec les objectifs et les ressources disponibles aboutit à l'élaboration d'un budget financier provisoire. Celui-ci doit être approuvé par le Conseil avant le début de l'exercice.

Lors de l'établissement du budget, une distinction est faite entre frais d'administration et dépenses d'investissement. Comme dans d'autres organisations comparables, les charges au titre de la Direction et du personnel (rémunérations, pensions et assurance maladie et accidents) s'élèvent à quelque 70 % des frais d'administration. Les autres grands postes, qui en représentent chacun environ 10 %, sont l'informatique, les télécommunications et les immobilisations corporelles. Les dépenses d'investissement, qui concernent principalement les immobilisations corporelles et l'équipement informatique, peuvent varier notablement d'un exercice à l'autre. Le règlement de la plupart des dépenses administratives et d'investissement de la Banque s'opère en francs suisses.

Pour l'exercice 2008/09, les frais d'administration avant amortissement se sont établis à 237,9 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 4,6 % au budget de 247,9 millions de francs suisses³, et les dépenses d'investissement, 22,1 millions de francs suisses, ont été inférieures de 2,9 millions au budget. La sous-utilisation des crédits d'administration s'explique essentiellement par le fait que les effectifs sont restés en deçà de la référence budgétaire, en raison de délais de recrutement sur les postes vacants, mais aussi par des dépenses moindres au titre du centre informatique et d'autres postes d'informatique et de télécommunications.

Les dépenses administratives et d'investissement de 2008/09 ont traduit les priorités assignées au budget, surtout la poursuite du renforcement de la résilience de la BRI et de sa capacité à faire face à toute évolution non prévue. Les actions suivantes ont ainsi été entreprises.

- Étant donné les turbulences financières apparues en août 2007, le budget a prévu la création de plusieurs postes au Département bancaire, au Forum pour la stabilité financière (maintenant Conseil de stabilité financière) ainsi que dans l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel. Cela a entraîné une réaffectation de ressources après réduction des effectifs du Secrétariat général, notamment sous forme d'externalisation de certaines activités informatiques.
- Le deuxième centre informatique de la Banque a été transféré vers un site éloigné, afin de mieux garantir la continuité d'exploitation et de service à la clientèle en cas de perturbation majeure affectant Bâle.

Durant l'exercice, la Banque a orienté son activité de façon à affronter les défis posés par l'intensification de la crise financière mondiale, et elle a réalloué des ressources pour maîtriser la charge de travail correspondante. Les mesures suivantes ont été prises, dans le cadre budgétaire défini.

- Le Département monétaire et économique a adapté ses programmes de travail et ses ressources, dans son soutien aux comités accueillis à la BRI et dans ses activités de recherche, pour se concentrer sur les questions de stabilité financière placées au premier plan par la crise.

³ La comptabilité budgétaire de la Banque est fondée sur les flux de trésorerie ; elle exclut certains ajustements de comptabilité financière – principalement au titre des obligations découlant du régime de retraite – opérés en fonction de l'évolution des marchés financiers et des paramètres actuariels. Ces facteurs additionnels sont incorporés sous Charges d'exploitation, au compte de profits et pertes (voir la section Résultats financiers et répartition du bénéfice).

- Le Département bancaire ainsi que les unités Contrôle des risques et Finance ont, pour atténuer les risques financiers de la Banque, décidé de : réduire le risque de crédit (en privilégiant les actifs souverains et quasi-souverains) ; raccourcir la durée des instruments financiers (des deux côtés du bilan) ; prendre diverses mesures destinées à protéger le passif de la Banque. De ce fait, et sous l'effet de la volatilité résultant des perturbations sur les marchés financiers, la charge de travail des unités opérationnelles s'est trouvée accrue, et des ressources supplémentaires y ont été affectées.

Par ailleurs, afin de répondre aux besoins des actionnaires de la Banque, les efforts se sont poursuivis dans le cadre d'initiatives visant à :

- étendre les services de la BRI afin d'approfondir les relations avec les actionnaires dans la zone Asie-Pacifique, en poursuivant le programme de recherche sur la région ;
- créer un Comité consultatif Amériques ;
- mener à terme le projet pluriannuel pour l'amélioration des salles de réunions et le renforcement de la sécurité à Bâle.

En mars 2009, le Conseil d'administration a approuvé une augmentation de 4,0 %, à 259,2 millions de francs suisses, du budget pour l'exercice 2009/10. Les dépenses d'investissement seront en baisse de 3,1 millions de francs suisses, à 21,9 millions. La grande priorité budgétaire, pour 2009/10, est de renforcer la réaction de la Banque face à la crise financière mondiale.

- Les ressources consacrées aux questions de stabilité financière seront augmentées par la création de postes supplémentaires au Conseil de stabilité financière, au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et au Comité sur le système financier mondial, pour étoffer leurs moyens face à l'accroissement de leurs responsabilités et de leur charge de travail.
- Affronter les répercussions de la crise financière sur les activités bancaires continuera d'être la priorité majeure du Département bancaire ainsi que des trois unités Contrôle des risques, Finance, Conformité et Gestion du risque opérationnel. Les activités bancaires veilleront à contrôler la taille du bilan et à renforcer la gestion des opérations, à travers des initiatives visant à mettre en œuvre une gestion intégrée des risques et à améliorer la comptabilité de gestion.

En outre, le budget 2009/10 prévoit un développement supplémentaire de la dimension mondiale de la BRI, par un soutien au Comité consultatif Amériques et par la création d'une unité de recherche économique permanente au Bureau d'Asie, après l'achèvement, en septembre 2009, du programme de recherche Asie. De plus, le restaurant des visiteurs, ouvert il y a plus de 30 ans dans le bâtiment de la Tour, à Bâle, sera rénové.

Politique de rémunération

Les postes des agents de la BRI sont classés par catégories sur la base de plusieurs critères objectifs, notamment qualifications, expérience et responsabilités. À chaque catégorie correspond une bande de rémunération. Tous les trois ans, une enquête approfondie est menée afin de comparer la grille des traitements de la BRI avec celle d'institutions et de segments de

marché similaires. De manière à attirer des personnes hautement qualifiées, la Banque se réfère à la moitié supérieure des salaires du marché. L'analyse tient compte des différences de régime fiscal applicable au traitement des agents des institutions considérées. La dernière enquête a été réalisée au second semestre 2007, sur des données de référence recueillies pour rendre compte du marché au 1^{er} juillet 2007. Au 1^{er} juillet 2008, les points médians des bandes de rémunération de la Banque ont été alignés sur les salaires de référence, en tenant compte de l'évolution estimée des salaires sur les marchés extérieurs pendant la période intermédiaire. Ce dernier ajustement, qui a été fait en fonction du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes réels, dans les pays industrialisés, a été de 2,0 %. À l'intérieur de chaque bande, l'évolution du traitement d'un agent est fondée sur la performance.

Les agents de la BRI bénéficient, par l'intermédiaire de la Banque, d'une assurance maladie et accidents contributive ainsi que d'un régime de retraite contributif à prestations déterminées. Ont en outre droit à une indemnité d'expatriation les agents travaillant au siège – membres de la Direction compris – qui n'ont pas la nationalité suisse et qui n'ont pas été recrutés localement. Cette indemnité représente actuellement 14 % (agents célibataires) ou 18 % (agents mariés) du traitement annuel, dans les limites d'un plafond. Les agents bénéficiant de cette indemnité d'expatriation ont également droit à une indemnité de scolarité pour leurs enfants, sous réserve de certaines conditions⁴. S'agissant des bureaux de représentation, une distinction est faite entre les agents détachés du siège et ceux recrutés sur place. Les conditions d'emploi des premiers sont établies conformément à la politique de la Banque relative aux affectations temporaires à l'étranger. Pour le personnel embauché directement dans un bureau de représentation, les conditions sont alignées sur celles du marché local ; ces agents bénéficient de la même assurance maladie et du même système de retraite que les agents recrutés pour travailler au siège de la Banque.

Les traitements des membres de la Direction de la Banque sont réexaminés périodiquement et comparés avec la rémunération offerte, pour des niveaux équivalents, dans des institutions et segments de marché similaires. Comme pour les autres agents, l'enquête la plus récente sur la rémunération des postes de haut niveau a été réalisée au second semestre 2007. Ses conclusions ont confirmé que la pratique suivie actuellement, qui consiste à ajuster chaque année les traitements des membres de la Direction en fonction du taux d'inflation en Suisse, est adéquate.

⁴ Certains agents, engagés par la Banque avant 1997, reçoivent une indemnité d'expatriation de 25 %, mais ne peuvent prétendre à l'indemnité de scolarité.

Au 1^{er} juillet 2008, la rémunération annuelle des hauts responsables, hors indemnité d'expatriation, s'établissait ainsi :

- Directeur Général⁵ 739 400 francs suisses
- Directeur Général Adjoint 625 650 francs suisses
- Chef de département 568 770 francs suisses

La rémunération des membres du Conseil d'administration est approuvée par l'Assemblée générale. Des ajustements sont effectués tous les trois ans. La rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration se chiffrait à 1 049 520 francs suisses au 1^{er} avril 2009. En outre, 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 973 788 francs suisses.

Activités

Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI

Consultations régulières sur les questions monétaires et financières

Tous les deux mois, les gouverneurs et autres hauts responsables des banques centrales membres de la BRI se réunissent afin d'examiner les évolutions récentes et les perspectives de l'économie mondiale et des marchés financiers, ainsi que pour échanger points de vue et expérience sur des sujets d'actualité les concernant. Ces réunions bimestrielles, qui se tiennent d'ordinaire à Bâle, sont, pour la BRI, un moyen privilégié de promouvoir la coopération au sein de la communauté des banques centrales. La réunion de novembre 2008 a été accueillie, à São Paulo, par la Banque centrale du Brésil.

Font notamment partie de ces rencontres bimestrielles la Réunion sur l'économie mondiale et la Réunion de tous les gouverneurs. La première offre à une trentaine de gouverneurs de grandes économies industrialisées et émergentes l'occasion de se rencontrer pour faire le point sur les développements économiques et financiers récents, et pour recenser les perspectives favorables et défavorables inhérentes à la situation économique, notamment sur les marchés financiers.

La Réunion de tous les gouverneurs, à laquelle sont conviés les gouverneurs des banques centrales membres, est l'occasion d'aborder certaines questions les intéressant tous. En 2008/09, les thèmes suivants ont été évoqués :

- procyclicité du système financier ;
- leçons de la crise bancaire mondiale ;

⁵ Le Directeur Général bénéficie également d'une indemnité de représentation et d'un régime de pension particulier.

- problèmes de liquidité en devises, perturbation des marchés des swaps cambistes et mesures prises par les banques centrales ;
- taux d'intérêt du marché monétaire et objectifs concrets de la politique monétaire ;
- apports de liquidité par les banques centrales : leçons des turbulences.

La Réunion de tous les gouverneurs est aussi un moyen de faire le point sur les activités des différents comités et groupes spécialisés ayant leur secrétariat à la BRI, activités auxquelles ne participent pas toutes les banques centrales membres de la BRI. En 2008/09, les gouverneurs ont ainsi examiné les initiatives du Comité de Bâle en réponse à la crise financière.

D'autres réunions se tiennent aussi à l'occasion des rencontres bimestrielles : la Réunion des gouverneurs des pays du G 10 et la Réunion des grandes économies émergentes, au cours desquelles sont abordées des questions intéressant plus spécifiquement ces deux groupes d'économies. Les gouverneurs qui sont membres du Groupe de gouvernance se rencontrent périodiquement, eux aussi.

Sur les questions de stabilité financière, les gouverneurs se réunissent avec les responsables des instances prudentielles et des autres autorités financières ainsi qu'avec des personnalités du secteur financier privé. En particulier, la Banque tient périodiquement des réunions conjointes des gouverneurs de banque centrale et des responsables des instances prudentielles ; en 2008/09, ce groupe a examiné notamment les améliorations à apporter au dispositif de Bâle II et les domaines particuliers où la résilience du système financier pourrait être renforcée.

La BRI organise régulièrement des rencontres informelles entre représentants des secteurs public et privé, mettant l'accent sur leur intérêt commun à promouvoir la solidité et le bon fonctionnement du système financier international. La BRI organise, en outre, à l'intention des hauts responsables de banques centrales, des réunions régulières ou ponctuelles auxquelles sont souvent invités à participer des représentants d'autres autorités financières, du secteur financier privé ou du monde universitaire.

D'autres réunions s'adressant à de hauts responsables de banques centrales ont lieu moins fréquemment, notamment :

- réunions des groupes de travail sur la politique monétaire, qui se tiennent à Bâle ou, à leur invitation, dans différentes banques centrales d'Amérique latine, d'Asie ou d'Europe centrale et orientale ;
- réunion des sous-gouverneurs des économies émergentes ; elle était consacrée, cette année, à la politique monétaire et à la mesure de l'inflation : prix, salaires et anticipations.

Bureaux de représentation

Les bureaux de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) et pour les Amériques (Bureau des Amériques) ont pour mission, au sein de leur région, de renforcer les relations entre la BRI et les banques centrales et les superviseurs du secteur financier, et de favoriser leur coopération. Leurs principales tâches consistent à organiser des réunions, à encourager l'échange

d'information et de données, et à contribuer aux travaux de recherche financière et économique de la Banque. Les bureaux participent à l'offre des services bancaires de la BRI par des visites périodiques aux responsables de la gestion des réserves des banques centrales et en organisant des rencontres avec les experts techniques et les hauts responsables.

Asie-Pacifique

Au cours de l'année écoulée, la BRI a répondu aux besoins des actionnaires de la région Asie-Pacifique en organisant des réunions de haut niveau et en menant des travaux de recherche sur des questions liées aux turbulences persistantes sur les marchés financiers. Mobilisant les ressources du programme de recherche Asie, le Bureau d'Asie a organisé huit événements, conjointement avec une banque centrale actionnaire ou un groupe régional de banques centrales :

- forum EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks)-BRI sur les marchés des changes, organisé en collaboration avec la Banque du Japon, à Yokohama en juillet 2008 ;
- séminaire des banques centrales sur la microstructure des marchés financiers, organisé en collaboration avec le Hong Kong Institute for Monetary Research à Hong-Kong RAS en septembre 2008 ;
- séminaire de haut niveau Banque de Réserve de l'Inde-BRI sur les leçons de la crise financière, tenu à Hyderabad en décembre 2008 ;
- forum EMEAP-BRI sur les marchés des changes, organisé en collaboration avec la Banque du Japon, à Tokyo en décembre 2008 ;
- séminaire SEACEN (South East Asian Central Banks)-BRI sur les chocs mondiaux et la stabilité économique, à l'intention de dirigeants de banques centrales, organisé en collaboration avec la Banque d'Indonésie, à Yogyakarta en janvier 2009 ;
- Conférence Hong Kong Institute for Monetary Research-BRI sur les marchés immobiliers et la finance, tenue à Hong-Kong RAS en janvier 2009 ;
- séminaire de haut niveau Banque de Corée-BRI sur l'internationalisation de la monnaie : leçons de la crise financière, tenu à Séoul en mars 2009.

En novembre 2008, l'Institut pour la stabilité financière (ISF) et le groupe de travail EMEAP sur le contrôle bancaire ont organisé leur réunion annuelle en Asie. Accueillie par la Banque populaire de Chine, à Pékin, celle-ci a porté sur le rôle du secteur bancaire et du contrôle bancaire en matière de stabilité financière. En outre, l'ISF a organisé dix séminaires à l'intention des superviseurs du secteur financier dans la région Asie, axés, pour la plupart, sur des thèmes et questions ayant trait à la crise financière actuelle.

Activités bancaires et Fonds obligataire Asie

La salle des opérations du Bureau d'Asie a continué de s'efforcer de répondre aux besoins de la clientèle tout au long de la crise financière. Les banques centrales de la région ont fait preuve d'une prudence constante dans la gestion de leur portefeuille de réserves dans ce contexte de tensions.

La BRI a continué, en qualité d'administrateur, à aider à l'introduction en bourse des fonds de placement composant le second Fonds obligataire Asie

(ABF2) de l'EMEAP. Onze banques centrales ont fourni le capital de lancement, en prélevant sur leurs réserves internationales pour acquérir des parts de ces fonds, investis en obligations en monnaies locales émises par des emprunteurs souverains et quasi souverains de huit économies de l'EMEAP. Fin mars 2009, l'actif des fonds composant ABF2 avoisinait \$2,86 milliards, contre \$3,3 milliards un an auparavant. Dans le même temps, les investissements du secteur privé ont diminué, revenant de \$765 millions à \$427 millions, et la part des banques centrales est, quant à elle, passée de \$2,5 milliards à \$2,43 milliards.

Le quatrième rééquilibrage annuel d'ABF2 a eu lieu durant les deux derniers mois de 2008.

Les négociations avancent pour résoudre les grandes questions en suspens relatives à la création d'un China fund (l'une des huit composantes-pays d'ABF2), de sorte qu'un fonds de placement à capital variable pourrait être lancé en Chine au cours des prochains mois. La BRI a offert son assistance au gestionnaire du fonds, comme le groupe de travail EMEAP l'avait suggéré.

Comité consultatif Asie et Réunion spéciale des gouverneurs d'Asie

Le Comité consultatif Asie (CCAs), actuellement présidé par Zeti Akhtar Aziz, Gouverneure de la Banque centrale de Malaisie, est un trait d'union entre les gouverneurs des banques centrales actionnaires de la BRI dans la région Asie-Pacifique, d'une part, et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI, d'autre part. Lors des deux réunions du CCAs tenues durant l'exercice, les gouverneurs ont centré leurs discussions sur les rencontres à organiser et les recherches à entreprendre dans le cadre du programme de trois ans (*infra*). Les gouverneurs ont fait part de leurs points de vue sur ces questions au Conseil d'administration et à la Direction de la BRI, en donnant la priorité aux travaux liés aux questions stratégiques soulevées par les turbulences financières mondiales.

En février, la BRI a organisé une nouvelle réunion spéciale des gouverneurs d'Asie-Pacifique, à laquelle ont participé également des banques centrales tierces. Accueillie, cette année, à Kuala Lumpur, par la Banque centrale de Malaisie, la rencontre a porté sur les derniers développements économiques et financiers et les leçons de la crise financière mondiale pour la stabilité en Asie-Pacifique.

Programme de recherche Asie

Le programme de recherche sur trois ans est entré dans sa phase finale, son achèvement étant programmé pour août 2009. Les développements observés en Asie-Pacifique ont obligé à attacher une grande importance aux conséquences régionales de la crise financière internationale. On enregistre de nouveaux progrès sur une série de projets destinés à aider les autorités régionales à améliorer leur politique et leurs opérations monétaires, à développer leurs marchés financiers, à maintenir la stabilité financière et à renforcer leur politique prudentielle.

D'ici au terme du programme, ce type de collaboration sur des sujets intéressant les banques centrales et les superviseurs de la région aura été

mené avec pratiquement toutes les banques centrales d'Asie-Pacifique membres de la BRI, ainsi qu'avec les groupes régionaux de banques centrales. Ces travaux non seulement ont fourni la matière de nombreuses réunions avec les banques centrales régionales, mais encore ont donné lieu à des publications dans des revues spécialisées ou dans le *Rapport trimestriel BRI*. À la demande des gouverneurs du CCAs, les économistes ayant participé au programme de recherche Asie ont également rédigé des notes sur des questions de stratégie spécifiques. Deux réseaux de recherche organisés à l'échelle régionale dans le cadre du programme de recherche ont tenu leur deuxième atelier annuel en janvier. Le succès du programme sur trois ans a abouti à la décision de renforcer, à titre plus permanent, la présence de la recherche dans la région.

Amériques

Dans le contexte des turbulences financières qui ont touché les principaux pays développés, le Bureau des Amériques a axé ses travaux sur le suivi étroit de développements qui pourraient être sources de vulnérabilités pour la région – en particulier les répercussions sur les économies d'Amérique latine et des Caraïbes.

Comme ces dernières années, l'action de la BRI dans la région a visé à servir les banques centrales actionnaires, mais aussi à établir des contacts, en organisant des manifestations avec des banques centrales non membres, les autorités de réglementation et le monde universitaire, ce qui a donné lieu à plusieurs publications. Parmi les activités, il convient de noter l'organisation d'une conférence-débat avec les gouverneurs des banques centrales de la région ainsi que plusieurs ateliers parallèles lors de la rencontre annuelle de l'Association d'économie de l'Amérique latine et des Caraïbes qui s'est tenue au Brésil. Le Bureau a, en outre, organisé la deuxième réunion BRI des responsables de l'audit interne, en collaboration avec la Banque centrale du Chili, accueilli une rencontre régionale des directeurs juridiques de banques centrales, à Mexico, et contribué aux réunions BRI accueillies par des banques centrales de la région, comme celle du Groupe de travail sur la politique monétaire en Amérique latine, accueillie par la Banque centrale de Colombie.

Le Bureau des Amériques a, par ailleurs, appuyé les manifestations de l'ISF et un séminaire BRI sur le thème « Stabilité monétaire : analyse et données », organisé conjointement avec le Centre d'études monétaires pour l'Amérique latine. Le Bureau a participé aux travaux de recherche et dépêche des intervenants à des manifestations organisées par la Banque centrale du Brésil, la Banque du Canada et la Banque centrale de Réserve du Pérou, ainsi que par le Centre des Caraïbes pour la monnaie et la finance, l'Association of Supervisors of Banks of the Americas, le Fonds latino-américain de Réserves, l'Association internationale de protection des dépôts, le Fonds monétaire international et les Nations Unies.

Comité consultatif Amériques (CCAm)

En mai 2008, la Banque a créé le Comité consultatif Amériques (CCAm) auprès du Conseil d'administration. Le CCAm, actuellement présidé par Martín

Redrado, Gouverneur de la Banque centrale de la République argentine, est constitué des gouverneurs des banques centrales de la région membres de la BRI. Le CCAm est un lien de communication directe entre les banques centrales membres dans la région Amériques, d'une part, et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI, d'autre part, sur des questions intéressant la communauté des banques centrales de la région. Le Bureau des Amériques fournit des services de secrétariat au CCAm.

Le CCAm s'est réuni pour la première fois à l'occasion de l'Assemblée générale de la BRI, en juin 2008, et s'est réuni par deux fois depuis. Ses membres sont tenus régulièrement informés des travaux de la BRI et du Bureau des Amériques dans la région et sont invités à faire part de leurs observations sur les travaux en cours.

Institut pour la stabilité financière

L'Institut pour la stabilité financière (ISF) a pour mandat d'aider les autorités prudentielles du secteur financier à travers le monde à renforcer la surveillance de leur système financier afin de promouvoir la stabilité financière. L'ISF diffuse normes et bonnes pratiques, essentiellement auprès des superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance. Les travaux de l'ISF bénéficient du fait que la BRI accueille dans ses locaux les régulateurs internationaux chargés des activités bancaires et des entreprises d'assurance. Les synergies et consultations favorisées par cette étroite proximité constituent ce qu'il est convenu d'appeler le « processus de Bâle » (*infra*).

Réunions, séminaires et conférences

Le premier volet des activités de l'ISF existe de longue date. Il comprend des séries de séminaires, de conférences et de réunions de haut niveau, qui ont lieu à Bâle mais aussi dans le monde entier. En 2008, l'Institut a organisé 50 événements. S'ils ont continué à porter sur un large éventail de thèmes en rapport avec le secteur financier, l'accent a, toutefois, été mis sur des questions directement liées à la stabilité financière. Plus de 1 850 représentants de banques centrales et d'autorités de surveillance de l'assurance et du secteur bancaire y ont participé. L'ISF a, en outre, poursuivi ses réunions de haut niveau à l'intention des sous-gouverneurs et des responsables d'autorités de contrôle. Ces réunions, qui se sont tenues en Afrique, en Amérique latine, en Asie et au Moyen-Orient, ont en particulier porté sur la crise financière ainsi que sur la mise en œuvre de Bâle II et sur d'autres grandes questions prudentielles.

FSI Connect

FSI Connect, outil d'information et de formation en ligne destiné aux autorités prudentielles du secteur financier, constitue le second volet des activités de l'ISF. Cet outil, qui s'adresse à des superviseurs de tout niveau d'expérience et de compétence, propose actuellement plus de 160 modules sur une grande diversité de sujets. Plus de 170 banques centrales et autorités prudentielles sont actuellement abonnées à FSI Connect, soit quelque 8 000 utilisateurs.

En 2008, avec le soutien de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, la Direction de la BRI a approuvé une deuxième phase de développement axée sur la supervision du secteur de l'assurance. Les années à venir verront donc le développement d'environ 25 modules consacrés aux risques liés à l'assurance ainsi qu'aux questions prudentielles et techniques de surveillance qui leur sont liées. En outre, courant 2009, avec l'appui de l'Association internationale de protection des dépôts, l'ISF ajoutera à FSI Connect plusieurs modules ayant trait à ce domaine. Ces deux initiatives renforceront l'action de la BRI en faveur de la stabilité du secteur financier.

Autres actions

En 2008, l'ISF a mis à jour ses enquêtes, réalisées en 2004 et 2006, sur l'application de Bâle II dans les pays non membres du Comité de Bâle. Confirmant les résultats précédents, l'enquête de 2008 auprès de 101 participants indique que Bâle II sera mis en œuvre par une immense majorité d'entre eux. Cette mise en œuvre devrait intervenir avant la fin de 2008 dans près de 90 juridictions, pays du Comité de Bâle compris. Une différence à noter par rapport aux deux enquêtes précédentes est le nombre accru de pays qui permettent à leurs banques d'appliquer les approches plus avancées pour le risque de crédit et le risque opérationnel.

FSI : www.bis.org/fsi

Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : le processus de Bâle

La coopération entre les comités et les régulateurs internationaux accueillis à la BRI, à Bâle, constitue l'un des aspects majeurs de la contribution apportée par la BRI à la promotion de la stabilité financière et monétaire internationale. Cette approche, de plus en plus connue comme le « processus de Bâle », repose sur quatre composantes.

- Premièrement, la BRI sert de lieu d'accueil et fournit des ressources humaines et financières à divers comités dont les mandats couvrent les éléments essentiels de la stabilité financière. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire supervise les établissements individuels ; le Comité sur le système financier mondial suit les questions de stabilité macrofinancière ; le Comité des marchés examine le fonctionnement des marchés financiers ; le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement surveille les infrastructures de paiement. La BRI héberge, en outre, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance et l'Association internationale de protection des dépôts. De surcroît, les comités accueillis à Bâle contribuent, pour la plupart, aux travaux du Conseil de stabilité financière, dont le secrétariat est également établi à la BRI. D'importantes synergies résultent de cette proximité physique et de l'échange d'idées qu'elle autorise.
- Deuxièmement, la modularité de ces groupes et l'échange d'information ouvert qu'ils autorisent à un haut niveau renforcent la coordination de leurs travaux en faveur de la stabilité financière et concourent à éviter

chevauchements et lacunes dans leurs programmes de travail. Mais l'audience de ces groupes est sans commune mesure avec leur taille relativement limitée, car ils ont la possibilité d'exploiter toute l'expertise de la communauté internationale des banquiers centraux et des régulateurs et superviseurs financiers.

- Troisièmement, les travaux des comités accueillis à Bâle sont nourris de la recherche économique menée à la BRI, mais aussi de son expérience bancaire, acquise à travers les activités du Département bancaire, qui entretient des relations d'affaires avec les intervenants du marché, et à travers l'application des normes réglementaires et des contrôles financiers dans la conduite des opérations bancaires.
- Et enfin, la diffusion des travaux des régulateurs internationaux est facilitée par l'ISF.

Suit maintenant le résumé des activités de ces comités et régulateurs internationaux durant l'exercice écoulé.

Comités permanents accueillis par la BRI

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), présidé par Nout Wellink, Président de la Banque des Pays-Bas, a pour but d'améliorer la compréhension des questions prudentielles et la qualité de la surveillance bancaire dans le monde. Il permet aux autorités prudentielles d'entretenir un dialogue, qui inclut notamment l'échange d'information sur les pratiques prudentielles nationales, le renforcement de l'efficacité des techniques de surveillance de l'activité bancaire internationale et la détermination de normes prudentielles minimales dans les domaines où elles sont jugées souhaitables.

Réactions à la crise financière

Sur la base de son évaluation des faiblesses révélées par la crise concernant le contrôle bancaire, la réglementation et la gestion des risques, le Comité de Bâle a mis au point une stratégie globale visant à en tirer les leçons dans ces domaines. Il a, au besoin en adaptant son programme, engagé des travaux sur divers sujets liés à la surveillance prudentielle et à la gestion des risques, comme, par exemple, le risque de liquidité, les simulations de crise et les pratiques des banques en matière de valorisation. Les turbulences de marché ont également permis de tirer d'importants enseignements qui ont aidé le Comité à renforcer le dispositif de Bâle II et d'autres éléments des règles relatives à l'adéquation des fonds propres. Prises ensemble, ces initiatives constituent un élément essentiel des efforts déployés dans le monde pour accroître la résilience du système bancaire et, plus largement, du système financier.

Renforcement de l'adéquation des fonds propres

La crise a démontré qu'une assise financière solide était nécessaire à la stabilité du secteur bancaire. Les travaux du Comité sur l'adéquation des fonds

propres ont pour but de renforcer le niveau et la qualité des fonds propres du système bancaire, afin d'accroître la résilience des banques face à de futurs épisodes de tensions économiques et financières, et d'affermir la confiance dans le système bancaire mondial. Ces travaux consistent à déterminer les façons d'atténuer la procyclicité, par exemple en favorisant la détention d'un volant de fonds propres, au-delà du minimum réglementaire, que les banques pourraient mobiliser en période de tensions. Par ailleurs, ces efforts appuient les initiatives et recommandations formulées par le Conseil de stabilité financière et les dirigeants des pays du G 20.

Bâle II

Face aux événements sur les marchés, le Comité a entrepris, en 2008, de passer en revue le dispositif de Bâle II afin de voir quels aspects pourraient en être renforcés. Sur la base de cet examen, le Comité a publié, en janvier 2009, un ensemble de documents aux fins de consultation.

Les propositions, auxquelles le Comité compte donner une forme définitive courant 2009, permettront de mieux tenir compte des risques présents dans les portefeuilles des banques (et liés aux activités de négociation, aux opérations de titrisation et aux expositions à des entités de hors-bilan) dans les exigences minimales de fonds propres, les pratiques de gestion des risques et la communication financière correspondante. Le Comité entend coordonner et mettre en œuvre ce programme de travail de façon à renforcer la confiance dans le système financier, tout en évitant d'aggraver les conditions actuelles du marché. Il ne recommandera pas de relever les exigences minimales de fonds propres en période de tensions économiques et financières.

Les propositions visent à améliorer les exigences minimales de fonds propres (premier pilier) pour renforcer la couverture des risques, notamment en ce qui concerne le traitement des expositions du portefeuille de négociation. C'est en effet dans ce portefeuille de négociation que l'effet de levier a été le plus développé avant la crise financière et que la majorité des pertes ont été subies depuis. Cela tient largement au fait que le dispositif actuel des fonds propres pour le risque de marché, fondé sur les amendements apportés à Bâle I en 1996, n'appréhende pas certains risques majeurs. Aussi le Comité a-t-il proposé de compléter le dispositif actuel de mesure du risque de marché, fondé sur la valeur en risque, par une exigence de fonds propres supplémentaire « incrémentale » (*incremental risk charge – IRC*) destinée à couvrir le risque de défaut et le risque de migration de notation. Une fois mise en œuvre, cette exigence de fonds propres supplémentaire réduira les possibilités d'arbitrage réglementaire entre portefeuille bancaire et portefeuille de négociation.

Une proposition supplémentaire vise à instaurer une exigence fondée sur la valeur en risque calculée sur une période de tensions, ce qui contribuera à réduire la procyclicité des exigences minimales de fonds propres pour risque de marché. Le Comité a annoncé qu'il allait conduire un examen approfondi et de longue durée du dispositif de fonds propres applicable aux activités de négociation.

La crise a clairement montré que les CDO (*collateralised debt obligations*, titres garantis par des créances) dont le sous-jacent est constitué de titres eux-mêmes adossés à des actifs (« retitrisation ») présentent une corrélation plus étroite avec le risque général de marché que les titrisations classiques. Les retitrisations justifient donc des exigences de fonds propres plus élevées, comme le prévoient les propositions de janvier 2009.

Avant le début de la crise financière, les banques avaient accumulé d'importantes expositions à des conduits de hors-bilan, dont le régime de fonds propres ne rendait pas fidèlement compte. C'est pourquoi le Comité a proposé de relever les exigences de fonds propres pour les lignes de soutien de liquidité accordées aux structures d'émission de papier commercial adossé à des actifs, en éliminant la distinction entre court et long terme. Le Comité a, en outre, proposé d'exiger des banques qu'elles obtiennent des informations exhaustives sur les caractéristiques de l'exposition sous-jacente de leurs positions de titrisation bénéficiant d'une notation externe. Les banques qui n'obtiendraient pas de telles informations seraient soumises à des exigences de fonds propres plus élevées.

Au titre de la surveillance prudentielle (deuxième pilier), le Comité a, en outre, ajouté des normes visant à favoriser plus de rigueur en matière de surveillance et de gestion des concentrations de risques, des expositions de hors-bilan, des titrisations et des risques de réputation qui s'y rapportent. Le Comité a également proposé d'améliorer la valorisation des instruments financiers, la gestion du risque de liquidité de financement et les pratiques de simulations de crise à l'échelle du groupe.

De plus, le Comité a instauré des prescriptions plus strictes en matière de communication financière, en vue de renforcer la discipline de marché. Ces prescriptions, qui relèvent du troisième pilier, ont trait aux opérations de titrisation et au soutien accordé aux entités de hors-bilan et devraient permettre aux intervenants de marché de mieux comprendre le profil global de risque d'un établissement.

Procyclicité

Une autre dimension des travaux du CBCB sur les fonds propres a trait à la procyclicité. En 2008, le Comité a lancé une analyse exhaustive et très détaillée du dispositif de Bâle II, sous cet aspect, en tenant compte de son interaction avec des objectifs macroprudentiels plus généraux. Il s'agit de favoriser la mise en place d'un volant de fonds propres adéquat sur l'ensemble du cycle de crédit et d'atténuer le risque qu'une cyclicité excessive de l'exigence minimale amplifie la procyclicité du système financier.

Le Comité a mis en place un dispositif général de surveillance des fonds propres pour étudier l'impact de Bâle II sur les exigences minimales et le total des fonds propres, ainsi que sur le caractère procyclique de ces niveaux.

S'intéressant particulièrement à la composition des fonds propres de base, le Comité s'attache à évaluer les moyens de constituer un volant de fonds propres supplémentaire, au-delà du minimum réglementaire, qui pourra être mobilisé en cas de tensions. Il a également commencé à examiner le traitement

des provisions pour créances irrécouvrables dans Bâle II et les moyens d'inciter davantage à accroître ces provisions en période de prospérité.

En 2008/09, le Comité a commencé à évaluer les modalités concrètes qui permettraient de compléter le dispositif de Bâle II, conçu pour refléter le niveau de risque, en ajoutant une mesure simple et transparente de l'exposition brute, comme le ratio d'endettement. Une telle mesure pourrait fournir une évaluation indépendante du risque et des fonds propres, contribuer à contenir l'endettement et fixer un plancher à la mesure fondée sur le risque.

Gestion et surveillance du risque de liquidité

Les turbulences ont à nouveau mis en évidence l'importance de la liquidité pour le fonctionnement des marchés financiers et le secteur bancaire. Le Comité a donc publié, en septembre 2008, un document intitulé *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, qui a été entériné par les autorités prudentielles à la conférence bisannuelle des autorités de contrôle bancaire du monde entier (ICBS).

Les principes applicables au risque de liquidité concrétisent l'une des principales recommandations pour le renforcement de la surveillance prudentielle, énoncées dans le rapport, publié en avril 2008 par le Forum sur la stabilité financière, sur l'amélioration de la résilience des marchés et institutions. Destinés à conforter la gestion du risque de liquidité dans les banques, ils visent à renforcer la gouvernance, la mesure et la gestion de ce risque et exigent des banques qu'elles disposent d'un confortable volant de liquidités. Leur mise en œuvre fera l'objet d'une évaluation méthodique en 2009.

Le Comité de Bâle s'emploie aussi à favoriser une plus grande cohérence en matière de surveillance du risque de liquidité, en explorant les possibilités d'harmoniser les références et les méthodes de mesure prudentielles et de développer le partage d'information entre les superviseurs des banques opérant dans plusieurs pays.

Simulations de crise

La crise financière a montré qu'il est crucial, pour toute banque, d'intégrer les simulations de crise dans le processus de gestion des risques et dans la planification de l'utilisation de la liquidité et des fonds propres. Les simulations de crise sont essentielles pour renforcer la gouvernance d'entreprise au sein des banques, mais aussi pour accroître la résilience de chaque établissement et du système financier. Afin de corriger les faiblesses de ces exercices, le Comité de Bâle a, en janvier 2009, publié un document de consultation intitulé *Principles for sound stress testing practices and supervision*.

Ce document formule des principes de gouvernance, de conception et de mise en œuvre des programmes de simulations de crise au sein des banques. Il définit le rôle et les responsabilités attendus des autorités prudentielles procédant à l'analyse des pratiques de simulations de crise des établissements. Il montre qu'un programme robuste de simulations de crise devrait, notamment, être piloté par le conseil d'administration et la direction générale, fournir des évaluations des risques futurs et faire partie intégrante de la planification de l'utilisation des fonds propres et de la liquidité.

Pratiques de valorisation

Le Comité a conclu que, si les pratiques et procédures actuelles de valorisation n'étaient pas la cause fondamentale des turbulences sur les marchés, elles y contribuaient et les amplifiaient. En avril 2009, le Comité a publié un document intitulé *Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices*, où il formule des recommandations visant à renforcer, dans les banques, les procédures de valorisation des instruments financiers. Ces recommandations aideront les superviseurs à juger du caractère rigoureux des procédures de valorisation et à favoriser l'amélioration des pratiques de gestion et de contrôle des risques.

Application des normes

La crise financière a montré clairement l'importance de normes et recommandations prudentielles dûment étayées. C'est pourquoi le Comité de Bâle a annoncé, en janvier 2009, l'élargissement du mandat de son groupe pour l'application de l'accord (GAA) qui était axé sur la mise en œuvre du dispositif de Bâle II. Le GAA, rebaptisé Groupe pour l'application des normes (GAN), a vocation, plus généralement, à se concentrer sur la mise en œuvre des recommandations et normes édictées par le Comité de Bâle, selon une approche coordonnée et harmonisée à l'échelle internationale.

Coopération prudentielle pour les banques opérant dans plusieurs pays

En 2008, le Comité a évalué diverses questions soulevées par le traitement des difficultés rencontrées par des organisations bancaires complexes opérant à l'échelle mondiale. Un nouvel examen et une analyse détaillée des défaillances et des sauvetages de diverses banques s'avèrent nécessaires. Le rapport définitif du Comité, attendu pour septembre 2009, tirera les leçons de la crise actuelle en ce qui concerne les mécanismes de traitement des difficultés des banques et leur application transfrontière.

Principes fondamentaux pour des systèmes efficaces de garantie des dépôts

En mars 2009, le Comité de Bâle et l'Association internationale de protection des dépôts ont publié, pour consultation, les *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, qui tirent un enseignement de la crise financière : la nécessité de mettre en place des systèmes efficaces de garantie des dépôts pour aider à maintenir la confiance du public. Ces principes fondamentaux constituent une référence majeure, qui permettra aux pays de créer ou de réformer leur système et de résoudre diverses difficultés, dont le niveau de protection des dépôts, le mode de financement et l'indemnisation rapide des déposants. Ils traitent aussi de questions liées à la sensibilisation du public, au traitement des établissements en faillite et à la coopération avec les autres participants au filet de sécurité financier.

Élargissement de la composition et de la représentativité mondiale du Comité

En 2009, le Comité de Bâle et son instance de tutelle, les gouverneurs de banque centrale et les responsables des autorités de contrôle bancaire, ont

décidé d'élargir la composition du Comité en invitant des représentants de l'Afrique du Sud, de l'Arabie Saoudite, de l'Argentine, de l'Australie, du Brésil, de la Chine, de la Corée, de Hong Kong RAS, de l'Inde, de l'Indonésie, du Mexique, de la Russie, de Singapour et de la Turquie. Le Comité estime que l'admission de ces nouveaux membres lui permettra de mieux s'acquitter encore de sa mission centrale.

Comité de Bâle : www.bis.org/bcbs

Comité sur le système financier mondial

Présidé par Donald L. Kohn, Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, le Comité sur le système financier mondial (CSFM) suit l'évolution des marchés financiers et en analyse les implications en termes de stabilité financière.

Durant la période sous revue, l'aggravation de la crise financière a dominé les travaux du Comité, lesquels ont notamment porté sur :

- la situation des banques internationales et leurs réactions face aux pressions croissantes s'exerçant sur leur financement et leur capital ;
- les conséquences du dysfonctionnement des marchés du crédit et, plus généralement, l'incidence sur l'économie des perturbations de l'offre de prêts ;
- l'évolution de l'offre de financements bancaires transfrontières en réponse à la crise ;
- les mesures de soutien des gouvernements et banques centrales ainsi que leur impact sur les conditions du marché financier.

Le Comité a créé des groupes de travail pour examiner certains aspects spécifiques de la crise financière. Un premier groupe, travaillant en coopération avec le Forum sur la stabilité financière, s'est penché sur le rôle des valorisations et de l'effet de levier dans la procyclicité du système financier, thème ayant également fait l'objet d'une table ronde qui a réuni, à Paris, des représentants du secteur privé et des autorités de normalisation de la comptabilité. Un deuxième groupe a été chargé d'étudier la politique de prêt des banques centrales, en collaboration avec le Comité des marchés. Un troisième avait pour mission d'étudier des moyens d'améliorer les statistiques relatives au transfert du risque de crédit collectées à l'initiative du CSFM.

Mi-2008, le CSFM a publié trois rapports sur des questions liées à la crise financière : évolution des marchés du capital-investissement et des financements à effet de levier ; opérations de banques centrales en réaction aux turbulences financières ; rôle de la notation dans les financements structurés. Un rapport daté de janvier 2009, *Capital flows and emerging market economies*, fournit une première évaluation de l'effet de la crise financière sur les grandes économies émergentes.

CSFM : www.bis.org/cgfs

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), présidé par William C. Dudley, Président et Chief Executive Officer de la Banque de Réserve fédérale de New York, œuvre au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers en encourageant la mise en place de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces.

Au cours de l'année écoulée, le Comité a publié deux rapports.

- Le premier, intitulé *The interdependencies of payment and settlement systems*, identifie les interdépendances entre systèmes de paiement et de règlement, étudie les risques qui en résultent et évalue les défis que pose la gestion de ces risques. Le rapport conclut que les liens plus étroits entre systèmes ont contribué à renforcer l'infrastructure mondiale en réduisant plusieurs sources de coûts et de risque de règlement, mais qu'ils ont aussi accru la probabilité d'une propagation large et rapide des perturbations. Il suggère donc une série de mesures que pourraient prendre les acteurs du secteur, ainsi que les banques centrales et autres autorités, pour adapter leur stratégie à l'interconnexion croissante des systèmes.
- Le second rapport, *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, conclut que, malgré des progrès considérables, le règlement des opérations de change comporte encore un risque potentiellement élevé. Il formule donc des recommandations à l'intention des établissements financiers, associations professionnelles et banques centrales, préconisant notamment de collaborer avec les autorités de contrôle bancaire et autres régulateurs pour explorer des solutions qui pourraient permettre de s'assurer que les banques appliquent à l'administration de la position de règlement de leurs opérations de change des procédures appropriées de gestion des risques.

Le CSPR a également :

- recensé les mesures que les banques centrales pourraient prendre, séparément ou conjointement, pour renforcer leur capacité opérationnelle à fournir des liquidités transfrontières en cas d'urgence ;
- collaboré avec le Comité de Bâle à répertorier de saines pratiques pour la gestion du risque de liquidité intrajournalière des banques, pratiques qui sont décrites dans le rapport publié par le Comité de Bâle sous le titre *Principles for sound liquidity risk management and supervision* ;
- surveillé l'incidence de la crise financière sur le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement et, comme à l'accoutumée, diffusé des données relatives à la compensation des dérivés de gré à gré.

Le Comité a continué de promouvoir la coopération entre banques centrales, et notamment avec celles des économies émergentes. Il a également apporté son soutien et son savoir-faire 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.

CSPR : www.bis.org/cpss

Comité des marchés

Le Comité des marchés (CM), présidé par Hiroshi Nakaso, Executive Director de la Banque du Japon, permet aux hauts responsables des opérations de marché de grandes banques centrales d'examiner ensemble l'évolution des marchés financiers et d'échanger des vues sur des aspects plus spécifiques de leurs activités de marché.

Au cours de l'année écoulée, les travaux du Comité sont restés centrés sur les perturbations des marchés monétaires, du crédit et des changes, ainsi que sur les mesures prises par les banques centrales pour en atténuer les effets. La coopération technique entre les membres du Comité a été renforcée de diverses façons : discussions plus fréquentes et plus approfondies sur l'évolution des marchés ; échanges d'information rapides en période de tensions ; examen des mesures à prendre face aux perturbations des marchés ; partage de documentation pour améliorer la compréhension commune des cadres opérationnels des banques centrales. Le Comité a, par ailleurs, mis à jour son *Compendium on monetary policy frameworks and central bank market operations*. Enfin, il a participé à l'élaboration d'un rapport du CSFM sur les opérations de banques centrales en réaction aux turbulences financières qui a été publié en juillet 2008 (*Central bank operations in response to the financial turmoil*). Récemment, un groupe de travail du Comité a été chargé d'étudier, en coordination avec le CSFM, les politiques de prêt des banques centrales.

Outre ses réunions bimestrielles, le Comité a également tenu des réunions spéciales, parfois avec le secteur privé, pour évoquer des sujets de nature plus structurelle, tels que : l'évolution des marchés de matières premières ou encore les répercussions de la crise financière sur les marchés émergents. Il a organisé, en novembre 2008, sa deuxième réunion sur les marchés d'Amérique latine, avec les banques centrales et acteurs des marchés de la région.

Comité des marchés : www.bis.org/markets

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le Groupe de dissuasion de la contrefaçon (GDC) est mandaté pour étudier les menaces sur la sécurité des billets de banque et proposer des solutions communes aux instituts d'émission. Il a défini de nouveaux éléments à intégrer pour empêcher la reproduction de billets au moyen de photocopieurs couleur ou d'autres appareils faisant appel à la technologie numérique (ordinateurs personnels, imprimantes, scanners). La BRI apporte son soutien au GDC en hébergeant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large

Groupe des Dix

La BRI a continué de contribuer aux travaux des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale des pays du G 10, en y assistant en qualité d'observateur et en fournissant des services de secrétariat. Le G 10, dont la présidence était assurée par le ministre des Finances néerlandais, n'a pas tenu de réunion cette année. C'est par des procédures écrites que ses membres ont échangé des vues sur des thèmes liés à la rémunération aux résultats et à la stabilité financière.

Conseil de stabilité financière

Le Conseil de stabilité financière (CSF), qui a succédé au Forum sur la stabilité financière (FSF) en avril 2009, favorise la stabilité financière internationale en développant l'échange d'information et la coopération en matière de supervision et de surveillance financières. Son mandat consiste à :

- évaluer les vulnérabilités du système financier, identifier les mesures visant à y remédier et en surveiller la mise en œuvre ;
- promouvoir la coordination et l'échange d'information entre autorités responsables de la stabilité financière ;
- suivre l'évolution des marchés et ses implications pour la politique réglementaire, et donner des conseils à cet égard ;
- recenser les meilleures pratiques permettant de satisfaire aux normes réglementaires et formuler des recommandations à cet égard ;
- mener des examens stratégiques conjoints des travaux d'amélioration des normes entrepris par les régulateurs internationaux afin de s'assurer que ces travaux respectent les délais, qu'ils sont coordonnés et centrés sur les priorités et, enfin, qu'ils comblent les lacunes existantes ;
- formuler des recommandations pour favoriser la création et le fonctionnement de collèges prudentiels et encourager la participation à ces organes, notamment en identifiant, à tout moment, les sociétés transfrontières les plus importantes d'un point de vue systémique ;
- encourager la mise au point de plans d'urgence pour la gestion des crises transfrontières, particulièrement en ce qui concerne les sociétés d'importance systémique ;
- collaborer avec le FMI pour mener des exercices d'alerte.

Le CSF est présidé par Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie. Son Secrétariat se situe à Bâle, dans les locaux de la BRI.

Conformément à la décision du FSF, en mars 2009, d'accroître le nombre de ses pays membres, le CSF rassemble de hauts responsables des ministères des Finances, des banques centrales et des superviseurs financiers de 24 pays et territoires, ainsi que de la BCE et de la Commission européenne. Il compte également des représentants d'institutions financières internationales (Banque mondiale, BRI, FMI et OCDE), de superviseurs et régulateurs internationaux

(Association internationale des contrôleurs d'assurances – AICA –, Comité de Bâle, International Accounting Standards Board (IASB) et Organisation internationale des commissions de valeurs – OICV) et de comités composés d'experts de banque centrale (CSFM et CSPR).

Lors de réunions plénières tenues en septembre 2008 à Amsterdam, en décembre 2008 à Hong-Kong RAS et en mars 2009 à Londres, les membres du FSF ont évoqué les difficultés et vulnérabilités actuelles des marchés financiers, les mesures prises pour y remédier et les options envisageables. La rencontre de septembre 2008 a également donné lieu à un échange de vues avec des représentants du secteur privé sur les risques encourus actuellement par le système financier et les mesures prises en réaction. Le Conseil organise, en outre, des réunions régionales ponctuelles visant à favoriser de plus larges échanges de vues sur les vulnérabilités du système financier et les travaux en cours pour orienter les politiques à mettre en œuvre. Ainsi, les membres et autorités de la région Asie-Pacifique se sont-ils rencontrés à Hong-Kong RAS en décembre 2008. Une réunion avec les autorités de quelques économies émergentes non membres, organisée conjointement avec le FMI, s'est tenue à Washington en octobre 2008.

Le rapport d'avril 2008 du FSF, intitulé *Report on enhancing market and institutional resilience*, appelait à une action internationale pour atténuer la procyclicité du système financier. En juin 2008, le FSF a lancé des travaux sur ce thème dans trois grandes directions : i) régime des fonds propres (en collaboration avec le Comité de Bâle) ; ii) pratiques de provisionnement des banques ; iii) interaction entre effet de levier et valorisation (avec le CSFM). Le plan d'action adopté par les chefs d'État et de gouvernement lors du Sommet du G 20 de novembre 2008 invitait également le FSF à mettre au point des recommandations visant à atténuer la procyclicité. Ces recommandations, qui s'appuient sur les résultats de ces trois types de travaux, ont été publiées en avril 2009, ainsi que des commentaires et des analyses sur les trois thèmes susvisés. Les principales sont résumées ci-après.

- Le Comité de Bâle devrait renforcer son dispositif d'adéquation des fonds propres de sorte que les fonds propres augmentent – en niveau et en qualité – durant les phases d'expansion conjoncturelle et puissent être mobilisés en cas de contraction de l'activité.
- Les exigences de fonds propres reposant sur le risque devraient être complétées par une mesure simple et transparente pour limiter les ratios d'endettement du secteur financier.
- Les organes de normalisation de la comptabilité devraient réexaminer le modèle des pertes subies pour le provisionnement (envisager des approches alternatives pour la prise en compte et la mesure des pertes sur prêts) et étudier s'il est possible de constituer des réserves de valorisation ou de procéder à des ajustements, dans certaines circonstances, pour les instruments financiers comptabilisés à la juste valeur.
- Le Comité de Bâle et le CSFM devraient lancer un programme de recherche conjoint pour mesurer les risques de financement et de liquidité inhérents à la transformation d'échéances.

Pour donner suite aux recommandations formulées dans son rapport d'avril 2008, le FSF a également mis au point des principes visant à orienter les pratiques de rémunération des établissements financiers, des principes de haut niveau pour la gestion des crises transfrontières, des protocoles pour l'établissement de collèges internationaux d'autorités de contrôle des grandes banques transfrontières, ainsi qu'une procédure d'alerte renforcée pour identifier et atténuer les risques systémiques dans le monde (cette dernière, en collaboration avec le FMI). Ces initiatives étaient également préconisées dans le Plan d'action du G 20 publié le 2 avril. Les principes concernant les rémunérations et la gestion des crises transfrontières ont été rendus publics en avril 2009. Dès la fin 2008, des collèges d'autorités prudentielles avaient été mis sur pied pour la plupart des établissements financiers transfrontières importants ; les derniers devraient voir le jour au premier semestre 2009. Enfin, les conclusions du premier exercice d'alerte conjoint FMI-FSF ont été présentées au Comité monétaire et financier international du FMI lors de sa réunion d'avril 2009.

Outre ces initiatives, le FSF a supervisé la mise en œuvre des autres recommandations du rapport d'avril 2008 par les autorités nationales, les instances internationales de réglementation et de normalisation et le secteur privé. Il a rendu compte des progrès réalisés à cet égard aux ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du G 7 à deux reprises : en octobre 2008, puis en avril 2009. Les deux rapports établis à cette fin concluaient que, si la plupart des recommandations avaient été appliquées avec succès dans les délais impartis, des progrès restaient à accomplir dans certains domaines et qu'un suivi s'imposait.

CSF : www.financialstabilityboard.org

Association internationale des contrôleurs d'assurance

L'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), dont la BRI accueille le secrétariat depuis 1998, est le régulateur international du secteur de l'assurance. L'AICA s'est donné pour tâche de contribuer à la stabilité financière mondiale en renforçant le contrôle du secteur de l'assurance, en élaborant des normes relatives au contrôle et en améliorant la coopération internationale sur la base de l'échange d'information et de l'assistance mutuelle. Elle s'est fortement développée ces dernières années.

L'AICA participe activement à l'évaluation des effets de la crise financière sur le secteur de l'assurance et a donné suite aux recommandations du CSF et du G 20 en matière de réforme de la réglementation. Afin d'améliorer encore l'efficacité de la surveillance de l'assurance à l'échelle mondiale, l'AICA a recensé les vulnérabilités révélées par la crise.

Avec ses partenaires de l'Instance conjointe (Comité de Bâle et OICV), l'AICA a mis en place, à partir des travaux et processus existants dans leurs secteurs respectifs, un dispositif pour faire l'inventaire des problèmes soulevés par les lacunes et divergences réglementaires.

Comptabilité

L'AICA veille à ce que la comptabilité financière soit de grande qualité et offre une image significative et économiquement fiable de la santé financière des assureurs. Elle suit de près les évolutions de la comptabilité financière internationale susceptibles d'avoir le plus d'influence sur le modèle comptable global pour les compagnies d'assurances soumises à une surveillance prudentielle. En 2008, l'AICA a participé à l'élaboration de deux documents consultatifs de l'IASB : le premier visant à réduire la complexité de la comptabilisation des instruments financiers, le second portant sur les amendements à la norme IAS 19 sur les avantages du personnel. L'AICA a également formulé des commentaires sur l'Exposé-sondage de la Fédération internationale des comptables (International Federation of Accountants ou IFAC) concernant le recours à un expert choisi par l'auditeur et commente les normes internationales d'audit les plus pertinentes pour le secteur de l'assurance.

Adéquation des fonds propres et solvabilité

En octobre 2008, l'AICA a approuvé six documents prudentiels visant à faciliter la comparabilité et la convergence de l'évaluation internationale de la solvabilité des assureurs. Ces documents définissent des normes et formulent des recommandations sur :

- la structure des exigences de fonds propres réglementaires pour un régime de solvabilité ;
- la mise en place et l'utilisation d'un cadre de gestion des risques par les entreprises d'assurances ;
- le recours à des modèles internes pour l'évaluation quantitative et qualitative des risques, et pour la gestion des fonds propres.

Contrôle des groupes

Consciente de l'internationalisation croissante du marché de l'assurance et du fait qu'une grande part de l'activité est traitée au sein de structures de groupe, l'AICA a continué de progresser dans l'élaboration d'un cadre global visant à rationaliser la surveillance des groupes d'entreprises d'assurance. Son principal objectif est d'assurer un contrôle des groupes efficace préservant le niveau de protection des assurés tout en évitant d'alourdir inutilement la charge des contrôleurs. En octobre 2008, l'AICA a approuvé des documents portant sur :

- les principes du contrôle des groupes, ses buts et les moyens de les atteindre ;
- des recommandations concernant le rôle et les responsabilités d'un contrôleur de groupe, notamment les critères pour le sélectionner et définir ses fonctions et les mécanismes de coopération.

Réassurance

Les réassureurs jouent un rôle de premier plan pour le bon fonctionnement des marchés de l'assurance du fait de leur capacité à absorber les chocs. En

octobre 2008, l'AICA a adopté un document d'orientation sur la reconnaissance mutuelle du contrôle de la réassurance.

En décembre 2008, l'AICA a publié la cinquième édition de son rapport sur le marché mondial de la réassurance (*Global reinsurance market report*), qui repose sur des statistiques communiquées par les plus grosses compagnies de réassurance. Au fil des années, ce rapport a évolué : d'abord destiné à favoriser la transparence du marché de la réassurance, il fournit aujourd'hui la matière permettant d'analyser les dernières tendances et évolutions du marché et en rendre compte. Il montre que le secteur de la réassurance dispose d'une solide assise financière pour répondre aux défis posés par la persistance de la crise. Cependant, si les effets de la crise devaient s'étendre, les réassureurs risqueraient d'être confrontés à des conditions de marché et de prêt difficiles.

Échange d'information

Après l'adoption, en février 2007, d'un protocole d'accord multilatéral définissant un ensemble de principes et procédures d'échange d'information, de points de vue et d'évaluations, l'AICA a commencé à valider les demandes de participation émanant des juridictions intéressées.

Formation

Chaque année, l'AICA organise une quinzaine d'ateliers et de séminaires régionaux pour aider les superviseurs de l'assurance à mettre en œuvre ses principes et normes, en collaboration avec l'ISF, les autorités nationales de contrôle de l'assurance et d'autres organismes.

AICA : www.iaisweb.org

Association internationale de protection des dépôts

L'Association internationale de protection des dépôts (International Association of Deposit Insurers – IADI) contribue à la stabilité des systèmes financiers par la promotion de la coopération et de l'élargissement des contacts internationaux entre organismes d'assurance ou de garantie des dépôts et autres parties intéressées. Elle œuvre notamment à :

- améliorer la compréhension de sujets d'intérêt commun en matière de protection des dépôts ;
- formuler des recommandations visant à renforcer l'efficacité des systèmes de protection des dépôts ;
- faciliter le partage d'expertise sur la protection des dépôts grâce à des programmes de formation, d'information et d'éducation ;
- fournir des conseils sur la mise en place ou le perfectionnement de systèmes efficaces de protection des dépôts.

Elle regroupe 72 organismes du monde entier (52 en qualité de membres), dont plusieurs banques centrales intéressées à promouvoir l'adoption ou le bon fonctionnement de systèmes efficaces de garantie des dépôts.

L'un des principaux objectifs de l'IADI est d'améliorer l'efficacité des systèmes en élaborant des principes et de bonnes pratiques. Dans son rapport d'avril 2008, *Report on enhancing market and institutional resilience*, le FSF appelait les autorités à se mettre d'accord sur un ensemble de principes fondamentaux internationaux pour des systèmes efficaces de garantie des dépôts. L'IADI, en collaboration avec le Comité de Bâle, a depuis publié les *Core Principles for effective deposit insurance systems* à des fins de consultation.

Répondant à une requête des chefs d'État et de gouvernement du G 20 qui souhaitaient un compte rendu sur les domaines dans lesquels la convergence de la protection des dépôts progresse ou a besoin d'être accélérée, l'IADI a communiqué des renseignements au FSF sur les pratiques réglementaires dans ce domaine et le passage à un système de garantie des dépôts à couverture clairement définie et limitée.

Durant sa septième année d'existence, l'IADI a continué de faciliter les rencontres entre organismes de garantie des dépôts et autres participants au filet de sécurité financier. Cela s'est traduit notamment par les activités suivantes :

- la septième Conférence annuelle, sur le thème « Rôle de la garantie des dépôts dans la promotion de la stabilité financière et de l'inclusion économique », qui a réuni plus de 250 représentants de la profession et responsables des orientations venus de 60 pays. La Conférence était axée sur les questions suivantes : difficultés actuelles des marchés financiers et implications pour les établissements financiers ; rôle des organismes de garantie des dépôts dans les crises financières ; recherche et recommandations passées, présentes et futures ; création de secteurs financiers inclusifs pour permettre aux personnes à faible revenu d'accéder aux services financiers ;
- le programme de formation des cadres sur la gestion des liquidations d'établissements bancaires, dispensé aux États-Unis et en Asie. Ce programme, centré sur les grandes questions de liquidation bancaire, portait sur les sujets suivants : test du moindre coût, pour trouver une alternative à la liquidation ; liquidations d'établissements de grande et de petite taille ; recours à des banques relais et à la mise sous tutelle pendant le processus de liquidation ;
- l'accord avec l'ISF pour la fourniture de didacticiels en ligne sur la garantie des dépôts ;
- la collaboration avec le Forum européen des organismes de garantie des dépôts (European Forum of Deposit Insurers) en ce qui concerne la formation et d'autres questions d'intérêt mutuel afin de soutenir les dispositifs de garantie des dépôts en Europe ;
- la création d'un Forum consultatif constitué de 17 spécialistes de la garantie des dépôts en vue de formuler des commentaires sur les recherches et les documents d'orientation avant leur publication ;
- la publication de documents d'orientation sur la gouvernance, la sensibilisation du public et le financement des systèmes de garantie des dépôts.

IADI : www.iadi.org

Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales

Gouvernance des banques centrales

Le Groupe de gouvernance des banques centrales réunit les gouverneurs d'un grand nombre de banques centrales représentatives. Il est assisté dans sa tâche par le Réseau de gouvernance, constitué de près d'une cinquantaine de banques centrales et autorités monétaires qui coopèrent par l'intermédiaire de la BRI pour partager des informations sur la gouvernance et discuter de questions d'organisation.

Par le biais de la BRI, le Groupe s'est attaché à mieux appréhender des questions relatives à la gouvernance des banques centrales dans l'accomplissement de leur mission d'intérêt public. En mai 2009, il a publié un rapport (*Issues in the governance of central banks*), qui doit servir de référence pour la prise de décisions relatives à des dispositions de gouvernance pour les banques centrales. Ce rapport relève un certain nombre de changements, en termes de gouvernance, découlant d'une évolution du mandat dévolu aux banques centrales, désormais appelées à assurer et maintenir la stabilité financière, notamment en ce qui concerne l'étendue et la nature des responsabilités des banques centrales en matière de promotion de la stabilité financière ainsi que la conception de mécanismes de prise de décision pour les questions de stabilité financière.

Par ailleurs, les travaux relatifs à la dynamique des comités de politique monétaire ont été achevés au cours de l'exercice. Ils visaient à comprendre comment la structure et les procédures de ces comités influencent le processus décisionnel. De plus, diverses demandes d'information comparative sur plusieurs questions de gouvernance des banques centrales ont pu être satisfaites, et des consultations multilatérales et bilatérales ont été organisées avec quelques banques centrales.

Recherche

La BRI fournit des documents préparatoires pour les réunions des hauts responsables des banques centrales et assure le secrétariat des comités. Elle contribue également à la coopération monétaire et financière internationale en menant des travaux de recherche et d'analyse sur des questions intéressant les banques centrales et, de plus en plus, les autorités des marchés financiers. Ces travaux paraissent dans les publications périodiques de la Banque telles que le *Rapport annuel*, le *Rapport trimestriel* et les séries *BIS Papers* et *Working Papers*, ainsi que dans des publications professionnelles ; la plupart peuvent être consultés sur le site www.bis.org.

Conformément à la mission de la Banque, les questions de stabilité monétaire et financière constituent l'objet principal de ces travaux de recherche. L'an dernier, l'analyse a porté essentiellement sur la crise financière internationale, ses diverses dimensions, et notamment ses causes, sa dynamique et ses implications du point de vue de l'action des autorités. Ont

été spécifiquement étudiés : le comportement des marchés financiers en période de crise et la transmission des tensions par les marchés bancaires internationaux ; les moyens de promouvoir l'approche macroprudentielle de la réglementation et de la supervision financières, qui loin de se limiter à quelques établissements prend en compte le système financier dans son ensemble ; la mise au point d'indicateurs permettant une détection précoce des difficultés du système bancaire et la recherche de méthodes pour atténuer la procyclicité du système financier. Certains de ces thèmes ont été inclus dans le rapport du FSF (publié en avril 2009) sur le caractère procyclique du système financier.

La BRI organise également des conférences et séminaires réunissant hauts responsables, universitaires renommés et acteurs du marché. En juin 2008, la Septième Conférence annuelle de la BRI a été consacrée aux défis qui se poseront en termes de politique monétaire au cours des dix prochaines années. Avec le Centre for Economic Policy Research (CEPR), la BRI a également organisé, à Bâle, en septembre 2008, une conférence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Coopération dans le domaine statistique

Le suivi et l'analyse de la crise financière requièrent de disposer de statistiques économiques, monétaires et financières à jour, fiables et comparables internationalement. À cet égard, la BRI profite largement des diverses activités auxquelles elle participe depuis quelque temps dans le domaine statistique, notamment en ce qui concerne la collecte de données, les questions de méthodologie et les solutions techniques.

Statistiques financières internationales

Les diverses séries de statistiques spécifiques collectées et diffusées par la BRI en coopération avec les banques centrales présentent un intérêt particulier dans le contexte de la crise financière actuelle. Les statistiques bancaires trimestrielles permettent d'étudier en détail l'évolution des marchés bancaires internationaux, et notamment les besoins de financements en dollars des établissements situés hors des États-Unis ainsi que les prêts bancaires transfrontières entre grands centres financiers et vers les marchés émergents. Les statistiques semestrielles sur les dérivés de gré à gré, qui couvrent aussi les CDS (*credit default swaps* : contrats dérivés sur défaut), ont aidé à mieux comprendre les principaux flux de transactions et les risques potentiels sur ce marché d'importance systémique. Les données sur les émissions de titres de dette, qui portent à la fois sur les marchés internationaux et domestiques, ont révélé l'impact des perturbations des marchés du crédit sur l'activité de ces marchés. Les statistiques sur l'activité bancaire et les titres alimentent la plateforme commune sur les statistiques de dette extérieure (Joint External Debt Hub ou JEDH), établie par la BRI en collaboration avec la Banque mondiale, le FMI et l'OCDE. Celle-ci inclut désormais de nouvelles données sur les crédits commerciaux garantis fournies par l'International Union of Credit and Investment Insurers (Union de Berne).

L'an dernier, les efforts ont porté sur la clarification des lignes directrices à l'intention des banques centrales déclarantes afin d'accroître encore la cohérence des diverses séries de statistiques de la BRI. La Banque a également participé aux travaux visant l'adaptation de ses données sur les dérivés de gré à gré (notamment celles sur le transfert du risque de crédit par le biais des CDS) afin de mieux contrôler l'évolution de l'activité sur ces instruments. En outre, elle a apporté une contribution active à la rédaction d'un manuel sur les statistiques relatives aux titres (*Handbook on Securities Statistics*), à l'initiative du Groupe de travail sur les bases de données sur les titres, dont elle est membre, aux côtés de la BCE, du FMI et de l'OCDE⁶. Enfin, la Banque a renforcé sa coopération avec ces organismes et d'autres institutions internationales en matière de méthodologie et de compilation de données. Elle a notamment adhéré au tout nouveau Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, dont le but est d'améliorer la disponibilité de données nationales et internationales de première importance en réponse à la crise financière et économique actuelle.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

La BRI abrite le secrétariat de l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC). L'IFC est un forum rassemblant utilisateurs et fournisseurs de statistiques, appartenant ou non à la communauté des banques centrales, pour débattre de questions statistiques relatives à la stabilité économique, monétaire et financière. Il compte actuellement 64 membres de droit, parmi lesquels toutes les banques centrales actionnaires de la BRI. Il est présidé par Manuel Marfán, Administrateur de la Banque centrale du Chili.

En août 2008, l'IFC a tenu à Bâle sa quatrième conférence bisannuelle sur le thème : « Mesurer l'innovation financière et son impact ». Quelque 150 économistes et statisticiens de banques centrales du monde entier y ont participé. Les discussions ont notamment porté sur les problèmes statistiques révélés par les récentes perturbations financières. Les conclusions en ont été que le manque d'anticipation de la crise ne tenait pas à l'insuffisance des données (notamment sur les déséquilibres économiques et financiers), même si certaines lacunes ont pu être mises en évidence. Celles-ci seront, toutefois, longues à combler et, en attendant, il faudra sans doute adopter des approches nouvelles pour répondre aux besoins d'information des autorités et des acteurs du marché. Les comptes rendus des débats du Comité sont publiés dans l'*IFC Bulletin* et sur le site Internet de la BRI.

Base de données BRI

La base de données BRI est désormais utilisée par 53 banques centrales actionnaires pour échanger des données nationales (12 nouvelles banques centrales y ont adhéré en cours d'année). Le contenu de la base a été enrichi

⁶ La première partie du manuel a été publiée sur le site web du FMI en mai 2009. Elle fournit un cadre conceptuel reposant sur les normes statistiques internationales existantes pour les statistiques de position et de flux relatives aux émissions de titres de dette. Le document sera complété par la suite de façon à couvrir les portefeuilles de titres de dette et d'autres types de titres.

de données haute fréquence sur les opérations de marché monétaire des banques centrales, qui, pendant la crise financière, font l'objet d'un suivi attentif et de discussions approfondies au sein des divers groupes établis à Bâle. Ont également été incluses des données relatives aux prix de l'alimentation et de l'énergie. Des mesures ont, par ailleurs, été prises pour faciliter la déclaration des données nationales disponibles sur les titres de dettes, suite à la publication d'un cadre conceptuel dans le *Handbook on Securities Statistics*.

En mai 2008, 38 banques centrales ont participé à la réunion régulière des experts de bases de données. Figuraient, entre autres, à l'ordre du jour les questions relatives à l'accélération de la communication des données, à la nécessité de conserver la version initiale aussi bien qu'aux révisions ultérieures des données monétaires et économiques, afin de pouvoir réaliser une analyse historique du contexte dans lequel les réactions du marché se produisent et les décisions d'action sont prises.

Technologie de l'information statistique

L'an dernier, la BRI a achevé la mise en service d'une nouvelle base de données pour ses statistiques financières internationales et préparé un nouveau moteur de recherche et de téléchargement sur Internet. Ce faisant, elle a continué de travailler en étroite collaboration avec les banques centrales à améliorer l'efficacité de l'échange, du traitement et de la diffusion de données et métadonnées statistiques. Une initiative majeure dans ce domaine a été constituée par le programme d'échange de données et métadonnées statistiques (SDMX), qui associe la BCE, la Banque mondiale, Eurostat, le FMI, l'OCDE et les Nations Unies⁷. La Conférence mondiale SDMX, qui s'est tenue à Paris en janvier 2009 et a réuni plus de 240 experts de 65 pays et près d'une vingtaine d'organisations internationales, illustre à la fois la large adhésion dont cette norme bénéficie et justifie l'existence d'une communauté électronique SDMX sur Internet. De nombreuses organisations statistiques nationales et internationales sont désireuses d'appliquer SDMX pour améliorer la diffusion de leurs données.

Les produits SDMX, disponibles sur le site Internet SDMX (www.sdmx.org), comprennent : des normes techniques approuvées par l'Organisation internationale de normalisation ; des directives relatives au contenu des données et métadonnées échangées ; des outils de mise en œuvre. Le site Internet contient, en outre, des informations sur des projets faisant appel à SDMX dans divers domaines statistiques, tels que la balance des paiements et la dette extérieure.

Groupe des experts informaticiens des banques centrales

Le Groupe des experts informaticiens (GEI), qui se réunit deux fois l'an, permet aux grandes banques centrales d'échanger leur expérience technique et

⁷ Dans ce programme, la BRI représente de façon informelle les vues et intérêts de la communauté des banques centrales qui participent à ses travaux dans le domaine statistique (comme la banque de données et les statistiques financières internationales).

organisationnelle dans le domaine informatique. En outre, le Groupe d'étude sur les questions de sécurité (WPSI) tient deux réunions par an sur des sujets liés à la sécurité informatique.

La réunion de mai 2008 du GEI a été dominée par des questions relatives aux systèmes de paiement. L'exposé principal a porté sur les aspects opérationnels et techniques de la récente mise en œuvre de TARGET2. La rencontre de novembre a été essentiellement consacrée aux répercussions, en termes de technologies de l'information, des perturbations des marchés. Les discussions ont souligné la nécessité de réagir très rapidement à la demande de création et d'introduction de nouveaux instruments et rapports financiers.

Le WPSI a traité de questions d'infrastructure telles que la technologie des machines virtuelles ; la segmentation des réseaux ; le partage d'infrastructures informatiques entre systèmes informatiques et systèmes d'infogérance. L'authentification à deux facteurs, la gestion d'identités et le contrôle d'accès ont été examinés dans le cadre de discussions portant sur l'accès sécurisé aux systèmes et aux données, l'informatique mobile, les dispositifs de stockage portables ainsi que de l'accès et du support à distance par les fournisseurs.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

C'est dans le cadre de réunions ponctuelles avec les groupes régionaux de banques centrales que les travaux de recherche, d'analyse des politiques économiques et les statistiques de la BRI sont diffusés auprès de banques centrales qui, normalement, ne participent pas aux activités régulières de la Banque. Durant l'année écoulée, ces réunions se sont centrées sur des thèmes en rapport avec la crise financière actuelle, et notamment :

- des séminaires sur le thème « Analyse et rapports relatifs à la stabilité financière », organisés, pour les banques centrales d'Amérique latine et des Caraïbes, avec le CEMLA, et, pour les banques centrales d'Afrique orientale et australe, avec la Communauté de développement de l'Afrique australe (CDAA) ;
- un séminaire sur « L'augmentation des flux de capitaux et ses conséquences pour les banques centrales », organisé avec le SEACEN à l'intention des banques centrales d'Asie-Pacifique ;
- des conférences dans le cadre du Mastère en Banque et Finance du Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG) de Dakar.

Les Coordinateurs de coopération et de formation techniques ont tenu leur assemblée générale annuelle à Bâle en juillet 2008. Les représentants de 36 banques centrales et institutions internationales y ont débattu de l'établissement de réseaux robustes et du partage d'information entre les différentes parties à cette coopération technique.

Audit interne

Les responsables de l'audit interne des banques centrales se rencontrent régulièrement pour confronter leur expérience et leur savoir-faire. En juin 2008,

la 22^e Conférence annuelle plénière des responsables de l'audit interne du G 10 a été accueillie par la Banque nationale de Belgique. Figuraient notamment à l'ordre du jour les sujets suivants : évolution et tendances des dispositifs de contrôle interne ; points spécifiques liés à l'externalisation d'activités ; pratiques de gestion des talents dans les services d'audit interne ; approche d'audit dans les domaines analytiques ; gestion consolidée des risques de l'entreprise. De plus, deux fois l'an, la BRI est l'hôte des réunions du Groupe de travail du G 10 sur les méthodes d'audit informatique.

L'Audit interne de la BRI a mis en place des réseaux d'échange d'information avec ses homologues des banques centrales et autorités monétaires d'Asie-Pacifique, d'Amérique latine et des Caraïbes. En octobre 2008, la Banque centrale du Chili a accueilli à Santiago du Chili, la deuxième réunion des responsables de l'audit interne des banques centrales de la région Amérique latine et Caraïbes. Les discussions ont porté essentiellement sur la gestion des risques dans les établissements financiers, les échecs des contrôles internes et le rôle de l'audit interne en période de tensions.

Services financiers de la Banque

Gamme des services financiers

La BRI propose une gamme étendue de services financiers, spécifiquement conçus à l'intention des banques centrales et autres autorités monétaires pour les aider à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle est constituée de quelque 135 institutions nationales auxquelles s'ajoutent plusieurs institutions internationales.

Sécurité et liquidité sont les qualités essentielles des services d'intermédiation de crédit de la Banque, lesquels s'appuient sur un dispositif rigoureux de gestion interne des risques. Conformément aux meilleures pratiques, une unité de contrôle des risques indépendante, faisant rapport directement au Directeur Général Adjoint, surveille les risques de crédit, de liquidité et de marché auxquels la Banque est exposée ; une autre unité (par ailleurs en charge des questions de conformité) assure la surveillance des risques opérationnels de la Banque.

Pour répondre à la diversité de leurs besoins – en constante évolution –, la BRI offre aux banques centrales un large choix de placements, en termes de monnaies, de liquidité et d'échéances. Outre les produits classiques de court terme, tels que comptes à vue/à préavis et dépôts à terme, elle propose deux instruments négociables (à l'achat et à la vente) : FIXBIS, placement à taux fixe dont la durée peut aller de 1 semaine à 1 an ; MTI, instrument à moyen terme, de durée comprise entre 1 et 10 ans. L'offre standard de la BRI comporte également des MTI avec option de remboursement anticipé et d'autres instruments comportant des caractéristiques optionnelles. À l'occasion, elle accorde aux banques centrales des crédits à court terme, en principe contre sûretés. Elle exerce également des fonctions de mandataire (*trustee*) et d'agent détenteur de sûretés (prochaine section).

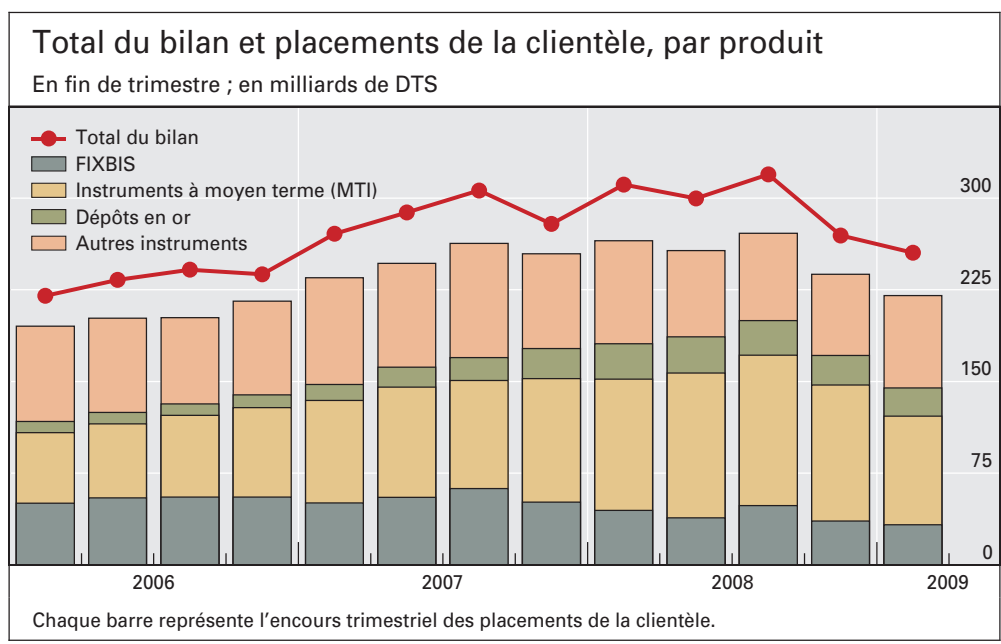
En outre, la Banque réalise des opérations de change et sur or pour le compte de sa clientèle, lui donnant ainsi accès à une ample liquidité, de nature à faciliter, par exemple, le rééquilibrage périodique des portefeuilles de réserves ou d'importantes réallocations de devises au sein de ces portefeuilles. Les services de change de la BRI incluent opérations au comptant sur les grandes monnaies et le DTS ainsi que swaps, contrats à terme, options et dépôts en double devise. Les opérations sur or couvrent comptes à vue, dépôts à terme, comptes affectés, mais aussi affinage et transport.

La BRI offre des services de gestion d'actifs sur titres d'émetteurs souverains et créances de première qualité, sous deux formes : mandat spécifique de gestion de portefeuille négocié entre la BRI et une banque centrale ; fonds commun de placement à capital variable (BIS Investment Pool – BISIP). Les deux fonds obligataires Asie (Asian Bond Fund 1 et 2) sont administrés par la BRI dans le cadre de la structure BISIP, le premier étant géré par la Banque elle-même, et le second, par des gestionnaires externes.

Deux salles de marché interconnectées assurent les services financiers de la Banque : l'une au siège, à Bâle, l'autre au Bureau d'Asie, à Hong-Kong RAS.

Opérations financières en 2008/09

Les marchés financiers n'ont cessé de connaître de graves tensions depuis l'été 2007. Les turbulences ont incité la clientèle à déposer davantage de fonds à la BRI, au moment même où elles créaient des conditions qui rendaient difficile de placer ces fonds, avec un rendement satisfaisant et un niveau de risque acceptable, auprès du secteur privé. La BRI a donc pris des mesures pour adapter ses activités bancaires et sa gestion des risques à ces nouveaux défis. En conséquence, et sous l'influence de l'évolution des conditions sur les marchés financiers, le volume des dépôts – qui s'était accru



de DTS 25,1 milliards en moyenne annuelle les deux exercices précédents – a diminué de DTS 38,9 milliards en 2008/09, pour s'établir à DTS 197,2 milliards au 31 mars 2009.

Le total du bilan s'est contracté de DTS 55,8 milliards en 2008/09, après une hausse de DTS 40,2 milliards en 2007/08, et a clôturé à DTS 255,4 milliards au 31 mars 2009.

Passif

La taille du bilan de la BRI est essentiellement déterminée par les apports de la clientèle, qui constituent la plus grande part du total du passif (graphique). Au 31 mars 2009, ceux-ci (hors mises en pension) se chiffraient à DTS 220,3 milliards, contre DTS 265,2 milliards un an auparavant.

Les apports de la clientèle sont libellés en monnaies à hauteur de près de 90 % et, pour le reste, en or. Les dépôts en monnaies ont décru, revenant de DTS 236,1 milliards il y a un an à DTS 197,2 milliards à fin mars 2009 – montant qui représente quelque 4 %⁸ des réserves de change mondiales (lesquelles atteignent près de DTS 4 500 milliards, contre DTS 4 200 milliards il y a un an). La part du dollar dans les dépôts en monnaies se situe à 68 %, et celle de l'euro, à 21 %. À DTS 23,1 milliards, fin mars 2009, les dépôts en or ont diminué de DTS 6 milliards sur l'exercice.

La contraction des dépôts en monnaies de la clientèle correspond essentiellement à une baisse de 13 %, 26 % et 22 % des apports en MTI, FIXBIS et dépôts à vue/à préavis, respectivement.

Pour ce qui est de la répartition des dépôts par origine géographique, on observe une relative stabilité, ceux de la clientèle d'Asie venant au premier rang.

Actif

Pour la plupart, les actifs de la BRI consistent en titres souverains et quasi souverains, y compris acquis sous forme de prises en pension, et, dans une proportion moindre que durant l'exercice antérieur, en placements auprès de banques commerciales internationales de tout premier rang. Par ailleurs, la Banque détenait 120 tonnes d'or fin au 31 mars 2009. La BRI gère très prudemment son exposition au risque de crédit : au 31 mars 2009, la quasi-totalité de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A- (états financiers, section Gestion des risques, partie 3, Risque de crédit).

Les actifs en monnaies totalisaient DTS 208,9 milliards au 31 mars 2009, contre DTS 265,7 milliards un an auparavant. La baisse des dépôts de la clientèle s'est principalement traduite par une réduction des placements auprès des banques commerciales, en partie compensée par une augmentation des acquisitions de bons du Trésor.

La BRI utilise divers instruments dérivés pour optimiser la gestion de ses actifs et passifs (états financiers, note 7).

⁸ Ne sont pas pris en compte dans le calcul les fonds placés par les institutions non recensées dans les statistiques sur les réserves de change.

Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)

Mandataire (trustee) d'emprunts publics internationaux

La BRI a continué de remplir ses fonctions de mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour plus de détails, se reporter au *63^e Rapport annuel*, juin 1993). La Banque fédérale d'Allemagne, en tant qu'agent payeur, a notifié à la BRI que le Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen (BADV – bureau fédéral allemand chargé, notamment, de régler les questions patrimoniales en suspens) a fait procéder, en 2008, à un versement d'approximativement €4,6 millions à titre de remboursement du principal et de paiement d'intérêts. Les valeurs de remboursement et autres précisions ont été publiées par le BADV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application, par le BADV, de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young, la Banque a maintenu les réserves qu'elle avait formulées (se reporter au *50^e Rapport annuel*, juin 1980), lesquelles valent aussi pour les 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. En 2008/09, les contrats de nantissement ont concerné des obligations du Pérou (*67^e Rapport annuel*, juin 1997) et de la Côte d'Ivoire (*68^e Rapport annuel*, juin 1998).

Résultats financiers et répartition du bénéfice

Résultats financiers

Contexte conjoncturel

Les résultats financiers de la Banque pour son 79^e exercice, 2008/09, sont à replacer dans le contexte des turbulences qui n'ont cessé de toucher les marchés financiers mondiaux sur lesquels la BRI exerce son activité bancaire. Apparues en juillet 2007, ces turbulences se sont intensifiées en septembre 2008, au moment où plusieurs grands établissements financiers étaient près du dépôt de bilan ou ont fait faillite. Les banques et autres institutions financières sont devenues réticentes à se prêter entre elles, sauf à très court terme. Les marchés de titres ont été, eux aussi, profondément désorganisés, la fuite vers les valeurs refuges allant jusqu'à paralyser, ou presque, certains segments.

Afin de stopper la dégradation du marché interbancaire, les banques centrales et les pouvoirs publics ont agi, au cours des mois suivants, pour soutenir le système bancaire mondial. À ce stade, les préoccupations ont dépassé la sphère financière et ont porté sur la situation de l'économie mondiale, ce qui a entraîné un élargissement des *spreads* pour les titres

non financiers. Les autorités monétaires ont soutenu l'activité en ramenant les taux directeurs à des niveaux exceptionnellement bas. Dans ces conditions, la valeur de marché des titres d'État et le cours de l'or ont notablement augmenté.

Face à ces turbulences exceptionnelles, la Direction de la BRI a pris successivement plusieurs mesures visant à accroître la résilience de la Banque. Au passif du bilan, le taux servi sur les instruments BRI de court terme a été réduit, et, en plusieurs étapes, l'émission de certains produits a été freinée, puis suspendue lorsque cela a été nécessaire, entraînant une baisse des dépôts en monnaies. À l'actif, la Direction a réduit le volume et la durée de ses placements auprès des banques commerciales, en développant ses placements en actifs souverains et quasi-souverains. Ces mesures ont entraîné une contraction du total du bilan et ont préservé la rentabilité structurelle de la Banque, tout en protégeant ses résultats des importantes pertes qui auraient pu résulter du défaut de contreparties et d'émetteurs. De surcroît, la Direction a limité à 5 tonnes les cessions d'or en 2008/09 (contre 25 tonnes durant l'exercice précédent) et a raccourci, de 4 à 3 ans, la durée de la référence qu'elle assigne à ses portefeuilles de titres de placement.

Principaux éléments

Les évolutions décrites ci-dessus ont eu plusieurs conséquences :

- élargissement prononcé des marges d'intérêt concernant le portefeuille de la Banque sur ressources empruntées, après des niveaux déjà élevés en 2007/08 ;
- nouvelles pertes d'évaluation latentes sur les obligations détenues par la Banque dans son portefeuille sur ressources empruntées, sous l'effet de l'élargissement des *spreads* de crédit par rapport au Libor ;
- importants gains supplémentaires, réalisés et latents, au titre des placements de la Banque sur ressources propres, du fait de la hausse de la valeur de marché des titres d'État et du cours de l'or.

Ces facteurs ont produit les résultats suivants :

- un bénéfice d'exploitation de DTS 245,3 millions, en baisse de DTS 11,2 millions par rapport à 2007/08 ;
- un bénéfice net de DTS 446,1 millions, en repli de 18,1 % par rapport à 2007/08 ;
- une augmentation supplémentaire (de DTS 612,8 millions) des fonds propres, après une hausse de DTS 1 010,7 millions en 2007/08 ;
- un rendement des fonds propres de 5,8 %, contre 9,1 % en 2007/08.

Analyse détaillée (voir compte de profits et pertes)

Le produit d'intérêts net a atteint DTS 1 601,9 millions pour 2008/09, en hausse de 64,5 % par rapport au chiffre de DTS 973,4 millions pour 2007/08. Cette hausse tient essentiellement à l'accroissement de la marge d'intérêt résultant de l'élargissement marqué des *spreads*, par rapport au Libor, concernant les intérêts perçus sur les actifs (pondérés des risques) de la Banque, et de la baisse des taux d'intérêt servis sur les passifs de la Banque.

Les variations nettes d'évaluation se sont soldées par une perte de DTS 1 181,7 millions en 2008/09 (après une perte de DTS 553,7 millions en 2007/08)⁹. Pour l'essentiel (quelque DTS 1 100 millions), il s'agit d'une perte de valorisation latente résultant de l'augmentation des *spreads* de crédit par rapport au Libor, qui a réduit la juste valeur des obligations détenues par la Banque dans ses portefeuilles de titres. Cette perte latente représente près de 3 % de la valeur de ces portefeuilles (DTS 35 milliards), constitués d'instruments financiers d'excellente qualité.

Les charges d'exploitation (états financiers, note 25) se sont inscrites à DTS 166,5 millions, soit une progression de 7,8 % par rapport à l'exercice précédent (DTS 154,5 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont chiffrés à DTS 154,4 millions, en hausse de 8,4 % par rapport au montant de DTS 141,9 millions enregistré en 2007/08. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle s'effectue le règlement de la plupart des dépenses administratives de la Banque, les charges d'exploitation ont augmenté de 3,2 %. La dotation aux amortissements (DTS 12,1 millions) est légèrement inférieure (de DTS 0,5 millions) au chiffre de 2007/08 (DTS 12,6 millions).

Le bénéfice d'exploitation résultant de ces divers éléments s'est situé à DTS 245,3 millions, soit un repli de 4,4 % par rapport au chiffre de 2007/08 (DTS 256,5 millions).

Un gain net de DTS 123,8 millions sur ventes de titres de placement résulte de la cession de titres qui avaient été acquis à un moment où les taux d'intérêt étaient plus élevés ; il comprend des gains réalisés lorsque la Banque a, comme indiqué *supra*, réduit la durée de la référence assignée à ses portefeuilles de titres de placement. En 2007/08, une perte nette de DTS 5,1 millions avait été enregistrée sur ventes de titres de placement.

Le gain réalisé de DTS 77,0 millions sur ventes d'actifs de placement en or correspond à la cession de 5 tonnes d'or, sur un total de 125 tonnes détenu en propre par la BRI au 31 mars 2008. En 2007/08, la Banque avait enregistré un gain de DTS 293,3 millions sur la vente de 25 tonnes d'or détenu en propre.

Sous l'effet des différents facteurs mentionnés ci-avant, le bénéfice net du 79^e exercice, 2008/09, s'établit à DTS 446,1 millions, soit une baisse de 18,1 % par rapport aux DTS 544,7 millions de l'an passé.

En dehors des éléments enregistrés au compte de profits et pertes, les gains ou pertes latent(e)s sur le placement de l'or détenu en propre et les titres de placement de la Banque sont porté(e)s au compte de réévaluation de l'or et

⁹ Selon les conventions comptables de la Banque, en vigueur depuis 2003, tous les instruments financiers inclus dans le portefeuille sur ressources empruntées sont comptabilisés à la juste valeur. Les variations de la juste valeur de ces instruments sont portées au compte de profits et pertes. La Banque, qui assume le rôle de teneur de marché pour certains instruments émis contre dépôts en monnaies au passif, enregistre des profits et pertes réalisés sur ces instruments. Le risque de marché inhérent à ces opérations est géré par la Banque de manière globale, sur la totalité des actifs, passifs et dérivés à la juste valeur détenus dans ses portefeuilles bancaires sur ressources empruntées. Dans des conditions de marché normales, où les *spreads* de crédit sont relativement stables, les gains/pertes réalisé(e)s et latent(e)s sur les dépôts en monnaies au passif sont compensé(e)s par les pertes/gains réalisé(e)s et latent(e)s sur les actifs et dérivés qui en sont la contrepartie ou sur d'autres dépôts en monnaies au passif.

au compte de réévaluation des titres, respectivement, qui constituent tous les deux des éléments de fonds propres.

Le compte de réévaluation des titres a augmenté de DTS 159,1 millions, résultat net de gains latents sur titres de placement (+DTS 282,8 millions) et d'un transfert de gains réalisés (-DTS 123,8 millions) au compte de profits et pertes.

Le compte de réévaluation de l'or a également enregistré une hausse, de DTS 152,4 millions, sous l'effet de gains latents (+DTS 229,4 millions) résultant de l'incidence, sur l'or détenu en propre par la Banque, de l'appréciation du cours de l'or en 2008/09, et d'un transfert de gains réalisés sur ventes d'actifs de placement en or (-DTS 77,0 millions) au compte de profits et pertes.

En incluant ces gains, le rendement total de la Banque s'est établi à DTS 757,6 millions, soit un rendement de 5,8 % sur fonds propres moyens (DTS 13 149 millions). En 2007/08, le rendement total s'était chiffré à DTS 1 150,0 millions, et le taux de rendement des fonds propres moyens (DTS 12 586 millions), à 9,1 %. Compte tenu du dividende versé pour 2007/08, les fonds propres de la Banque ont progressé de DTS 612,8 millions durant l'exercice clos le 31 mars 2009, contre DTS 1 010,7 millions en 2007/08.

Proposition de dividende

Au cours de l'exercice 2005/06, le Conseil d'administration avait analysé la politique de dividende, en considérant les besoins en fonds propres de la Banque et l'intérêt de ses actionnaires à obtenir un rendement juste et viable sur leurs placements en actions BRI. Le Conseil d'administration avait conclu que la pratique consistant à augmenter le dividende de DTS 10 par an restait, dans l'ensemble, compatible avec ces considérations. Le dividende est ainsi passé de DTS 235 par action en 2004/05 à DTS 265 en 2007/08. Le Conseil d'administration avait également décidé de revoir la politique de dividende tous les deux ou trois ans, en tenant compte, si nécessaire, de tout élément nouveau.

Comme prévu l'an dernier, le Conseil d'administration a réanalysé le niveau du dividende en 2008/09, pour conclure que l'environnement, caractérisé par les turbulences de marché et les incertitudes qui en découlent, n'était pas propice à la définition d'une politique de moyen terme pour le dividende. Considérant les évolutions financières notées ci-avant, le Conseil d'administration propose de laisser le dividende pour 2008/09 inchangé au niveau de l'exercice précédent, à DTS 265 par action.

Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice

En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir et d'affecter comme suit le bénéfice net de DTS 446,1 millions pour l'exercice 2008/09 :

1. DTS 144,7 millions au paiement d'un dividende de DTS 265 par action ;

2. DTS 30,1 millions à transférer au Fonds de réserve générale¹⁰ ;
3. DTS 271,3 millions, soit le reliquat du bénéfice net disponible, à transférer au Fonds de réserve libre, que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux Statuts.

Il n'est proposé aucun transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes, puisque le dividende est resté inchangé par rapport à celui de l'exercice précédent.

Si cette recommandation est approuvée, le dividende sera payé le 2 juillet 2009 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque au 31 mars 2009, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, selon les instructions des actionnaires.

Le dividende sera payé en totalité sur 546 125 actions. Les actions émises et libérées sont au nombre de 547 125, dont 1 000 actions – les actions suspendues de l'émission albanaise – détenues en propre au 31 mars 2009. Les actions détenues en propre ne reçoivent pas de dividende.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Les états financiers de la Banque ont été dûment vérifiés par Deloitte AG, qui a confirmé que ces états donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2009 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Le rapport des commissaires-vérificateurs figure à la suite des états financiers.

¹⁰ L'article 51 des Statuts de la BRI dispose que, lorsque le Fonds de réserve générale atteint le quadruple du capital libéré de la Banque (ce qui était le cas au 31 mars 2009), 10 % du bénéfice après paiement du dividende est affecté à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital effectivement versé.

États financiers

Au 31 mars 2009

Les états financiers (pages 200–257) pour l'exercice clos le 31 mars 2009 ont été approuvés le 11 mai 2009 en vue d'être soumis à l'Assemblée générale du 29 juin 2009. Ils sont présentés dans la forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque ; ils sont publiés sous réserve de l'approbation des actionnaires lors de l'Assemblée générale.

Jaime Caruana
Directeur Général

Hervé Hannoun
Directeur Général Adjoint

Les états financiers, y compris les notes annexes, sont préparés en anglais. En cas de doute, il convient de se référer à la version anglaise.

Bilan

Au 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note	2009	2008
Actif			
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	3	915,2	36,8
Or et prêts d'or	4	25 416,2	31 537,7
Bons du Trésor	5	96 421,9	50 736,9
Titres pris en pension	5	38 594,4	91 884,6
Prêts et avances	6	18 512,7	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	5	55 763,7	61 918,5
Instruments dérivés	7	13 749,1	7 426,4
Créances à recouvrer	8	5 822,5	5 311,8
Immobilisations corporelles	9	191,0	190,4
Total actif		255 386,7	311 139,0
Passif			
Dépôts en monnaies	10	197 222,2	236 120,9
Dépôts en or	11	23 052,1	29 101,4
Titres donnés en pension	12	–	1 894,1
Instruments dérivés	7	6 816,8	6 227,7
Engagements à payer	13	14 211,5	24 365,4
Autres passifs	14	368,2	326,5
Total passif		241 670,8	298 036,0
Fonds propres			
Capital	15	683,9	683,9
Réserves statutaires	16	10 367,3	9 967,3
Compte de profits et pertes		446,1	544,7
Moins : actions détenues en propre	17	(1,7)	(1,7)
Autres comptes de fonds propres	18	2 220,3	1 908,8
Total fonds propres		13 715,9	13 103,0
Total passif et fonds propres		255 386,7	311 139,0

Compte de profits et pertes

Pour l'exercice clos le 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note	2009	2008
Produits d'intérêts	20	8 254,9	11 181,2
Charges d'intérêts	21	(6 653,0)	(10 207,8)
Produit d'intérêts net		1 601,9	973,4
Variation nette d'évaluation	22	(1 181,7)	(553,7)
Produit d'intérêts et de réévaluation		420,2	419,7
Produit net d'honoraires et de commissions	23	0,4	0,8
Perte de change nette	24	(8,8)	(9,5)
Total produits d'exploitation		411,8	411,0
Charges d'exploitation	25	(166,5)	(154,5)
Bénéfice d'exploitation		245,3	256,5
Perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente	26	123,8	(5,1)
Gain/(perte) net(te) sur ventes d'actifs de placement en or	27	77,0	293,3
Bénéfice net de l'exercice		446,1	544,7
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	28	816,8	997,4

Tableau des flux de trésorerie

Pour l'exercice clos le 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note	2009	2008
Flux provenant des/(affectés aux) activités opérationnelles			
Produits d'intérêts et produits assimilés reçus		6 710,8	11 665,4
Charges d'intérêts et charges assimilées payées		(4 802,1)	(10 118,3)
Produit net d'honoraires et de commissions		0,4	0,8
Revenu des opérations de change		11,6	4,5
Charges d'exploitation payées		(154,4)	(141,9)
Produits d'exploitation hors trésorerie			
Variation d'évaluation sur actifs et passifs d'exploitation		(1 181,7)	(553,7)
Perte de conversion		(20,4)	(14,0)
Pertes de valeur des actifs bancaires en or		(18,3)	–
Variation au titre des intérêts courus et de l'amortissement		(288,4)	(573,7)
Variation des actifs et passifs d'exploitation			
Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		(29 289,7)	(1 445,5)
Actifs bancaires en monnaies		44 724,0	(13 174,8)
Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif		(8 910,2)	15 966,5
Dépôts en or		(6 049,3)	15 842,8
Actifs bancaires en or et prêts d'or		6 055,2	(15 961,7)
Créances à recouvrer		(0,3)	13,4
Autres passifs/engagements à payer		41,8	(46,9)
Instruments dérivés, en termes nets		(5 733,6)	(2 190,9)
Flux net affecté aux activités opérationnelles		1 095,4	(728,0)
Flux provenant des/(affectés aux) activités de placement			
Instruments en monnaies disponibles à la vente – variation nette	5B	1 021,2	(1 479,4)
Instruments en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes – variation nette		15,0	(9,3)
Titres donnés en pension – variation nette		(1 894,1)	831,6
Actifs de placement en or – variation nette	4B	295,7	245,0
Immobilisations corporelles – achats nets	9	(12,7)	(15,0)
Flux net affecté aux activités de placement		(574,9)	(427,1)

<i>En millions de DTS</i>	Note	2009	2008
Flux affectés aux activités de financement			
Païement du dividende		(144,7)	(139,3)
Rachat d'actions en 2001 – paiement aux anciens actionnaires		(0,1)	(0,5)
Flux net affecté aux activités de financement		(144,8)	(139,8)
Flux net total		375,7	(1 294,9)
Trésorerie et quasi-trésorerie – effet de change net		(23,2)	101,0
Trésorerie et quasi-trésorerie – variation nette		398,9	(1 395,9)
Trésorerie et quasi-trésorerie – baisse nette		375,7	(1 294,9)
Trésorerie et quasi-trésorerie, début d'exercice	29	936,1	2 231,0
Trésorerie et quasi-trésorerie, fin d'exercice	29	1 311,8	936,1

Évolution des fonds propres de la Banque

Pour l'exercice clos le 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note	Capital	Réserves statutaires	Profits et pertes	Actions détenues en propre	Autres comptes de fonds propres	Total fonds propres
Fonds propres au 31 mars 2007		683,9	9 487,4	619,2	(1,7)	1 303,5	12 092,3
Produits							
Bénéfice net pour 2007/08		-	-	544,7	-	-	544,7
Variation nette d'évaluation sur titres disponibles à la vente	18A	-	-	-	-	352,5	352,5
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	18B	-	-	-	-	252,8	252,8
Total produits comptabilisés		-	-	544,7	-	605,3	1 150,0
Paiement du dividende 2006/07		-	-	(139,3)	-	-	(139,3)
Affectation du bénéfice 2006/07		-	479,9	(479,9)	-	-	-
Fonds propres au 31 mars 2008		683,9	9 967,3	544,7	(1,7)	1 908,8	13 103,0
Produits							
Bénéfice net pour 2008/09		-	-	446,1	-	-	446,1
Variation nette d'évaluation sur titres disponibles à la vente	18A	-	-	-	-	159,1	159,1
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	18B	-	-	-	-	152,4	152,4
Total produits comptabilisés		-	-	446,1	-	311,5	757,6
Paiement du dividende 2007/08		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Affectation du bénéfice 2007/08		-	400,0	(400,0)	-	-	-
Fonds propres au 31 mars 2009 portés au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		683,9	10 367,3	446,1	(1,7)	2 220,3	13 715,9
Dividende proposé		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Dotations proposées aux réserves		-	301,4	(301,4)	-	-	-
Fonds propres au 31 mars 2009, après affectation proposée du bénéfice		683,9	10 668,7	-	(1,7)	2 220,3	13 571,2

Au 31 mars 2009, les réserves statutaires comprennent des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions (comme au 31 mars 2008).

Proposition d'affectation du bénéfice

Pour l'exercice clos le 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note	2009
Bénéfice net de l'exercice		446,1
Dotation au Fonds de réserve légale	16	–
Dividende proposé		
DTS 265 par action, sur 546 125 actions		(144,7)
Dotations proposées aux réserves		
Fonds de réserve générale	16	(30,1)
Fonds spécial de réserve de dividendes	16	–
Fonds de réserve libre	16	(271,3)
Solde après dotations aux réserves		–

La proposition d'affectation du bénéfice est conforme à l'article 51 des Statuts de la Banque.

Évolution des réserves statutaires de la Banque

Pour l'exercice clos le 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Note					2009
		Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total réserves statutaires
Solde au 31 mars 2008		68,3	3 009,8	148,0	6 741,2	9 967,3
Affectation du bénéfice 2007/08	16	–	40,0	6,0	354,0	400,0
Solde au 31 mars 2009 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		68,3	3 049,8	154,0	7 095,2	10 367,3
Dotations proposées aux réserves	16	–	30,1	–	271,3	301,4
Solde au 31 mars 2009, après affectation proposée du bénéfice		68,3	3 079,9	154,0	7 366,5	10 668,7

Conventions comptables

Les conventions comptables décrites ci-après ont été appliquées aux deux exercices présentés, sauf indication contraire.

1. Éléments des états financiers

Les états financiers couvrent tous les actifs et passifs, contrôlés par la Banque, dont c'est la Banque qui retire l'avantage économique, exerce les droits et assume les obligations.

Les actifs et passifs au nom de la Banque, mais non contrôlés par elle, et dont ce n'est pas elle qui retire l'avantage économique, exerce les droits et assume les obligations, ne sont pas pris en compte. La note 32 fournit des informations sur les éléments de hors-bilan.

2. Monnaie fonctionnelle et de présentation

La monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque est le droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international (FMI).

Le DTS est calculé à partir d'un panier de grandes monnaies en application de la Règle O-1 adoptée par le Conseil d'administration du FMI le 30 décembre 2005, avec effet au 1^{er} janvier 2006. Un DTS équivaut actuellement à la somme des éléments suivants : USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 et GBP 0,0903. Le FMI procède à une révision de la composition de ce panier tous les cinq ans ; la prochaine aura lieu en décembre 2010.

Sauf indication contraire, les chiffres figurant dans les présents états financiers sont exprimés en millions de DTS.

3. Conversion des monnaies

Les actifs et passifs monétaires sont convertis en DTS aux cours de change à la date des états financiers. Les autres actifs et passifs sont enregistrés en DTS aux cours de change à la date de transaction. Les profits et pertes sont convertis en DTS à un cours moyen. Les variations de change résultant de la reconversion des actifs et passifs monétaires et du règlement des opérations sont comptabilisées comme gains ou pertes de change nets au compte de profits et pertes.

4. Désignation des instruments financiers

Lors de sa comptabilisation initiale, chaque instrument financier est affecté à l'une des catégories suivantes, en fonction de sa nature et de sa finalité :

- prêts et créances
- actifs et passifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes
- actifs financiers disponibles à la vente
- passifs financiers comptabilisés au coût amorti

L'affectation de l'instrument financier à l'une de ces catégories détermine son traitement comptable, selon les règles décrites à la section 5 *infra*.

Lorsqu'un instrument est désigné comme instrument à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, cette désignation n'est plus modifiée ultérieurement par la Banque.

5. Structure des actifs et passifs

Les actifs et passifs sont répartis en deux types de portefeuilles.

A. Portefeuilles bancaires

Les portefeuilles bancaires sont constitués des dépôts en monnaies et en or au passif, et des actifs et dérivés correspondants.

La Banque effectue des opérations en monnaies et sur or pour le compte de sa clientèle, dans le cadre desquelles elle assume un degré restreint de risques sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

La Banque désigne la totalité des instruments financiers en monnaies de ses portefeuilles bancaires (autres que l'encaisse ainsi que les comptes à vue et à préavis auprès des banques, à l'actif, de même que les comptes à vue et à préavis, au passif) comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. L'utilisation de la juste valeur dans les portefeuilles bancaires en monnaies est précisée à la section 9 *infra*.

Tous les actifs financiers en or de ces portefeuilles sont désignés comme prêts et créances, et tous les passifs financiers en or sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

B. Portefeuilles de placement

Les portefeuilles de placement sont composés des actifs, passifs et dérivés liés principalement au placement des fonds propres de la Banque.

La Banque détient ses fonds propres pour l'essentiel sous forme d'instruments financiers libellés en monnaies du panier du DTS, gérés par référence à un portefeuille obligataire de durée déterminée.

Les actifs en monnaies concernés (autres que l'encaisse ainsi que les comptes à vue et à préavis auprès des banques) sont désignés comme actifs disponibles à la vente. Les titres correspondants donnés en pension sont, eux, désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

En outre, la Banque détient une partie de ses fonds propres dans des portefeuilles gérés plus activement. Les actifs en monnaies de ces portefeuilles constituent des instruments de négociation désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les fonds propres de la Banque sont, pour le reste, investis en or. L'or détenu en propre par la Banque est désigné comme actif disponible à la vente.

6. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

L'encaisse et les comptes à vue auprès des banques sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus, le cas échéant.

7. Comptes à préavis

Les comptes à préavis sont des actifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, qui figurent au bilan sous Prêts et avances.

En raison de leur courte durée, ces instruments sont désignés comme prêts et créances. Ils sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux produits d'intérêts, selon le principe des intérêts courus.

8. Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif

Les comptes de dépôts à vue et à préavis sont des passifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, qui figurent au bilan sous Dépôts en monnaies.

En raison de leur courte durée, ces instruments sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti. Ils sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux charges d'intérêts, selon le principe des intérêts courus.

9. Utilisation de la juste valeur dans les portefeuilles bancaires en monnaies

Dans le cadre de ses opérations bancaires en monnaies, la Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains passifs qu'elle émet en contrepartie de dépôts en monnaies et sur lesquels elle enregistre des profits et des pertes réalisés.

Conformément à ses politiques de gestion des risques, la Banque gère le risque de marché inhérent à ces opérations de manière globale, sur la base de la juste valeur, pour la totalité des actifs, passifs et dérivés concernés détenus dans ses portefeuilles bancaires en monnaies. Les gains ou pertes réalisés et latents sur les dépôts en monnaies au passif sont ainsi, dans l'ensemble, compensés par les gains ou pertes réalisés et latents sur les actifs en monnaies et dérivés correspondants ou sur d'autres dépôts en monnaies au passif.

Pour éviter que la comptabilisation sur des bases différentes des profits et pertes réalisés et latents ne donne lieu à des incohérences, la Banque désigne les actifs, passifs et dérivés concernés de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

10. Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Comme indiqué plus haut, tous les dépôts en monnaies au passif, à l'exception des dépôts sur comptes à vue et à préavis, sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction et à leur coût. Le montant résultant, par la suite, des intérêts courus à verser et de l'amortissement des primes reçues et coupons payés est inclus dans les charges d'intérêts sur la base du taux d'intérêt effectif.

Postérieurement à la date de transaction, les dépôts en monnaies au passif sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

11. Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, prêts et avances, emprunts d'État et autres titres.

Comme indiqué plus haut, la Banque désigne la totalité des actifs en monnaies concernés de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. En outre, la Banque détient certains portefeuilles de placement gérés plus activement. Les actifs en monnaies de ces portefeuilles constituent des instruments négociables désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ces actifs en monnaies sont comptabilisés au bilan à la date de transaction et à leur coût. Le montant résultant, par la suite, des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les produits d'intérêts sur la base du taux d'intérêt effectif.

Postérieurement à la date de transaction, les actifs en monnaies sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

12. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, prêts et avances, emprunts d'État et autres titres.

Comme indiqué plus haut, la Banque désigne la totalité des actifs concernés de ses portefeuilles de placement en monnaies comme instruments disponibles à la vente, à l'exception des actifs figurant dans ses portefeuilles de placement gérés plus activement.

À l'origine, ces actifs en monnaies sont comptabilisés au bilan à la date de transaction et à leur coût. Le montant résultant, par la suite, des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les produits d'intérêts sur la base du taux d'intérêt effectif.

Postérieurement à la date de transaction, les actifs en monnaies sont réévalués à la juste valeur, les gains ou pertes latents étant portés au compte de réévaluation des titres, qui figure au bilan sous Autres comptes de fonds propres. Les gains réalisés sur cessions sont comptabilisés sous Gain/(perte) net(te) sur ventes de titres disponibles à la vente, au compte de profits et pertes.

13. Positions courtes sur actifs en monnaies

Les positions courtes sur actifs en monnaies sont comptabilisées au bilan sous Autres passifs, à la date de transaction et à leur valeur de marché.

14. Or

Par « or », on entend les barres identifiées détenues en conservation et les comptes à vue. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

L'or est porté au bilan sur la base de son poids (converti en DTS sur la base du cours du marché de l'or et du cours de change du dollar). Les achats et ventes d'or sont pris en compte à la date de règlement. Les achats et ventes d'or à terme sont traités comme des dérivés jusqu'à la date de règlement.

Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

15. Prêts d'or

Les prêts d'or désignent les prêts d'or à terme à des banques commerciales. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

Les prêts d'or sont portés au bilan à la date de transaction sur la base de leur poids d'or (converti en DTS sur la base du cours du marché de l'or et du cours de change du dollar), avec les intérêts courus.

Les intérêts relatifs aux prêts d'or sont incorporés aux produits d'intérêts, sur la base du taux d'intérêt effectif. Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

16. Dépôts en or

Les dépôts en or recouvrent les dépôts à vue et à terme reçus de banques centrales. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

Les prêts d'or sont portés au bilan à la date de transaction sur la base de leur poids d'or (converti en DTS sur la base du cours du marché de l'or et du cours de change du dollar), avec les intérêts courus.

Les intérêts relatifs aux dépôts d'or sont incorporés aux charges d'intérêts, sur la base du taux d'intérêt effectif. Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

17. Gains et pertes réalisés et latents sur or

Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or dépend de sa désignation, comme décrit ci-après.

A. Portefeuilles bancaires, composés des dépôts en or et des actifs bancaires en or correspondants

La Banque désigne les prêts d'or de ses portefeuilles bancaires comme prêts et créances, et les dépôts en or comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti. Les dérivés sur or figurant dans ces portefeuilles sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les gains ou pertes résultant de ces opérations sont comptabilisés sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de transaction net(te).

Les gains ou pertes résultant de la reconversion de la position nette sur or dans les portefeuilles bancaires sont comptabilisés sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de conversion net(te).

B. Portefeuilles de placement, composés des actifs de placement en or

L'or détenu en propre par la Banque est désigné et comptabilisé comme actif disponible à la vente.

Les gains ou pertes latents sur les actifs de placement en or de la Banque par rapport à leur coût d'acquisition supposé sont portés au compte de réévaluation de l'or, figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût supposé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant de 208 dollars, appliqué de 1979 à 2003 suite à une décision du Conseil d'administration de la Banque, converti au cours de change en vigueur le 31 mars 2003.

Les gains ou pertes réalisés sur cessions d'actifs de placement en or sont comptabilisés sous Gain net sur ventes d'actifs de placement en or, au compte de profits et pertes.

18. Titres donnés en pension

Lorsque ces passifs correspondent à la gestion d'actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Lorsqu'ils correspondent à des actifs en monnaies disponibles à la vente, ils sont classés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction et à leur coût. Le montant résultant, par la suite, des intérêts courus est inclus dans les charges d'intérêts sur la base du taux d'intérêt effectif.

Postérieurement à la date de transaction, les passifs désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes sont réévalués à la juste valeur, les gains ou pertes latents étant portés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

19. Instruments dérivés

Les dérivés sont utilisés par la Banque pour gérer son risque de marché ou à des fins de négociation. Ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction et à leur coût. Le montant résultant, par la suite, des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les produits d'intérêts sur la base du taux d'intérêt effectif.

Postérieurement à la date de transaction, les dérivés sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

Les dérivés sont inscrits à l'actif ou au passif, selon que la juste valeur du contrat est positive ou négative pour la Banque.

Lorsqu'un dérivé est incorporé dans un contrat hôte qui n'est pas comptabilisé comme instrument à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, il est séparé du contrat hôte à des fins comptables et traité comme s'il était un dérivé autonome, selon les règles indiquées ci-avant.

20. Principes d'évaluation

Les principes d'évaluation de la Banque ont été approuvés par le Conseil d'administration. Dans ce cadre, la Banque définit le mode de désignation des instruments financiers, qui détermine leurs critères d'évaluation et leur traitement comptable. Des procédures d'évaluation détaillées viennent compléter ces principes.

La majorité des instruments financiers figurant au bilan sont comptabilisés à la juste valeur. La juste valeur d'un instrument financier se définit comme le montant pour lequel il pourrait être échangé entre des parties bien informées et agissant en toute liberté dans des conditions de concurrence normales.

Le recours à la juste valeur garantit que l'information financière du Conseil et des actionnaires reflète le mode de gestion des activités bancaires et que cette information est conforme aux résultats économiques de la gestion des risques communiqués à la Direction.

La Banque considère que les cours (prix/taux) établis sur un marché actif constituent la meilleure indication de la juste valeur. En l'absence de cours cotés, la Banque emploie une technique de valorisation adaptée à l'instrument ; elle peut utiliser la valeur de marché d'opérations récentes effectuées dans des conditions de concurrence normales et portant sur des instruments similaires, ou peut recourir à des modèles financiers. Quand elle a recours à de tels modèles, la Banque vise à se fonder, autant que possible, sur des données de marché observables (taux d'intérêt et volatilité, par exemple) et pertinentes. Elle s'en remet le moins possible à ses propres estimations. Parmi les modèles de valorisation figurent la méthode des flux de trésorerie actualisés et les modèles de valorisation des options.

Lorsque la juste valeur est déterminée par des techniques de valorisation, les modèles mis en œuvre font l'objet d'un examen initial et d'un réexamen périodique, comme l'exige la politique de la Banque en matière de validation des modèles.

La Banque dispose d'une unité indépendante de contrôle des valorisations qui passe périodiquement en revue l'évaluation des instruments financiers. Les contrôles comprennent en outre le suivi et l'analyse des profits et pertes journaliers.

La Banque évalue ses actifs au cours acheteur et ses passifs au cours vendeur. Les actifs et passifs financiers qui ne sont pas estimés à la juste valeur sont portés au bilan au coût amorti.

21. Dépréciation des actifs financiers

La Banque passe en revue ses actifs financiers non comptabilisés à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, pour déceler tout indice de dépréciation à la date des états financiers. Un actif financier est déprécié lorsqu'il existe des éléments objectifs probants montrant que les flux de trésorerie futurs estimés générés par cet actif ont diminué en raison d'un ou de plusieurs événements postérieurs à la comptabilisation initiale de l'actif. Parmi les indices de dépréciation peuvent figurer des éléments affectant la contrepartie ou l'émetteur : sérieuses difficultés financières, défaut, faillite probable, restructuration du capital.

Les pertes de valeur sont comptabilisées en charges au compte de profits et pertes si l'écart négatif de juste valeur par rapport au coût amorti n'est pas jugé temporaire. Si, lors d'exercices ultérieurs, cet écart négatif diminue, la perte de valeur qui a été comptabilisée est reprise au compte de profits et pertes, dans la mesure où la nouvelle valeur comptable n'est pas supérieure à celle qui aurait été déterminée pour cet actif si aucune perte de valeur n'avait été comptabilisée.

22. Créances à recouvrer et engagements à payer

Il s'agit principalement de montants à très court terme liés au règlement de transactions financières. Ils sont initialement comptabilisés à la juste valeur et sont ensuite portés au bilan au coût amorti.

23. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles de la Banque sont inscrites à l'actif au coût historique amorti sur une base linéaire par rapport à leur durée d'utilité estimée :

Immeubles – 50 ans

Installations et machines des immeubles – 15 ans

Équipement, informatique – jusqu'à 4 ans

Équipement, autre – 4 à 10 ans

Les terrains de la Banque ne sont pas amortis. La Banque effectue un examen annuel de la dépréciation de ses immobilisations corporelles. Lorsque la valeur comptable d'un actif est supérieure à son prix de vente estimé, elle est réduite d'autant.

24. Provisions

Des provisions sont constituées lorsque la Banque a une obligation actuelle, juridique ou implicite, résultant d'événements antérieurs à la date des états financiers, et lorsqu'il est probable que des ressources économiques seront requises pour s'acquitter de cette obligation, à condition que son montant puisse être raisonnablement estimé. Le montant comptabilisé en provision est déterminé sur la base des meilleures estimations et hypothèses.

25. Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi

La BRI gère trois systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi : deux régimes de retraite, au bénéfice de ses agents et de ses administrateurs, respectivement ; un système d'assurance maladie et accidents en faveur de ses agents actuels et anciens. Ces systèmes font chaque année l'objet d'une évaluation actuarielle indépendante.

A. Pensions des agents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime de retraite à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière, reposant sur un fonds sans personnalité juridique propre. Les actifs du fonds sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à y participer. La Banque est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du régime.

Le passif du Fonds de pension des agents correspond à la valeur actualisée de l'obligation de prestations déterminées à la date des états financiers, moins la juste valeur des actifs du fonds à la date des états financiers, en tenant compte des ajustements pour gains et pertes actuariels non comptabilisés et des coûts des prestations pour services passés. Cette obligation est calculée selon la méthode de répartition des prestations projetées. La valeur actualisée de l'obligation est calculée à partir d'une estimation des sorties de fonds futures. La Banque détermine le taux servant à actualiser les flux de trésorerie à partir du rendement de marché de titres de dette d'entreprise de première qualité, émis en francs suisses et assortis d'échéances résiduelles avoisinant celles des passifs correspondants.

Le montant imputé au compte de profits et pertes représente la somme du coût actuel des prestations constituées dans le cadre du système durant l'exercice et des intérêts au taux d'actualisation appliqué à l'obligation de prestations déterminées. En outre, les gains et pertes actuariels résultant des ajustements liés aux antécédents (en cas de divergence entre hypothèses actuarielles précédentes et résultat effectif), des changements d'hypothèses actuarielles et des modifications du Règlement relatif au Système de pensions sont imputés au

compte de profits et pertes sur la période de service des agents concernés, conformément au principe du corridor décrit ci-après. Le passif correspondant est porté au bilan sous Autres passifs.

B. Pensions des administrateurs

La Banque gère, au bénéfice de ses administrateurs, un régime de retraite non capitalisé à prestations déterminées. Le passif, l'obligation de prestations déterminées et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime de retraite des administrateurs sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

C. Prestations d'assurance maladie et accidents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime d'assurance maladie et accidents non capitalisé à prestations déterminées. Le passif, l'obligation de prestations et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime d'assurance maladie et accidents sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

D. Principe du corridor

Des gains ou pertes actuariels résultent des ajustements liés aux antécédents (en cas de divergence entre hypothèses actuarielles précédentes et résultat effectif), des changements d'hypothèses actuarielles et des modifications du Règlement relatif au Système de pensions. Lorsque les gains ou pertes actuariels non comptabilisés cumulés dépassent, d'un montant supérieur aux limites d'un corridor de 10 %, le montant le plus élevé entre celui de l'obligation de prestations et celui de tous les actifs utilisés pour capitaliser l'obligation, le montant hors de ce corridor est amorti sur la période de service résiduelle estimée des agents concernés.

26. Tableau des flux de trésorerie

La Banque établit son tableau des flux de trésorerie selon une méthode indirecte en se fondant sur les variations du bilan, ajustées pour tenir compte des variations au titre des opérations financières en instance de règlement.

La trésorerie et la quasi-trésorerie recouvrent l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques ainsi que les comptes à préavis, actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum.

Notes annexes

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI, « la Banque ») est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930, de sa Charte constitutive et de ses Statuts. Son siège social est sis Centralbahnplatz 2, 4002 Bâle, Suisse. La Banque possède deux bureaux de représentation : l'un à Hong-Kong, région administrative spéciale de la République populaire de Chine (pour l'Asie et le Pacifique), et l'autre à Mexico, Mexique (pour les Amériques).

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 agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Cinquante-cinq banques centrales sont actuellement membres de la Banque. Elles exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales, en proportion du nombre d'actions BRI émises dans leurs pays respectifs. Le Conseil d'administration de la BRI est composé des gouverneurs des membres fondateurs de la Banque – banques centrales d'Allemagne, de Belgique, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie et du Royaume-Uni –, d'administrateurs que ces gouverneurs nomment, ainsi que des gouverneurs des banques centrales du Canada, de Chine, du Japon, du Mexique, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse, et du Président de la Banque centrale européenne.

2. Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers, la Direction de la Banque doit procéder à certaines estimations afin de calculer les montants déclarés d'actif et de passif, les actifs et passifs éventuels à la date des états financiers, ainsi que les montants déclarés de produits et de charges durant l'exercice. Pour arriver à ces estimations, la Direction utilise les informations disponibles, exerce son jugement et émet des hypothèses.

La Direction exerce son jugement en choisissant les conventions comptables de la Banque et en les mettant en application. Les jugements qui sous-tendent la désignation et l'évaluation des instruments financiers sont déterminants pour la préparation des états financiers.

Les hypothèses prennent la forme d'estimations prospectives relatives à l'évaluation des actifs et passifs, des obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi, et des provisions et passifs éventuels, par exemple.

Les chiffres effectifs ultérieurs peuvent différer sensiblement de ces estimations.

A. Évaluation des actifs financiers et passifs financiers

Comme il n'existe pas de marché secondaire actif pour certains actifs financiers et passifs financiers de la Banque, la Banque utilise, pour ces instruments, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation des hypothèses concernant ces paramètres pourrait affecter notablement la juste valeur déclarée des instruments financiers. Le tableau ci-après montre l'incidence d'une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Titres pris en pension	0,1	0,5
Prêts et avances	0,2	1,0
Emprunts d'État et autres titres	9,5	9,4
Dépôts en monnaies	18,5	24,0
Instruments dérivés	8,9	16,0

B. Évaluation des obligations d'entreprise

Au 31 mars 2009, la part de jugement requise pour valoriser les instruments financiers a été beaucoup plus importante que les années précédentes, du fait de la situation sur les marchés. Certains actifs financiers détenus par la Banque ne faisant l'objet que de rares transactions, une grande part de jugement a été nécessaire pour choisir, parmi une large gamme d'hypothèses possibles, les paramètres de valorisation. Cela a été notamment le cas des obligations d'entreprise (portées au bilan sous Emprunts d'État et autres titres), pour lesquelles les hypothèses de marge de crédit variaient de plusieurs dizaines de points de base. La Direction estime que tous les paramètres de valorisation utilisés par la Banque reflètent de manière juste et prudente les conditions du marché à la date des états financiers.

C. Pertes de valeur des actifs financiers

Les prêts d'or comportent une perte de valeur de DTS 18,3 millions, suite à un examen de la dépréciation au 31 mars 2009 (au 31 mars 2008 : néant). Cet examen, effectué contrepartie par contrepartie, a permis de déterminer celles qui rencontraient de réelles difficultés financières à la date des états financiers. Les pertes de valeur pour dépréciation sont comptabilisées au compte de profits et pertes, sous Produit d'intérêts net.

D. Hypothèses actuarielles et renchérissement des frais médicaux

L'évaluation du Fonds de pension et du régime d'assurance maladie et accidents repose sur des hypothèses actuarielles et des anticipations concernant l'inflation et les taux d'intérêt. Une variation de ces hypothèses aurait une incidence sur la valorisation des exigibilités du Fonds de pension et sur les montants inscrits dans les états financiers.

3. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

L'encaisse et les comptes à vue auprès des banques sont des liquidités auprès de banques centrales et de banques commerciales, dont la BRI peut disposer sur demande.

4. Or et prêts d'or

A. Total des avoirs en or

Composition de l'actif en or de la Banque :

Au 31 mars	2009	2008
En millions de DTS		
Barres détenues auprès de banques centrales	22 616,5	27 530,9
Total prêts d'or	2 799,7	4 006,8
Total or et prêts d'or	25 416,2	31 537,7
Dont :		
Actifs de placement en or	2 358,1	2 424,4
Actifs bancaires en or, or et prêts d'or	23 058,1	29 113,3

En raison de la dégradation de la solvabilité d'emprunteurs, une perte de valeur de DTS 18,3 millions a été enregistrée pour l'exercice (2008 : néant). Elle est comptabilisée en charges au compte de profits et pertes, sous Produit d'intérêts net.

B. Actifs de placement en or

Les actifs de placement en or de la Banque sont portés au bilan sur la base de leur poids d'or (converti en DTS sur la base du cours du marché de l'or et du cours de change du dollar), avec les intérêts courus. Leur plus-value par rapport à leur coût réputé est portée au compte de réévaluation de l'or (figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres), et les gains ou pertes réalisés sur cessions d'actifs de placement en or sont comptabilisés au compte de profits et pertes.

Pour une description du compte de réévaluation de l'or, voir la note 18. Le gain net sur ventes d'actifs de placement en or est présenté à la note 27.

Le tableau ci-après analyse la variation de la valeur des actifs de placement en or de la Banque.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Solde d'ouverture	2 424,4	2 306,0
Actifs de placement en or – variation nette		
Prêts d'or	–	–
Cessions d'or	(102,0)	(414,3)
Placements échus, pertes de valeur, comptes à vue et autres variations nettes	(193,7)	169,3
	(295,7)	(245,0)
Opérations en instance de règlement – variation nette	–	(182,7)
Effet de la variation du cours de l'or	229,4	546,1
Solde de clôture	2 358,1	2 424,4

Au 1^{er} avril 2008, les actifs de placement en or de la Banque étaient constitués de 125 tonnes d'or fin, dont 5 tonnes (2008 : 25 tonnes) ont été cédées durant l'exercice (note 27). Au 31 mars 2009, le solde s'établit à 120 tonnes d'or fin.

5. Actifs en monnaies

A. Total

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, prêts à terme, emprunts d'État et autres titres.

Les actifs en monnaies désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes sont constitués d'actifs bancaires, qui correspondent à l'emploi de dépôts de la clientèle, et des actifs de placement, qui font partie de portefeuilles gérés plus activement. Les actifs en monnaies disponibles à la vente comprennent le reste des actifs de placement de la Banque et correspondent, pour l'essentiel, au placement des fonds propres de la Banque.

Bons du Trésor : titres de court terme à intérêts précomptés émis par un État.

Titres pris en pension : opérations par lesquelles la Banque accorde un prêt à terme à une contrepartie qui fournit une sûreté, sous forme de titres, contre le risque de crédit. Le taux de rémunération du prêt est fixé au début de la transaction et il y a un engagement irrévocable de restituer des titres équivalents, sous réserve du remboursement du prêt. La juste valeur de la sûreté fait l'objet d'un suivi pendant toute la durée du contrat et, le cas échéant, la Banque obtient une sûreté supplémentaire.

Prêts à terme : placements effectués essentiellement auprès de banques commerciales, mais aussi auprès de banques centrales, institutions internationales et autres organismes publics, dont avances dans le cadre de lignes de crédit avec ou sans engagement. Le total des prêts et avances figurant au bilan comprend également les comptes à préavis (note 6).

Emprunts d'État et autres titres : titres de dette émis par des gouvernements, des institutions internationales et autres organismes publics, des banques commerciales et des entreprises, dont obligations à taux fixe ou variable et titres adossés à des actifs.

Les tableaux ci-dessous montrent la composition des actifs en monnaies de la Banque.

Au 31 mars 2009	Actifs bancaires	Actifs de placement			Total actifs en monnaies
	À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	Disponibles à la vente	À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	Total	
<i>En millions de DTS</i>					
Bons du Trésor	96 399,2	–	22,7	22,7	96 421,9
Titres pris en pension	38 594,4	–	–	–	38 594,4
Prêts à terme et avances	18 116,1	–	–	–	18 116,1
Emprunts d'État et autres titres					
État	3 024,1	8 211,8	–	8 211,8	11 235,9
Établissements financiers	22 548,1	707,6	710,7	1 418,3	23 966,4
Divers (dont secteur public)	18 621,5	1 939,9	–	1 939,9	20 561,4
	44 193,7	10 859,3	710,7	11 570,0	55 763,7
Total actifs en monnaies	197 303,4	10 859,3	733,4	11 592,7	208 896,1

Comme il n'existe pas de marché secondaire actif pour les opérations de la Banque concernant les titres pris en pension, les prêts à terme et avances ainsi que certains emprunts d'État et autres titres, la Banque utilise, pour ces catégories d'instruments, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit concernant ces trois catégories d'instruments financiers modifierait leur évaluation de DTS 9,8 millions (2008 : DTS 10,9 millions).

Au 31 mars 2008	Actifs bancaires	Actifs de placement			Total actifs en monnaies
	À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	Disponibles à la vente	À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	Total	
<i>En millions de DTS</i>					
Bons du Trésor	50 708,8	–	28,1	28,1	50 736,9
Titres pris en pension	89 991,1	1 893,5	–	1 893,5	91 884,6
Prêts à terme et avances	61 196,6	–	–	–	61 196,6
Emprunts d'État et autres titres					
État	4 532,4	7 642,7	–	7 642,7	12 175,1
Établissements financiers	30 814,0	1 012,5	603,8	1 616,3	32 430,4
Divers (dont secteur public)	16 154,4	1 158,7	–	1 158,7	17 313,1
	51 500,8	9 813,9	603,8	10 417,7	61 918,5
Total actifs en monnaies	253 397,3	11 707,4	631,9	12 339,3	265 736,6

B. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Les actifs de placement en monnaies de la Banque sont essentiellement liés à l'emploi de ses fonds propres. Ils sont désignés comme actifs disponibles à la vente, sauf s'ils font partie d'un portefeuille géré activement.

Le tableau ci-dessous analyse l'évolution des actifs en monnaies disponibles à la vente.

Le compte de réévaluation des titres est présenté à la note 18. La note 26 détaille le poste Gain/(perte) net(te) sur ventes de titres disponibles à la vente.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	11 707,4	9 843,8
Actifs en monnaies disponibles à la vente – variation nette		
Acquisitions	10 805,7	20 990,3
Cessions	(4 633,8)	(2 195,9)
Placements échus et divers	(7 193,1)	(17 315,0)
	(1 021,2)	1 479,4
Opérations en instance de règlement – variation nette	(109,8)	36,8
Juste valeur et divers	282,9	347,4
Solde de clôture	10 859,3	11 707,4

6. Prêts et avances

Les prêts et avances comprennent les prêts à terme et les comptes à préavis.

Les prêts à terme sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Les comptes à préavis sont désignés comme prêts et créances, et assimilés à la trésorerie et quasi-trésorerie. Il s'agit d'actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, portés au bilan à leur coût amorti.

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Prêts à terme et avances	18 116,1	61 196,6
Comptes à préavis	396,6	899,3
Total prêts et avances	18 512,7	62 095,9

Un montant de DTS (50,0) millions a été porté au compte de profits et pertes comme variation de la juste valeur sur prêts à terme et avances (2008 : DTS 88,8 millions).

7. Instruments dérivés

La Banque a recours aux dérivés suivants à des fins de couverture et de négociation.

Contrat à terme de place sur taux et sur obligation : obligation contractuelle de recevoir ou de payer un montant net, reposant sur la variation d'un taux d'intérêt ou du cours d'une obligation, à une date donnée et à un prix déterminé par un marché organisé. Le marché organisé fixe, à la fin de chaque séance journalière, le cours de compensation du contrat ; l'appel de marge qui en résulte est couvert par des liquidités ou des titres liquides.

Option sur devise et sur or : contrat conférant à l'acquéreur le droit, mais non l'obligation, d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente), à ou jusqu'à une date donnée, un montant déterminé (devise ou or) à un prix fixé à l'avance. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

Swap devise-or, swap croisé taux-devises, swap de taux : engagement d'échanger un flux de trésorerie contre un autre. Un swap représente un échange économique de monnaies, d'or ou de taux d'intérêt (fixe contre variable, par exemple) ou un échange simultané de taux d'intérêt et de monnaies (swap croisé taux-devises). Il n'y a pas d'échange de principal, sauf pour certains swaps devise-or et certains swaps croisés taux-devises.

Contrat à terme de gré à gré sur devise ou sur or : engagement d'acheter une devise ou de l'or à une date future. Les opérations au comptant non livrées entrent dans cette catégorie.

Contrat de taux à terme de gré à gré : contrat de taux à terme de gré à gré donnant lieu à un règlement en liquidités, à une date donnée, correspondant à la différence entre un taux d'intérêt convenu et le taux du marché.

Option sur swap : contrat conférant à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, de conclure un swap de devises ou de taux à un prix fixé à l'avance, à ou jusqu'à une date donnée. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

En outre, la Banque vend à sa clientèle des produits qui incorporent des dérivés (notes 10 et 11). Les dérivés incorporés sont séparés du contrat hôte à des fins comptables et traités en tant que dérivés lorsque le contrat hôte n'est pas comptabilisé à la juste valeur. Ainsi, les options sur devise et sur or incorporées dans les dépôts en double devise or sont comptabilisées avec les dérivés en tant qu'options sur devise et sur or.

Le tableau ci-après détaille la juste valeur des instruments dérivés.

Au 31 mars	2009			2008		
	Montant notionnel	Juste valeur		Montant notionnel	Juste valeur	
		Actif	Passif		Actif	Passif
<i>En millions de DTS</i>						
Contrats à terme de gré à gré sur devise et sur or	3 047,4	7,3	(173,0)	1 095,0	21,0	(13,4)
Contrats à terme de place sur obligation	1 862,4	1,2	(1,4)	1 367,8	1,4	(1,4)
Contrats à terme de place sur taux	12 430,4	0,3	(0,9)	10 114,0	0,9	(0,2)
Contrats de taux à terme de gré à gré	10 875,9	20,0	(13,3)	26 377,0	22,2	(27,3)
Options sur devise et sur or	5 030,1	156,6	(158,2)	4 669,0	64,0	(64,9)
Options sur swap	2 016,9	6,9	(14,0)	6 162,7	2,4	(56,7)
Swaps croisés taux-devises	2 708,0	95,6	(400,7)	3 836,0	117,6	(750,7)
Swaps devise-or	99 578,6	2 860,4	(1 294,1)	127 026,0	1 372,2	(3 119,1)
Swaps de taux	393 413,7	10 600,8	(4 761,2)	360 306,4	5 824,7	(2 194,0)
Total instruments dérivés	530 963,4	13 749,1	(6 816,8)	540 953,9	7 426,4	(6 227,7)
Total net instruments dérivés			6 932,3			1 198,7

Comme il n'y a pas de marché secondaire actif pour certains dérivés négociés par la Banque, la Banque utilise, pour ces actifs et passifs, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit modifierait leur évaluation de DTS 8,9 millions (2008 : DTS 16,0 millions).

8. Créances à recouvrer

Au 31 mars	2009	2008
<i>En millions de DTS</i>		
Opérations financières en instance de recouvrement	5 811,5	5 301,1
Divers	11,0	10,7
Total créances à recouvrer	5 822,5	5 311,8

Les opérations financières en instance de recouvrement sont des transactions sur créances à court terme (actifs vendus et passifs émis) effectuées, mais pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu (à recouvrer généralement dans un délai maximum de 3 jours).

9. Immobilisations corporelles

Pour l'exercice clos le 31 mars				2009	2008
	Terrains	Immeubles	Équipement informatique et autre	Total	Total
<i>En millions de DTS</i>					
Coût historique					
Solde d'ouverture	41,2	189,4	118,5	349,1	334,4
Dépenses d'investissement	-	-	12,7	12,7	15,0
Cessions et retraits	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Solde de clôture	41,2	189,4	131,0	361,6	349,1
Amortissement					
Amortissement cumulé d'ouverture	-	84,7	74,0	158,7	146,4
Dotation aux amortissements	-	4,0	8,1	12,1	12,6
Cessions et retraits	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Solde de clôture	-	88,7	81,9	170,6	158,7
Valeur comptable nette en clôture	41,2	100,7	49,1	191,0	190,4

L'amortissement au titre de l'exercice clos le 31 mars 2009 comprend une dotation supplémentaire aux amortissements de DTS 0,4 million au titre de l'équipement informatique et autre, suite à un examen de la dépréciation (2008 : DTS 1,1 million).

10. Dépôts en monnaies

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque. Les instruments de dépôt en monnaies se décomposent comme suit.

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Instruments de dépôt remboursables à 1-2 jours de préavis		
Instruments à moyen terme (MTI)	86 243,7	99 372,5
MTI avec option de remboursement anticipé	2 652,9	8 024,2
FIXBIS	32 664,4	44 403,4
	121 561,0	151 800,1
Autres dépôts en monnaies		
FRIBIS	204,3	4 218,1
Dépôts à terme	43 633,2	39 444,8
Dépôts en double devise	237,4	161,4
Comptes de dépôts à vue et à préavis	31 586,3	40 496,5
	75 661,2	84 320,8
Total dépôts en monnaies	197 222,2	236 120,9
Dont :		
Désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	165 635,9	195 624,4
Désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti	31 586,3	40 496,5

Instruments à moyen terme (Medium-Term Instruments, MTI) : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut atteindre 10 ans (échéance trimestrielle).

MTI avec option de remboursement anticipé : MTI que la Banque a la faculté de rembourser au pair, à des dates comprises entre juin et décembre 2009 (2008 : entre juin 2008 et décembre 2009).

FIXBIS : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut aller de 1 semaine à 1 an.

FRIBIS : placements à taux variable auprès de la BRI dont la durée est de 1 an au moins, et dont le taux d'intérêt est révisé en fonction des conditions du marché.

Dépôts à terme : placements à taux fixe auprès de la BRI de durée généralement inférieure à 1 an.

Dépôts en double devise : dépôts à terme auprès de la BRI qu'elle peut choisir de rembourser, à l'échéance, soit dans la monnaie initiale, soit, pour un montant déterminé, dans une autre devise. Tous ces dépôts sont venus à échéance entre le 2 avril et le 15 mai 2009 (2008 : en avril).

Comptes de dépôts à vue et à préavis : passifs financiers à très court terme, assortis d'un préavis de 3 jours au maximum. Ils sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

La Banque est unique teneur de marché pour certains passifs qu'elle émet en contrepartie de dépôts en monnaies et s'engage à rembourser ces instruments financiers, en intégralité ou en partie, à la juste valeur, avec un préavis de 1-2 jours ouvrés.

A. Évaluation des dépôts en monnaies

Les dépôts en monnaies (hors comptes de dépôts à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à la juste valeur. Cette valeur diffère du montant que la Banque est tenue de payer à l'échéance au déposant. Augmenté des intérêts courus, ce montant s'élève au total à DTS 193 629,2 millions au 31 mars 2009 (2008 : DTS 234 822,0 millions).

Pour calculer la juste valeur de ses dépôts en monnaies, la Banque utilise des techniques de valorisation, parmi lesquelles la méthode des flux de trésorerie actualisés et les modèles de valorisation des options. La première estime les flux de trésorerie attendus des instruments financiers à l'aide de facteurs d'actualisation dérivés en partie des taux d'intérêt cotés (Libor et taux des swaps, par exemple) et en partie d'hypothèses de marges de crédit auxquelles chaque produit est offert et racheté à la clientèle.

Les hypothèses de marges de crédit se fondent, pour chaque produit, sur les transactions de marché récentes. Lorsqu'un produit ne fait plus l'objet d'émissions (et qu'il n'existe donc plus de transactions récentes sur celui-ci), la Banque se base sur la dernière marge de crédit sur ce produit pour déterminer les données qu'il convient d'introduire dans le modèle.

Les modèles de valorisation des options recourent à des hypothèses de volatilité dérivées des cotations de marché.

Une variation de 1 point de base dans les hypothèses de marges de crédit utilisées pour évaluer les dépôts en monnaies à la date des états financiers modifierait leur évaluation de DTS 18,5 millions (2008 : DTS 24,0 millions).

B. Incidence d'une modification de la qualité de crédit de la Banque

La juste valeur des passifs de la Banque serait affectée par une modification de sa qualité de crédit. Elle diminuerait si la qualité de crédit de la Banque se détériorait et la diminution de valeur serait inscrite comme variation d'évaluation au compte de profits et pertes. La Banque évalue régulièrement sa qualité de crédit dans le cadre de ses procédures de gestion des risques. L'évaluation de la qualité de crédit n'a pas montré de variation qui aurait pu avoir une incidence, durant l'exercice, sur la juste valeur des passifs de la Banque.

11. Dépôts en or

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales. Ils sont tous désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

La Banque accepte également des dépôts en or qu'elle peut choisir de rembourser, à l'échéance, soit en or, soit, pour un montant déterminé, en monnaie (dépôts en double devise or). L'option incorporée sur devise et sur or est portée au bilan en tant qu'instrument dérivé et comptabilisée à la juste valeur. Au 31 mars 2009, les dépôts en double devise or enregistraient un solde nul (2008 : DTS 54,1 millions).

12. Titres donnés en pension

Il s'agit d'opérations de mise en pension par lesquelles la Banque reçoit un dépôt à terme de la part d'une contrepartie à laquelle elle fournit une sûreté sous forme de titres. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction, et il y a un engagement irrévocable de rembourser le dépôt, sous réserve de la restitution de titres équivalents. Ces opérations sont exclusivement conclues à l'initiative de banques commerciales.

Au 31 mars 2009, le solde des titres donnés en pension était nul. Au 31 mars 2008, tous les titres donnés en pension, liés à la gestion d'actifs en monnaies disponibles à la vente, étaient désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

13. Engagements à payer

Il s'agit d'opérations financières en instance de paiement pour des engagements à court terme (achats d'actifs et rachats de titres de dette) effectuées, mais pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu (à payer généralement dans un délai maximum de 3 jours).

14. Autres passifs

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi – note 19		
Pensions des agents	2,4	–
Pensions des administrateurs	4,8	4,8
Prestations d'assurance maladie et accidents	191,6	185,4
Positions courtes sur actifs en monnaies	151,6	115,6
À payer aux anciens actionnaires	0,5	0,6
Divers	17,3	20,1
Total autres passifs	368,2	326,5

15. Capital

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Capital autorisé : 600 000 actions, valeur nominale DTS 5 000 chacune libérées à hauteur de DTS 1 250	3 000,0	3 000,0
Capital émis : 547 125 actions	2 735,6	2 735,6
Capital libéré (25 %)	683,9	683,9

Nombre d'actions recevant un dividende :

Au 31 mars	2009	2008
Actions émises	547 125	547 125
Moins : actions détenues en propre	(1 000)	(1 000)
Actions distribuées recevant un dividende plein	546 125	546 125
Dividende par action (en DTS)	265	265

16. Réserves statutaires

Les Statuts de la BRI disposent que, sur la proposition du Conseil d'administration, l'Assemblée générale décide de l'affectation du bénéfice net annuel de la Banque à trois fonds de réserve spécifiques : le Fonds de réserve légale, le Fonds de réserve générale et le Fonds spécial de réserve de dividendes ; le solde du bénéfice net, après paiement du dividende éventuel, est généralement transféré au Fonds de réserve libre.

Fonds de réserve légale. Ce fonds, qui représente actuellement 10 % du capital libéré de la Banque, a atteint son maximum.

Fonds de réserve générale. Après paiement du dividende, 10 % du solde du bénéfice net annuel de la Banque doivent être affectés à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital libéré, la contribution annuelle passant alors à 5 % du solde du bénéfice net annuel.

Fonds spécial de réserve de dividendes. Une part du solde du bénéfice net annuel peut être affectée au Fonds spécial de réserve de dividendes, destiné à verser, en cas de besoin, tout ou partie du dividende déclaré. Le paiement du dividende est généralement imputé au bénéfice net de la Banque.

Fonds de réserve libre. Une fois effectuées les affectations ci-dessus, tout solde du bénéfice net est généralement transféré au Fonds de réserve libre.

Le produit de la souscription des actions BRI est affecté au Fonds de réserve légale en tant que de besoin pour le maintenir à son niveau maximum, et le solde est affecté au Fonds de réserve générale.

Le Fonds de réserve libre, le Fonds de réserve générale et le Fonds de réserve légale servent, dans cet ordre, à couvrir les pertes éventuellement subies par la Banque. En cas de liquidation de la BRI, les soldes des fonds de réserve (après règlement des obligations de la Banque et des frais de liquidation) seraient à répartir entre les actionnaires.

17. Actions détenues en propre

Pour l'exercice clos le 31 mars	2009	2008
Solde d'ouverture	1 000	1 000
Variation au cours de l'exercice	-	-
Solde de clôture	1 000	1 000

Les actions détenues en propre sont les 1 000 actions de l'émission albanaise, qui ont été suspendues en 1977.

18. Autres comptes de fonds propres

Les autres comptes de fonds propres correspondent aux comptes de réévaluation des actifs de placement en or et des actifs en monnaies disponibles à la vente, également cités aux notes 4 et 5.

Autres comptes de fonds propres :

Au 31 mars		
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Compte de réévaluation des titres	431,1	272,0
Compte de réévaluation de l'or	1 789,2	1 636,8
Total autres comptes de fonds propres	2 220,3	1 908,8

A. Compte de réévaluation des titres

Ce compte présente la différence entre la juste valeur et le coût amorti des actifs en monnaies disponibles à la vente. Il a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars		
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	272,0	(80,5)
Variation nette d'évaluation		
Gain/(perte) net(te) sur ventes	(123,8)	5,1
Juste valeur et divers	282,9	347,4
	159,1	352,5
Solde de clôture	431,1	272,0

Les tableaux suivants montrent la composition du compte de réévaluation des titres.

Au 31 mars 2009	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Emprunts d'État et autres titres et Total	10 859,3	10 428,2	431,1	447,3	(16,2)

Au 31 mars 2008	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	1 893,5	1 894,2	(0,7)	–	(0,7)
Emprunts d'État et autres titres	9 813,9	9 541,2	272,7	305,4	(32,7)
Total	11 707,4	11 435,4	272,0	305,4	(33,4)

B. Compte de réévaluation de l'or

Ce compte présente la différence entre la valeur comptable et le coût réputé des actifs de placement en or de la Banque. S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant de 208 dollars appliqué de 1979 à 2003 suite à une décision du Conseil d'administration de la Banque, converti au cours de change en vigueur le 31 mars 2003.

Ce compte a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars		
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	1 636,8	1 384,0
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(77,0)	(293,3)
Effet de la variation du cours de l'or	229,4	546,1
	152,4	252,8
Solde de clôture	1 789,2	1 636,8

19. Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi

La Banque gère trois systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi.

1. Un régime de retraite à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière au bénéfice de ses agents. Il repose sur un fonds sans personnalité juridique propre, qui assure le paiement des prestations. Les actifs du fonds sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à y participer. La Banque est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du régime.

2. Un régime non capitalisé à prestations déterminées au bénéfice de ses administrateurs, dont le droit à pension est basé sur une période de service minimale de quatre ans.

3. Un régime non capitalisé de prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi au bénéfice de ses agents, dont les droits sont en principe subordonnés à une période de service minimale de dix ans et jusqu'à l'âge de 50 ans.

Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation de ces régimes.

A. Montants comptabilisés au bilan

Au 31 mars		Pensions des agents			
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008	2007	2006	
Valeur actualisée de l'obligation	(747,4)	(709,7)	(653,7)	(606,4)	
Juste valeur des actifs du fonds	619,6	714,3	648,6	602,2	
Position de capitalisation	(127,8)	4,6	(5,1)	(4,2)	
Perte actuarielle non comptabilisée	125,4	41,2	47,3	46,8	
Coût des services passés non comptabilisé	–	(45,8)	(42,2)	(42,6)	
Exigibilités en clôture d'exercice	(2,4)	–	–	–	

Au 31 mars		Pensions des administrateurs			
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008	2007	2006	
Valeur actualisée de l'obligation	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)	
Juste valeur des actifs du fonds	–	–	–	–	
Position de capitalisation	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)	
Perte actuarielle non comptabilisée	0,9	0,6	0,3	0,3	
Coût des services passés non comptabilisé	–	–	–	–	
Exigibilités en clôture d'exercice	(4,8)	(4,8)	(4,3)	(4,3)	

Au 31 mars		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi			
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008	2007	2006	
Valeur actualisée de l'obligation	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)	
Juste valeur des actifs du fonds	–	–	–	–	
Position de capitalisation	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)	
Perte actuarielle non comptabilisée	40,1	30,3	42,0	57,2	
Coût des services passés non comptabilisé	(6,3)	(7,7)	(7,8)	(8,6)	
Exigibilités en clôture d'exercice	(191,6)	(185,4)	(152,1)	(135,2)	

B. Valeur actualisée de l'obligation de prestations

Le rapprochement entre la position d'ouverture et la position de clôture de la valeur actualisée de l'obligation s'établit comme suit.

Au 31 mars	Pensions des agents			Pensions des administrateurs			Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi		
<i>En millions de DTS</i>	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Valeur actualisée de l'obligation à l'ouverture	709,7	653,7	606,4	5,4	4,6	4,5	208,0	186,3	183,8
Coût actuel des prestations	29,8	30,5	28,3	0,2	0,2	0,2	7,9	8,2	7,9
Contributions des agents	3,9	3,7	3,4	–	–	–	0,1	–	–
Charges d'intérêts	24,9	21,3	19,8	0,2	0,1	0,1	7,4	6,1	6,1
(Gain)/perte actuariel(le)	29,3	(55,7)	3,5	0,3	–	–	11,5	(13,9)	(13,9)
Prestations versées	(24,5)	(23,1)	(21,8)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(2,0)	(1,8)	(1,9)
Variations de change	(25,7)	79,3	14,1	(0,1)	0,9	0,1	(7,5)	23,1	4,3
Valeur actualisée de l'obligation en clôture	747,4	709,7	653,7	5,7	5,4	4,6	225,4	208,0	186,3

C. Juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents

Le rapprochement entre la position d'ouverture et la position de clôture de la juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents s'établit comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008	2007
Juste valeur des actifs du fonds à l'ouverture	714,3	648,6	602,2
Rendement attendu des actifs du fonds	34,0	33,1	30,6
Gain/(perte) actuariel(le)	(99,3)	(44,8)	4,1
Contributions de l'employeur	18,3	17,3	15,9
Contributions des agents	3,9	3,7	3,4
Prestations versées	(24,5)	(23,1)	(21,8)
Variations de change	(27,1)	79,5	14,2
Juste valeur des actifs du fonds en clôture	619,6	714,3	648,6

D. Montants imputés au compte de profits et pertes

Pour l'exercice clos le 31 mars	Pensions des agents			Pensions des administrateurs			Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
<i>En millions de DTS</i>									
Coût actuel des prestations	29,8	30,5	28,3	0,2	0,2	0,2	7,9	8,2	7,9
Charges d'intérêts	24,9	21,3	19,8	0,2	0,1	0,1	7,4	6,1	6,1
Moins : rendement attendu des actifs du fonds	(34,0)	(33,1)	(30,7)	-	-	-	-	-	-
Moins : coût des services passés	-	(1,5)	(1,5)	-	-	-	(6,3)	(1,0)	(1,0)
Perte actuarielle nette comptabilisée	-	-	-	-	-	-	-	1,6	2,6
Total porté aux charges d'exploitation	20,7	17,2	15,9	0,4	0,3	0,3	9,0	14,9	15,6

La Banque prévoit d'apporter une contribution de CHF 41,8 millions à ses systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi en 2009/10.

E. Principales catégories d'actifs du fonds, en % du total des actifs du fonds

Au 31 mars

<i>En %</i>	2009	2008
Actions européennes	7,4	12,8
Autres actions	16,8	17,4
Titres à revenu fixe, Europe	49,9	32,2
Titres à revenu fixe, autres	21,8	27,1
Divers	4,1	10,5
Rendement effectif des actifs du fonds	-10,5 %	-1,7 %

Le Fonds de pension des agents n'effectue aucun placement en instruments financiers émis par la Banque.

F. Principales hypothèses actuarielles utilisées dans les états financiers

Au 31 mars

	2009	2008
Applicable aux trois régimes de prestations postérieures à l'emploi		
Taux d'actualisation – taux de marché des obligations d'entreprise suisses de première qualité	3,25 %	3,75 %
Applicable aux régimes de retraite des agents et des administrateurs		
Augmentation présumée des pensions à payer	1,50 %	1,50 %
Applicables uniquement au régime de retraite des agents		
Rendement attendu des actifs	5,00 %	5,00 %
Taux d'augmentation présumé des traitements	4,10 %	4,10 %
Applicable uniquement au régime de retraite des administrateurs		
Taux d'augmentation présumé de la rémunération des administrateurs	1,50 %	1,50 %
Applicable uniquement au régime de prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi		
Renchérissment tendanciel des frais médicaux	5,00 %	5,00 %

Au 31 mars 2009, la hausse présumée du traitement des agents, de la rémunération des administrateurs et des pensions à payer inclut une hypothèse d'inflation de 1,5 % (comme au 31 mars 2008).

Le rendement attendu des actifs du fonds est calculé à partir d'anticipations à long terme sur l'inflation, les taux d'intérêt, les primes de risque et l'allocation des actifs. Cette estimation, établie conjointement avec les actuaires indépendants du Fonds de pension, tient compte des rendements historiques.

L'hypothèse de renchérissement des frais médicaux influe de manière significative sur les montants imputés au compte de profits et pertes. Le tableau suivant montre l'incidence d'une variation de 1 % de cette hypothèse par rapport au calcul effectué pour l'exercice 2008/09.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Hausse/(baisse) du coût total des prestations et des charges d'intérêts		
Renchérissment de 6 % des frais médicaux	5,0	7,5
Renchérissment de 4 % des frais médicaux	(3,6)	(4,9)

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Hausse/(baisse) du coût de l'obligation de prestations		
Renchérissment de 6 % des frais médicaux	56,3	45,5
Renchérissment de 4 % des frais médicaux	(42,5)	(34,5)

20. Produits d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Actifs en monnaies disponibles à la vente		
Titres pris en pension	18,5	71,1
Emprunts d'État et autres titres	365,0	380,9
	383,5	452,0
Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Bons du Trésor	1 253,1	861,6
Titres pris en pension	1 880,8	2 480,9
Prêts et avances	1 321,1	4 147,8
Emprunts d'État et autres titres	1 766,8	2 301,2
	6 221,8	9 791,5
Actifs désignés comme prêts et créances		
Comptes à vue et à préavis	16,0	38,4
Actifs de placement en or	6,4	11,2
Actifs bancaires en or	5,0	5,4
Perte de valeur des actifs bancaires en or	(18,3)	-
	9,1	55,0
Instruments dérivés à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	1 640,5	882,7
Total produits d'intérêts	8 254,9	11 181,2

21. Charges d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Passifs à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Dépôts en monnaies	6 160,4	8 963,7
Passifs désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti		
Dépôts en or	3,3	3,9
Comptes de dépôts à vue et à préavis	472,0	1 171,7
Titres donnés en pension	17,3	68,5
	492,6	1 244,1
Total charges d'intérêts	6 653,0	10 207,8

22. Variation nette d'évaluation

La variation nette d'évaluation ne concerne que les instruments financiers désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Le tableau ci-après comprend des pertes d'évaluation de DTS 4,6 millions sur créances en raison d'un cas de défaut (2008 : néant).

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Variation d'évaluation latente sur actifs en monnaies	59,8	18,8
Gain/(perte) réalisé(e) sur actifs en monnaies	34,8	(11,7)
	94,6	7,1
Passifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Variation d'évaluation latente sur passifs en monnaies	(1 549,1)	(2 832,2)
Gain/(perte) réalisé(e) sur passifs en monnaies	(1 139,6)	(257,2)
	(2 688,7)	(3 089,4)
Variation d'évaluation sur instruments dérivés	1 412,4	2 528,6
Variation nette d'évaluation	(1 181,7)	(553,7)

23. Produit net d'honoraires et de commissions

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Produits d'honoraires et de commissions	8,1	6,8
Charges d'honoraires et de commissions	(7,7)	(6,0)
Produit net d'honoraires et de commissions	0,4	0,8

24. Gain/(perte) de change net(te)

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Gain de transaction net	11,6	4,5
Perte de conversion nette	(20,4)	(14,0)
Gain/(perte) de change net(te)	(8,8)	(9,5)

25. Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation de la Banque sont détaillées ci-après en francs suisses (CHF), monnaie dans laquelle s'effectue le règlement de la plupart de ses dépenses.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de CHF</i>	2009	2008
Conseil d'administration		
Indemnités des administrateurs	2,0	1,9
Pensions versées aux anciens administrateurs	0,5	0,6
Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers	1,6	1,7
	4,1	4,2
Direction et personnel		
Rémunérations	114,1	111,8
Pensions	34,3	34,3
Autres dépenses de personnel	45,4	43,1
	193,8	189,2
Dépenses de bureau et dépenses diverses	65,8	63,5
En millions de CHF	263,7	256,9
Frais d'administration		
<i>En millions de DTS</i>		
Frais d'administration	154,4	141,9
Dotation aux amortissements	12,1	12,6
En millions de DTS	166,5	154,5
Charges d'exploitation		

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2009, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'est établi à 532 (2008 : 542).

26. Gain/(perte) net(te) sur ventes de titres disponibles à la vente

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Produit des cessions	4 633,8	2 195,9
Coût amorti	(4 510,0)	(2 201,0)
Gain/(perte) net(te)	123,8	(5,1)
Dont :		
Gain brut réalisé	128,9	51,8
Perte brute réalisée	(5,1)	(56,9)

27. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Produit des cessions	102,0	414,3
Coût réputé – note 18B	(25,0)	(121,0)
Gain net réalisé	77,0	293,3

28. Bénéfice par action

Pour l'exercice clos le 31 mars

	2009	2008
Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS)	446,1	544,7
Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende	546 125	546 125
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	816,8	997,4

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2009 s'élève à DTS 265 par action (2008 : DTS 265).

29. Trésorerie et quasi-trésorerie

Aux fins du tableau des flux de trésorerie, ce poste se décompose comme suit.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	915,2	36,8
Comptes à préavis	396,6	899,3
Total trésorerie et quasi-trésorerie	1 311,8	936,1

30. Impôts

Le statut juridique particulier de la BRI en Suisse est, pour l'essentiel, défini dans l'Accord de siège qu'elle a conclu avec le Conseil fédéral suisse. Selon les termes de ce document, la Banque est exonérée de pratiquement tous les impôts directs et indirects des autorités fédérales, cantonales et communales en Suisse.

Des conventions similaires ont été passées avec le gouvernement de la République populaire de Chine concernant le Bureau d'Asie à Hong-Kong RAS et avec le gouvernement du Mexique concernant le Bureau pour les Amériques.

31. Cours de change

Le tableau suivant montre les principaux cours utilisés pour convertir en DTS les soldes en devises et en or.

	Cours au comptant au 31 mars		Cours moyen sur l'exercice clos en	
	2009	2008	2009	2008
USD	0,670	0,609	0,648	0,643
EUR	0,890	0,960	0,908	0,910
JPY	0,00677	0,00610	0,00654	0,00564
GBP	0,962	1,208	1,088	1,291
CHF	0,590	0,612	0,584	0,556
Or (once)	614,6	557,8	560,4	490,2

32. Éléments de hors-bilan

Des transactions fiduciaires sont effectuées au nom de la BRI pour le compte et au risque de sa clientèle, sans possibilité de recours contre la Banque. Elles ne figurent pas au bilan de la Banque.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Conventions de dépôt	11 082,0	11 308,0
Contrats de nantissement	90,0	158,9
Mandats de gestion de portefeuille	6 919,0	6 093,9
Barres d'or détenues sous dossier	4 078,9	3 665,4
Total	22 169,9	21 226,2

Dans le tableau ci-dessus, les titres détenus dans le cadre de conventions de dépôt et de contrats de nantissement sont indiqués en valeur nominale, et les titres détenus dans le cadre de mandats de gestion de portefeuille, en valeur de l'actif net. Les barres d'or détenues sous dossier sont portées à leur poids d'or (converti en dollars au cours de l'or et en DTS au cours de change du dollar). Au 31 mars 2009, 212 tonnes d'or étaient détenues sous dossier (2008 : 204 tonnes).

Les instruments financiers détenus dans le cadre des mandats ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

33. Engagements de crédit

La Banque a ouvert plusieurs lignes de crédit avec engagement en faveur de sa clientèle. Au 31 mars 2009, leur encours s'élevait à DTS 8 646,8 millions (2008 : DTS 6 767,7 millions), dont DTS 234,5 millions pour des engagements non assortis de sûretés (2008 : DTS 304,6 millions).

34. Taux d'intérêt effectif

Le taux d'intérêt effectif est le taux qui actualise les flux de trésorerie estimés d'un instrument financier pour donner sa valeur comptable.

Les tableaux ci-dessous présentent les taux effectifs par monnaie et par instrument financier.

Au 31 mars 2009

<i>En %</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Autres monnaies
Actif					
Prêts d'or	-	-	-	-	0,54
Bons du Trésor	0,88	1,83	0,69	0,23	-
Titres pris en pension	0,16	0,62	0,63	0,10	-
Prêts et avances	0,84	1,29	0,87	0,08	0,40
Emprunts d'État et autres titres	2,50	3,24	3,26	0,86	3,88
Passif					
Dépôts en monnaies	2,00	2,00	2,05	0,16	2,05
Dépôts en or	-	-	-	-	0,38
Positions courtes sur actifs en monnaies	4,96	-	-	-	-

Au 31 mars 2008

<i>En %</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Autres monnaies
Actif					
Prêts d'or	-	-	-	-	0,76
Bons du Trésor	0,73	4,02	-	0,58	-
Titres pris en pension	1,90	2,69	5,15	0,71	-
Prêts et avances	3,87	4,18	5,71	0,85	3,24
Emprunts d'État et autres titres	3,21	4,10	4,19	0,98	7,39
Passif					
Dépôts en monnaies	3,24	3,77	5,00	0,34	5,16
Dépôts en or	-	-	-	-	0,35
Titres donnés en pension	1,65	-	5,10	-	-
Positions courtes sur actifs en monnaies	4,03	-	-	-	-

35. Analyse géographique

A. Total passif

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Afrique et Europe	109 733,3	132 229,9
Asie-Pacifique	82 770,5	102 353,8
Amériques	40 344,5	54 810,3
Institutions internationales	8 822,5	8 642,0
Total	241 670,8	298 036,0

B. Éléments de hors-bilan

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Afrique et Europe	5 361,6	4 877,1
Asie-Pacifique	16 165,1	15 825,5
Amériques	643,2	523,6
Total	22 169,9	21 226,2

Voir également la note 32. La note 3C de la section Gestion des risques (*infra*) présente une analyse géographique des actifs de la Banque.

C. Engagements de crédit

Au 31 mars

En millions de DTS	2009	2008
Afrique et Europe	1 073,3	496,6
Asie-Pacifique	7 573,5	6 109,7
Amériques	–	161,4
Total	8 646,8	6 767,7

Voir également la note 33.

36. Parties liées

La Banque définit ainsi les parties qui lui sont liées :

- les membres du Conseil d'administration ;
- les membres de la Direction de la Banque ;
- les parents proches des personnes ci-dessus ;
- les entités qui pourraient exercer une influence significative sur un membre du Conseil d'administration ou de la Direction, et les entités sur lesquelles une de ces personnes pourrait exercer une influence significative ;
- les régimes de la Banque offrant des prestations postérieures à l'emploi ;
- les banques centrales dont le gouverneur est membre du Conseil d'administration et les institutions qui sont associées à ces banques centrales.

Une liste des membres du Conseil d'administration et de la Direction figure dans le présent *Rapport annuel* sous Conseil d'administration et Direction. Les régimes de prestations postérieures à l'emploi sont présentés à la note 19.

A. Personnes

Le montant total des rémunérations et avantages accordés aux membres de la Direction de la Banque, imputé au compte de profits et pertes, est le suivant.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de CHF	2009	2008
Traitements, primes et couverture médicale	6,4	6,7
Prestations postérieures à l'emploi	1,7	1,9
Total rémunérations et avantages, en millions de CHF	8,1	8,6
Équivalent en DTS	4,7	4,8

Voir également la note 25.

La Banque offre à l'ensemble de ses agents et administrateurs la possibilité d'ouvrir un compte personnel de dépôts. Ce compte est rémunéré à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents. Le tableau suivant indique l'évolution des comptes de dépôts détenus par des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque et leur solde total.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de CHF</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	18,0	15,6
Dépôts reçus, dont produits d'intérêts (nets des impôts prélevés à la source)	3,4	3,8
Retraits	(8,6)	(1,4)
Solde de clôture, en millions de CHF	12,8	18,0
Équivalent en DTS	7,6	11,0
Charges d'intérêts sur dépôts, en millions de CHF	0,7	0,6
Équivalent en DTS	0,4	0,3

Les soldes des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque nommés durant l'exercice sont inclus dans les dépôts reçus. Ceux des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration ou de la Direction quittant leurs fonctions durant l'exercice sont incorporés aux retraits.

La Banque gère également un compte personnel de dépôts bloqué pour les agents qui bénéficiaient auparavant de son fonds d'épargne (clôturé le 1^{er} avril 2003), aux conditions suivantes. Les titulaires ne peuvent plus effectuer de dépôt sur leur compte, dont ils perçoivent le solde au moment de leur départ de la Banque. Ce compte est rémunéré à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents, plus 1 %. Le solde des comptes bloqués totalise DTS 19,2 millions au 31 mars 2009 (2008 : DTS 20,8 millions). Il est porté au bilan sous Dépôts en monnaies.

B. Banques centrales liées et institutions associées

La BRI offre des services bancaires à sa clientèle, composée essentiellement de banques centrales, d'autorités monétaires et d'institutions financières internationales. Dans le cadre normal de ses activités, la Banque effectue à cette fin des opérations avec des banques centrales liées et des institutions qui leur sont associées. Ces opérations consistent à consentir des avances et à accepter des dépôts en monnaies et en or.

La Banque a pour politique d'effectuer les opérations avec les banques centrales liées et les institutions qui leur sont associées à des conditions similaires à celles qu'elle applique aux transactions avec la clientèle non liée.

Dépôts en monnaies des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	53 998,3	53 240,1
Dépôts reçus	120 912,0	130 847,9
Placements échus, remboursements et variation de la juste valeur	(123 325,4)	(129 656,6)
Variation nette sur comptes à préavis	(1 109,5)	(433,1)
Solde de clôture	50 475,4	53 998,3
En % du total des dépôts en monnaies en clôture	25,6 %	22,9 %

Dépôts en or des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	26 336,1	10 123,8
Dépôts reçus	55,0	600,2
Variation nette du compte à vue en or	(6 703,6)	16 161,2
Retraits nets et variation du cours de l'or	(218,8)	(549,1)
Solde de clôture	19 468,7	26 336,1
En % du total des dépôts en or en clôture	84,5 %	90,5 %

Titres pris en pension des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Solde d'ouverture	3 271,9	470,2
Prêts contre titres pris en pension	889 828,4	776 745,9
Placements échus et variation de la juste valeur	(888 497,8)	(773 944,2)
Solde de clôture	4 602,5	3 271,9
En % du total des titres pris en pension en clôture	11,9 %	3,6 %

Autres expositions sur les banques centrales liées et institutions associées

La Banque détient des comptes à vue en monnaies auprès des banques centrales liées et des institutions qui leur sont associées, dont le solde total se chiffre à DTS 881,5 millions au 31 mars 2009 (2008 : DTS 539,3 millions). L'or détenu dans des comptes à vue auprès des banques centrales liées et institutions associées totalise DTS 22 605,8 millions au 31 mars 2009 (2008 : DTS 27 499,7 millions).

Opérations sur dérivés avec les banques centrales liées et institutions associées

La Banque effectue des opérations sur dérivés avec les banques centrales liées et les institutions qui leur sont associées, y compris des opérations de change et des swaps de taux. Pour l'exercice clos le 31 mars 2009, le montant nominal de ces opérations totalise DTS 6 510,0 millions (2008 : DTS 43 655,5 millions).

37. Passifs éventuels

Au 31 mars 2009, la Banque n'enregistre aucun passif éventuel.

Adéquation des fonds propres

1. Fonds propres

Le tableau ci-après montre la composition des fonds propres de base et du total des fonds propres.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Capital	683,9	683,9
Réserves statutaires au bilan	10 367,3	9 967,3
Moins : actions détenues en propre	(1,7)	(1,7)
Fonds propres de base	11 049,5	10 649,5
Compte de profits et pertes	446,1	544,7
Autres comptes de fonds propres	2 220,3	1 908,8
Total fonds propres	13 715,9	13 103,0

La Banque évalue en permanence l'adéquation de ses fonds propres. Cette évaluation s'appuie sur un processus annuel de planification de l'utilisation du capital.

La Banque a mis en place un dispositif de gestion des risques conforme au document révisé *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* (Bâle II) publié, en juin 2006, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. La Banque met en œuvre l'ensemble des trois piliers du dispositif de Bâle II, tout en tenant compte du caractère particulier du domaine d'activité et de la nature des opérations de la Banque. Étant donné que la Banque n'est pas assujettie à une réglementation bancaire nationale, l'application du deuxième pilier (surveillance prudentielle) consiste simplement, pour la Banque, à évaluer elle-même l'adéquation de ses fonds propres. Cette évaluation suit essentiellement une méthodologie des fonds propres économiques, qui est plus complète et fixe des exigences de solvabilité beaucoup plus élevées que les exigences minimales (premier pilier) du dispositif de Bâle II.

2. Fonds propres économiques

La Banque évalue l'adéquation de ses fonds propres par référence à des règles d'utilisation des fonds propres économiques couvrant le risque de marché, le risque de crédit, le risque opérationnel et les autres risques. Ces règles visent à déterminer le montant de fonds propres nécessaires à absorber les pertes liées aux expositions, avec un niveau de confiance statistique conforme à l'objectif que s'est fixé la Banque de conserver la plus haute qualité de crédit. La Banque a décidé de mesurer ses fonds propres économiques avec un niveau de confiance de 99,995 % sur une période de détention de 1 an.

Le tableau suivant présente le volume des fonds propres économiques alloués par la Banque au risque de crédit, au risque de marché et au risque opérationnel. En outre, depuis le 1^{er} avril 2008, un montant supplémentaire de fonds propres économiques est alloué, en fonction de l'évaluation qui en est faite par la Direction, aux risques qui n'entrent pas (ou pas intégralement) dans le calcul des fonds propres économiques de la Banque.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Risque de crédit	5 673,7	6 173,3
Risque de marché	3 099,8	2 689,7
Risque opérationnel	425,0	400,0
Autres risques	300,0	–
Total utilisation des fonds propres économiques	9 498,5	9 263,0

3. Actifs pondérés des risques et exigences minimales de fonds propres en application de Bâle II

Bâle II prévoit plusieurs approches pour calculer les actifs pondérés des risques et les exigences minimales de fonds propres correspondantes. En principe, les exigences minimales correspondent à 8 % des actifs pondérés.

Sont résumées au tableau suivant les expositions de la Banque, classées par nature du risque (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel), avec, en regard, l'approche suivie ainsi que les actifs pondérés et les exigences minimales correspondantes.

Au 31 mars		2009			2008		
	Approche suivie	Montant de l'exposition	Actifs pondérés des risques (A)	Exigences minimales de fonds propres (B)	Montant de l'exposition	Actifs pondérés des risques (A)	Exigences minimales de fonds propres (B)
<i>En millions de DTS</i>							
Risque de crédit							
Exposition envers les emprunteurs souverains, banques et entreprises	Approche notations internes (NI), (traitement avancé), où (B) correspond à (A) x 8 %	225 017,7	10 114,8	809,2	281 560,2	11 715,2	937,2
Expositions de titrisation, portefeuilles gérés en externe et autres actifs	Approche standard, où (B) correspond à (A) x 8 %	3 342,2	1 291,0	103,3	4 048,3	1 349,1	107,9
Risque de marché							
Exposition au risque de change et au risque de variation du cours de l'or	Approche modèles internes, où (A) correspond à (B) / 8 %	-	15 783,5	1 262,7	-	8 197,5	655,8
Risque opérationnel							
	Approche de mesure avancée internes, où (A) correspond à (B) / 8 %	-	2 250,0	180,0	-	1 962,5	157,0
Total			29 439,3	2 355,2		23 224,3	1 857,9

La Banque a adopté le traitement avancé, dans le cadre de l'approche des notations internes (NI), pour la majorité de ses expositions au risque de crédit. Sous ce régime, la pondération applicable à une opération est déterminée par la fonction de pondération correspondante fixée par le dispositif de Bâle II, en introduisant comme paramètres essentiels, dans le système interne, les estimations de la Banque. Pour certaines expositions, la Banque a adopté l'approche standard. Dans cette approche, l'exposition est pondérée en fonction de sa nature.

La Banque a adopté une approche fondée sur les modèles internes pour le risque de marché et l'approche de mesure avancée pour le risque opérationnel. Ces deux approches s'appuient sur les méthodologies de valeur en risque (VeR). Les exigences minimales de fonds propres sont calculées à partir des chiffres VeR, puis converties en actifs pondérés des risques en utilisant le taux de 8 %.

Pour plus de précisions sur les hypothèses qui sous-tendent les calculs, se reporter aux sections sur le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel.

4. Ratio des fonds propres de base

Le ratio de fonds propres mesure l'adéquation des fonds propres de base en les rapportant aux actifs pondérés en fonction des risques. Le ratio de la Banque, conforme au dispositif de Bâle II, est présenté au tableau suivant.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2009	2008
Fonds propres de base	11 049,5	10 649,5
Moins : pertes attendues	(13,9)	(30,9)
Fonds propres de base nets des pertes attendues (A)	11 035,6	10 618,6
Total des actifs pondérés des risques (B)	29 439,3	23 224,3
Ratio des fonds propres de base (A) / (B)	37,5 %	45,7 %

En application du dispositif de Bâle II, les pertes attendues sont mesurées sur les expositions au risque de crédit visées par l'approche NI avancée. Les pertes attendues sont calculées à la date des états financiers en incluant les pertes de valeur comptabilisées au compte de profits et pertes (note 4). Elle sont déduites des fonds propres de base, conformément aux exigences du dispositif de Bâle II.

La Banque s'attache à conserver une excellente qualité de crédit et effectue une évaluation exhaustive de ses fonds propres qui tient compte de ses spécificités. Elle dispose ainsi d'une solide base de fonds propres, bien supérieure aux exigences minimales.

Le ratio des fonds propres de base calculé selon les dispositions de l'accord de Bâle de 1988 s'établit à 50,8 % au 31 mars 2009 (2008 : 34,6 %). La différence sensible entre les ratios obtenus par les deux formules tient essentiellement à la plus grande sensibilité au risque des approches du dispositif de Bâle II.

Gestion des risques

1. Risques auxquels la Banque est exposée

La Banque apporte à sa clientèle, composée surtout de banques centrales, d'autorités monétaires et d'institutions financières internationales, des services pour la gestion des réserves ainsi que des activités financières connexes.

Les activités bancaires forment un élément essentiel des missions de la Banque ; elles garantissent sa solidité et son indépendance financières. Elles correspondent, d'une part, à l'emploi des ressources de sa clientèle et, d'autre part, au placement de ses fonds propres. À ces deux titres, la Banque peut encourir des risques financiers : risque de crédit, risque de marché et risque de liquidité. La Banque est exposée en outre au risque opérationnel.

Dans les limites du dispositif de gestion des risques défini par le Conseil d'administration, la Direction de la Banque a mis en place des politiques de gestion des risques visant à garantir que les risques sont identifiés, mesurés, atténués, mais aussi surveillés et communiqués de manière adéquate.

2. Gestion des risques : approche et organisation

Approche générale

La Banque s'attache à conserver une excellente qualité de crédit et adopte une stratégie prudente en matière de prise de risques financiers. Pour cela, elle :

- conserve une base de fonds propres exceptionnellement solide ;
- place ses actifs essentiellement dans des instruments financiers de première qualité ;
- s'efforce de diversifier ses actifs entre plusieurs secteurs ;
- adopte une approche prudente en matière de prise de risque de marché sur ses positions tactiques et gère attentivement le risque de marché associé à ses positions stratégiques, dont ses avoirs en or ;
- maintient un degré élevé de liquidité.

A. Organisation

Conformément à l'article 39 des Statuts de la Banque, le Directeur Général est responsable de la gestion de la Banque vis-à-vis du Conseil d'administration. Il est assisté dans ses fonctions par le Directeur Général Adjoint. Les fonctions indépendantes de contrôle des risques et de conformité sont placées sous l'autorité du Directeur Général Adjoint. Le Directeur Général et le Directeur Général Adjoint bénéficient de l'assistance de comités consultatifs.

Les principaux comités consultatifs sont l'Executive Committee, le Comité financier et le Comité de conformité et de gestion du risque opérationnel. Les deux premiers sont présidés par le Directeur Général et le troisième par le Directeur Général Adjoint. Ils comprennent tous des membres de la Haute Direction de la Banque. L'Executive Committee conseille le Directeur Général essentiellement sur la planification stratégique de la Banque et l'allocation des ressources, ainsi que sur les décisions concernant les grands objectifs financiers assignés aux activités bancaires et la gestion du risque opérationnel. Le Comité financier conseille le Directeur Général sur la gestion financière et les aspects stratégiques des activités bancaires, dont l'allocation des fonds propres économiques par catégorie de risque. Le Comité de conformité et de gestion du risque opérationnel, comité consultatif auprès du Directeur Général Adjoint, assure la coordination des questions de conformité et de gestion du risque opérationnel dans l'ensemble de la Banque.

La fonction indépendante de contrôle des risques financiers est assurée par l'unité Contrôle des risques. La fonction indépendante de contrôle du risque opérationnel est partagée entre l'unité Contrôle des risques, chargée de mesurer le risque opérationnel, et l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel. Les deux unités font directement rapport au Directeur Général Adjoint.

La fonction de conformité est assurée par l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel, dont le rôle est de fournir une assurance raisonnable que les activités et agents de la Banque observent les lois et règlements applicables, les Statuts de la BRI, le Code de conduite de la Banque et les autres règles et politiques internes, ainsi que les normes de bonnes pratiques applicables.

L'unité Conformité et gestion du risque opérationnel identifie et évalue les risques de conformité ; elle guide et forme les agents sur les questions de conformité. En outre, le chef de l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel fait directement rapport au Comité d'audit, comité consultatif du Conseil d'administration.

L'unité Finance et le Service juridique participent aussi à la gestion des risques de la Banque. L'unité Finance assure une fonction indépendante de contrôle des valorisations, produit les états financiers et contrôle les dépenses en établissant le budget de l'exercice et en surveillant l'exécution. La fonction indépendante de contrôle des valorisations a pour objectif de s'assurer que les valorisations effectuées par la Banque sont conformes à ses principes et procédures d'évaluation et que les processus et procédures qui influencent ces valorisations suivent les meilleures pratiques. L'unité Finance rend directement compte au Secrétaire Général.

Le Service juridique fournit conseil et assistance sur de nombreux aspects des activités de la Banque. Il fait directement rapport au Directeur Général.

L'Audit interne examine les procédures de contrôle interne et exprime son avis sur leur conformité aux normes

internes et aux meilleures pratiques de la profession. Il lui appartient d'analyser les procédures de gestion des risques, les systèmes internes de contrôle, les systèmes d'information et les processus de gouvernance. Il rend directement compte au Comité d'audit, mais il est aussi responsable vis-à-vis du Directeur Général et du Directeur Général Adjoint.

B. Surveillance et communication interne des risques

Le profil de risque financier et opérationnel de la Banque, ses positions et ses résultats sont surveillés en permanence par les unités correspondantes. Des rapports sur le risque financier et la conformité sont régulièrement adressés à divers niveaux de responsabilité pour permettre à la Direction d'évaluer de façon adéquate le profil de risque de la Banque et sa situation financière.

La Direction rend compte au Conseil d'administration, tous les deux mois, de la situation financière de la Banque et des risques associés à ses positions. En outre, le Comité d'audit reçoit des rapports périodiques des unités Audit interne, Conformité et gestion du risque opérationnel, et Finance. Le Comité des activités bancaires et de la gestion des risques, autre comité consultatif du Conseil, reçoit un rapport annuel de l'unité Contrôle des risques. Régie par des politiques et des procédures exhaustives, la préparation des rapports assure des contrôles rigoureux.

C. Méthodologies de gestion des risques

La Banque a recours à une gamme complète de méthodologies quantitatives pour évaluer les instruments financiers et pour mesurer les risques auxquels sont exposés son bénéfice net et ses fonds propres. Elle réexamine ces méthodologies pour s'adapter à toute modification de l'environnement et à l'évolution des meilleures pratiques.

La politique de validation des modèles de la Banque définit les rôles, les responsabilités et les processus liés à la mise en œuvre de modèles de risques nouveaux ou sensiblement modifiés.

Une méthode fondamentale utilisée par la Banque pour mesurer et gérer les risques est le calcul des fonds propres économiques fondé sur les méthodologies de valeur en risque (VeR), qui consistent à évaluer par des techniques statistiques la perte potentielle maximale sur les positions actuelles avec un niveau de confiance donné et un horizon temporel défini.

Le calcul des fonds propres économiques sert à estimer le montant de fonds propres nécessaires pour absorber les pertes liées aux expositions, avec un niveau de confiance statistique déterminé par l'objectif que s'est fixé la Banque de conserver la plus haute qualité de crédit.

La Banque évalue l'adéquation de ses fonds propres par référence à des règles d'utilisation des fonds propres économiques couvrant le risque de marché, le risque de crédit, le risque opérationnel et les autres risques. Ces règles sont complétées par des analyses de sensibilité et de facteurs de risque. La Banque a décidé de mesurer ses

fonds propres économiques avec un niveau de confiance de 99,995 % sur une période de détention de 1 an.

La Banque alloue des fonds propres économiques à chacune des catégories de risque mentionnées ci-dessus. Un montant supplémentaire de fonds propres économiques est alloué, en fonction de l'évaluation qui en est faite par la Direction, aux risques qui n'entrent pas (ou pas intégralement) dans le calcul des fonds propres économiques.

Pour compléter son évaluation des risques (méthodologie VeR et calcul des fonds propres économiques alloués au risque financier), la Banque effectue de manière exhaustive des exercices de simulation de crise qui testent ses principaux facteurs de risque de marché et ses expositions au risque de crédit. La simulation de crise comprend l'analyse de scénarios historiques extrêmes ou de scénarios de crises macroéconomiques hypothétiques ; elle comporte aussi des analyses de sensibilité à des mouvements extrêmes mais néanmoins plausibles des facteurs de risque fondamentaux identifiés. La Banque effectue aussi des simulations de crise pour le risque de liquidité.

3. Risque de crédit

Le risque de crédit réside dans le fait qu'une contrepartie peut ne pas s'acquitter de ses obligations aux conditions contractuelles convenues.

La Banque gère le risque de crédit dans le cadre d'un dispositif et de politiques arrêtés par le Conseil d'administration et la Direction. S'y ajoutent des directives et procédures plus détaillées définies au niveau de la fonction indépendante de contrôle des risques.

A. Évaluation du risque de crédit

Le risque de crédit est contrôlé en permanence au niveau des contreparties et au niveau global. La fonction indépendante de contrôle des risques pratique des évaluations de crédit par contrepartie conformément à une procédure bien définie de notation interne, utilisant 18 catégories de notation. Cette procédure recourt notamment à une analyse des états financiers publiés par chaque contrepartie et à des informations de marché. La méthodologie de notation dépend de la nature de la contrepartie. Compte tenu de la notation interne et des spécificités de la contrepartie, la Banque fixe une série de limites par contrepartie et par pays. Une notation interne est attribuée à chacune des contreparties. En principe, les notations et les limites correspondantes font l'objet d'un examen au moins une fois par an. Le critère essentiel, dans les évaluations, est la capacité des contreparties à remplir leurs obligations de remboursement du principal et des intérêts en temps voulu.

Les limites pour risque de crédit par contrepartie sont approuvées par la Direction de la Banque dans le cadre d'un dispositif fixé par le Conseil d'administration.

Au niveau global, le risque de crédit – y compris les risques de défaut et de transfert-pays – est mesuré, surveillé et atténué sur la base du calcul des fonds propres économiques en regard du risque de crédit. Pour mesurer les fonds propres économiques alloués à la couverture du risque de crédit, la Banque recourt à un modèle VaR. La Direction assigne à la Banque des limites sur l'ensemble des expositions au risque de crédit en leur allouant un montant de fonds propres économiques.

B. Atténuation du risque de crédit

Le risque de crédit est atténué grâce au recours à des sûretés et à des accords de compensation dont la validité juridique est assurée. Les actifs et passifs correspondants ne sont pas compensés au bilan.

La Banque se fait livrer des sûretés pour les prises en pension, certains contrats sur dérivés et certains décaissements dans le cadre de facilités, afin d'atténuer le risque de contrepartie conformément aux politiques et procédures applicables à ces opérations. Elle suit constamment la valeur de la sûreté et, au besoin, exige une sûreté supplémentaire.

La Banque atténue le risque de règlement en faisant appel à des organismes de compensation bien établis et en réglant ses opérations, autant que possible, à travers un mécanisme de règlement-livraison. Les limites journalières pour risque de règlement sont surveillées en permanence.

C. Risque de défaut

Les expositions présentées dans les trois tableaux suivants sont indiquées à la valeur comptable des actifs inscrits au bilan ; elles sont ventilées par catégorie d'actif et classées successivement par type d'émetteur, zone géographique et notation de la contrepartie. Le poste Or et dépôts en or exclut l'or détenu en conservation, et les créances à recouvrer n'incluent pas les passifs émis non réglés, car ces éléments ne représentent pas des expositions de la Banque au risque de crédit. La valeur comptable est la juste valeur des instruments financiers, y compris pour les dérivés, à l'exception des instruments financiers à très court terme (comptes à vue et à préavis) et de l'or, qui sont comptabilisés au coût amorti, net des pertes de valeur éventuelles. Les engagements de crédit sont présentés en termes de montant notionnel.

Risque de défaut par catégorie d'actif et par type d'émetteur

Ce tableau ne tient pas compte des sûretés éventuellement détenues par la Banque ni des rehaussements de crédit dont elle dispose.

Au 31 mars 2009	Emprunteurs souverains et banques centrales	Secteur public	Banques	Entreprises	Titrisation	Total
<i>En millions de DTS</i>						
Expositions de bilan						
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	884,6	–	9,5	21,1	–	915,2
Or et prêts d'or	–	–	2 672,1	138,3	–	2 810,4
Bons du Trésor	96 421,9	–	–	–	–	96 421,9
Titres pris en pension	4 691,5	–	32 970,0	932,9	–	38 594,4
Prêts et avances	7 542,6	502,0	10 468,1	–	–	18 512,7
Emprunts d'État et autres titres	20 437,1	11 889,9	19 161,3	1 849,3	2 426,1	55 763,7
Instruments dérivés	102,0	49,9	13 597,2	–	–	13 749,1
Créances à recouvrer	–	–	722,5	11,0	–	733,5
Total expositions de bilan	130 079,7	12 441,8	79 600,7	2 952,6	2 426,1	227 500,9
Engagements de crédit						
Facilités en blanc non tirées	234,5	–	–	–	–	234,5
Facilités garanties non tirées	8 412,3	–	–	–	–	8 412,3
Total engagements de crédit	8 646,8	–	–	–	–	8 646,8
Total expositions	138 726,5	12 441,8	79 600,7	2 952,6	2 426,1	236 147,7
Au 31 mars 2008	Emprunteurs souverains et banques centrales	Secteur public	Banques	Entreprises	Titrisation	Total
<i>En millions de DTS</i>						
Expositions de bilan						
Encaisse	22,4	–	14,4	–	–	36,8
Or et prêts d'or	–	–	3 805,2	232,9	–	4 038,1
Bons du Trésor	50 736,9	–	–	–	–	50 736,9
Titres pris en pension	3 272,4	–	82 191,0	6 421,2	–	91 884,6
Prêts et avances	8 662,2	1 598,7	51 835,0	–	–	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	18 616,3	9 963,5	27 351,5	2 695,0	3 292,2	61 918,5
Instruments dérivés	1 006,3	1,5	6 418,6	–	–	7 426,4
Créances à recouvrer	–	–	424,7	10,7	–	435,4
Total expositions de bilan	82 316,5	11 563,7	172 040,4	9 359,8	3 292,2	278 572,6
Engagements de crédit						
Facilités en blanc non tirées	304,6	–	–	–	–	304,6
Facilités garanties non tirées	6 463,1	–	–	–	–	6 463,1
Total engagements de crédit	6 767,7	–	–	–	–	6 767,7
Total expositions	89 084,2	11 563,7	172 040,4	9 359,8	3 292,2	285 340,3

Les avoirs de la Banque sont placés, pour la plupart, en titres émis par des gouvernements du G 10 ou par des établissements financiers ayant reçu, d'au moins un grand organisme externe d'évaluation du crédit, une note égale ou supérieure à A-. Les contreparties de cette qualité étant en nombre limité, la Banque est exposée à un risque de concentration sur des signatures individuelles.

Risque de défaut par catégorie d'actif et par zone géographique

Ce tableau ne tient pas compte des sûretés éventuellement détenues par la Banque ni des rehaussements de crédit dont elle dispose.

Au 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Afrique et Europe	Asie-Pacifique	Amériques	Institutions internationales	Total
Expositions de bilan					
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	882,9	0,4	31,9	–	915,2
Or et prêts d'or	2 087,9	345,1	377,4	–	2 810,4
Bons du Trésor	45 541,2	43 128,2	7 752,5	–	96 421,9
Titres pris en pension	33 522,9	4 273,9	797,6	–	38 594,4
Prêts et avances	13 573,1	2 417,3	2 278,7	243,6	18 512,7
Emprunts d'État et autres titres	32 430,8	5 750,7	11 008,1	6 574,1	55 763,7
Instruments dérivés	9 835,8	185,4	3 727,9	–	13 749,1
Créances à recouvrer	232,5	119,0	382,0	–	733,5
Total expositions de bilan	138 107,1	56 220,0	26 356,1	6 817,7	227 500,9
Engagements de crédit					
Facilités en blanc non tirées	33,5	201,0	–	–	234,5
Facilités garanties non tirées	1 039,8	7 372,5	–	–	8 412,3
Total engagements de crédit	1 073,3	7 573,5	–	–	8 646,8
Total expositions	139 180,4	63 793,5	26 356,1	6 817,7	236 147,7

Au 31 mars 2008

<i>En millions de DTS</i>	Afrique et Europe	Asie-Pacifique	Amériques	Institutions internationales	Total
Expositions de bilan					
Encaisse	25,6	1,2	10,0	–	36,8
Or et prêts d'or	1 891,4	116,4	2 030,3	–	4 038,1
Bons du Trésor	12 931,6	37 777,2	28,1	–	50 736,9
Titres pris en pension	89 251,3	–	2 633,3	–	91 884,6
Prêts et avances	49 740,0	2 463,3	8 966,9	925,7	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	36 722,9	7 740,3	11 882,7	5 572,6	61 918,5
Instruments dérivés	6 111,1	88,8	1 225,0	1,5	7 426,4
Créances à recouvrer	38,3	–	397,1	–	435,4
Total expositions de bilan	196 712,2	48 187,2	27 173,4	6 499,8	278 572,6
Engagements de crédit					
Facilités en blanc non tirées	304,6	–	–	–	304,6
Facilités garanties non tirées	192,0	6 110,1	161,0	–	6 463,1
Total engagements de crédit	496,6	6 110,1	161,0	–	6 767,7
Total expositions	197 208,8	54 297,3	27 334,4	6 499,8	285 340,3

Les expositions sont affectées aux diverses zones géographiques selon le pays d'établissement de l'entité juridique dont relève la contrepartie.

Risque de défaut par catégorie d'actif et par notation de la contrepartie

Ce tableau ne tient pas compte des sûretés éventuellement détenues par la Banque ni des rehaussements de crédit dont elle dispose.

Au 31 mars 2009	AAA	AA	A	BBB	BB et moins	Non noté	Total juste valeur
<i>En millions de DTS</i>							
Expositions de bilan							
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	883,3	4,6	5,8	0,4	–	21,1	915,2
Or et prêts d'or	–	685,9	1 986,2	138,3	–	–	2 810,4
Bons du Trésor	38 974,5	48 490,5	8 956,9	–	–	–	96 421,9
Titres pris en pension	328,6	18 359,8	19 816,9	89,1	–	–	38 594,4
Prêts et avances	4 482,1	3 403,7	7 322,8	167,5	3 136,6	–	18 512,7
Emprunts d'État et autres titres	32 972,5	13 715,2	8 988,2	87,8	–	–	55 763,7
Instruments dérivés	383,8	1 999,4	11 268,0	–	97,9	–	13 749,1
Créances à recouvrer	397,7	–	221,5	103,3	–	11,0	733,5
Total expositions de bilan	78 422,5	86 659,1	58 566,3	586,4	3 234,5	32,1	227 500,9
<i>En %</i>	<i>34,5 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>–</i>	<i>100 %</i>
Engagements de crédit							
En blanc	–	–	–	234,5	–	–	234,5
Garantis	–	2 432,9	4 178,5	1 572,3	228,6	–	8 412,3
Total engagements de crédit	–	2 432,9	4 178,5	1 806,8	228,6	–	8 646,8
Total expositions	78 422,5	89 092,0	62 744,8	2 393,2	3 463,1	32,1	236 147,7

Au 31 mars 2008	AAA	AA	A	BBB	BB et moins	Non noté	Total juste valeur
<i>En millions de DTS</i>							
Expositions de bilan							
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	22,7	12,0	1,6	0,5	-	-	36,8
Or et prêts d'or	-	3 123,2	914,9	-	-	-	4 038,1
Bons du Trésor	9 878,9	38 735,2	2 122,8	-	-	-	50 736,9
Titres pris en pension	182,7	71 573,5	20 128,4	-	-	-	91 884,6
Prêts et avances	8 843,2	31 847,6	20 348,5	-	1 056,6	-	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	25 990,6	26 135,8	9 754,8	37,3	-	-	61 918,5
Instruments dérivés	994,0	5 291,3	1 096,1	11,2	33,8	-	7 426,4
Créances à recouvrer	397,1	4,8	22,8	-	-	10,7	435,4
Total expositions de bilan	46 309,2	176 723,4	54 389,9	49,0	1 090,4	10,7	278 572,6
<i>En %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>63,5 %</i>	<i>19,5 %</i>	<i>-</i>	<i>0,4 %</i>	<i>-</i>	<i>100 %</i>
Engagements de crédit							
En blanc	304,6	-	-	-	-	-	304,6
Garantis	180,0	531,0	4 087,1	713,0	952,0	-	6 463,1
Total engagements de crédit	484,6	531,0	4 087,1	713,0	952,0	-	6 767,7
Total expositions	46 793,8	177 254,4	58 477,0	762,0	2 042,4	10,7	285 340,3

Les tableaux présentent les notations internes de la Banque exprimées sous forme de notations externes équivalentes. Ils montrent que, dans une large majorité, la Banque est exposée envers des contreparties ayant une note égale ou supérieure à A-.

Un actif financier est considéré comme impayé quand une contrepartie n'a pas effectué le paiement dû à l'échéance contractuelle. La Banque réévalue chaque jour la quasi-totalité de ses actifs financiers à la juste valeur et revoit ses valorisations tous les mois, en tenant compte des ajustements éventuels pour dépréciation. Au 31 mars 2009, la Banque enregistrait une perte de valeur de DTS 18,3 millions sur prêts d'or (2008 : néant). À la date des états financiers, la Banque n'avait pas d'actifs financiers considérés comme impayés.

D. Atténuation du risque de crédit et sûretés

Au 31 mars	2009		2008	
En millions de DTS	Juste valeur des contrats concernés	Valeur de la sûreté	Juste valeur des contrats concernés	Valeur de la sûreté
Sûretés obtenues pour :				
Titres pris en pension	33 625,0	33 725,5	69 965,9	70 245,5
Avances	3 136,5	5 013,4	1 057,0	2 436,8
Instruments dérivés	4 957,3	4 542,4	2 979,3	2 429,7
Total sûretés obtenues	41 718,8	43 281,3	74 002,2	75 112,0
Sûretés fournies pour :				
Titres donnés en pension	-	-	1 894,1	1 898,2
Total sûretés fournies	-	-	1 894,1	1 898,2

Le tableau ci-avant montre les sûretés obtenues et fournies par la Banque. N'y figurent pas les transactions en instance de règlement (pour lesquelles il n'y a eu ni échange de liquidités ni échange de sûretés). La Banque se fait livrer des sûretés pour les prises en pension et pour les opérations sur certains instruments dérivés. La Banque est autorisée à vendre ou nantir à nouveau ces sûretés, mais doit restituer des instruments financiers équivalents à l'expiration du contrat. Les prises en pension portent sur des titres d'émetteurs souverains et supranationaux ainsi que sur des titres émis par les agences de financement hypothécaire des États-Unis. Les sûretés éligibles pour les dérivés sont des titres d'État. Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2009, des bons du Trésor américain en dollars reçus à titre de sûretés ont été saisis et réalisés, pour cause de défaut d'une contrepartie, pour une valeur de DTS 735,5 millions.

La BRI octroie à sa clientèle des facilités qui sont garanties soit par des dépôts auprès de la Banque, soit par des parts dans des fonds gérés par la Banque. Au 31 mars 2009, le montant des facilités non tirées qui pourraient faire l'objet d'un tirage contre constitution de sûretés par la clientèle totalise DTS 8 412,3 millions (2008 : DTS 6 463,1 millions).

Pour les mises en pension, la Banque livre des emprunts d'État ou des titres émis par les agences de financement hypothécaire des États-Unis.

E. Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque de crédit

La Banque détermine les fonds propres économiques qu'elle alloue au risque de crédit, par portefeuille, en ayant recours à un modèle VeR paramétré avec un horizon de 1 an et un niveau de confiance de 99,995 %. Le tableau suivant montre, sur les deux derniers exercices, les chiffres représentatifs de l'exposition de la Banque au risque de marché en termes d'allocation des fonds propres économiques.

Pour l'exercice clos le 31 mars	2009				2008			
En millions de DTS	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars
Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque de crédit	6 080,1	6 596,3	5 389,1	5 673,7	6 427,3	6 841,1	5 967,4	6 173,3

F. Exigences minimales de fonds propres en regard du risque de crédit

Expositions envers les emprunteurs souverains, banques et entreprises

Pour le calcul des actifs pondérés des risques concernant les expositions envers les emprunteurs souverains, banques et entreprises, la Banque a adopté une approche conforme à l'approche NI (notations internes) avancée pour la majorité de ses expositions.

Pour calculer les actifs pondérés, il convient généralement, dans cette approche, de multiplier les expositions au risque de crédit par les coefficients déterminés au moyen de la fonction de pondération correspondante dans Bâle II, en paramétrant le système interne avec les données estimées par la Banque. Ces estimations servent également au calcul des fonds propres économiques alloués au risque de crédit.

L'exposition au risque de crédit sur une transaction ou une position – « exposition en cas de défaut (ECD) » – correspond au montant notionnel de toutes les expositions au risque de crédit (de bilan et de hors-bilan), à l'exception des dérivés. Pour les dérivés, l'ECD est calculée en utilisant une approche conforme à la méthode des modèles internes du dispositif de Bâle II. Conformément à cette méthodologie, la Banque calcule les expositions effectives attendues qu'elle multiplie ensuite par un facteur alpha comme indiqué dans ce dispositif.

Dans la fonction de pondération, les paramètres essentiels déterminés par la Banque sont la probabilité de défaut de la contrepartie (PD), estimée sur 1 an, ainsi que la perte en cas de défaut estimée (PCD) et l'échéance de chaque opération.

En raison de la haute qualité des placements de la Banque et de la prudence qui préside au processus de gestion des risques à la BRI, la Banque n'est pas en mesure d'estimer les valeurs PD et PCD sur la base de sa propre expérience en matière de défaut. La Banque estime les valeurs PD des contreparties en convertissant ses notations internes en évaluations de crédit externes sur la base de données de défaut externes. De même, les estimations PCD sont obtenues à partir de données externes. Ces estimations sont corrigées, le cas échéant, de l'effet d'atténuation du risque résultant des sûretés obtenues, compte tenu de la volatilité des prix du marché ainsi que de la fréquence des appels de marge et des réévaluations.

Le tableau ci-après donne le détail du calcul des actifs pondérés des risques. Les expositions sont mesurées en tenant compte de l'incidence de la compensation et des sûretés. Au 31 mars 2009, le total des expositions figurant dans le tableau ci-dessous comprend DTS 7 024,8 millions de produits de taux (2008 : DTS 5 998,3 millions) et DTS 5 108,0 millions de contrats sur devise et sur or (2008 : DTS 2 823,1 millions).

Au 31 mars 2009

Notation interne exprimée sous forme de notation externe équivalente	Montant de l'exposition	PD pondérée par l'exposition	PCD moyenne pondérée par l'exposition	Coefficient moyen de risque pondéré par l'exposition	Actifs pondérés des risques
	En millions de DTS	En %	En %	En %	En millions de DTS
AAA	73 642,3	0,005	30,8	2,4	1 803,0
AA	86 205,5	0,02	25,3	3,6	3 109,3
A	59 283,3	0,05	23,9	6,9	4 119,8
BBB	3 848,8	0,62	11,8	11,0	425,3
BB et moins	2 037,8	11,34	7,7	32,3	657,4
Total	225 017,7				10 114,8

Au cours de l'exercice, la Banque a enregistré des pertes sur créances en raison d'un cas de défaut. Compte tenu des sûretés garantissant les transactions concernées, la Banque a subi une perte de DTS 4,6 millions.

Au 31 mars 2008

Notation interne exprimée sous forme de notation externe équivalente	Montant de l'exposition	PD pondérée par l'exposition	PCD moyenne pondérée par l'exposition	Coefficient moyen de risque pondéré par l'exposition	Actifs pondérés des risques
	En millions de DTS	En %	En %	En %	En millions de DTS
AAA	42 393,0	0,007	34,0	3,3	1 417,7
AA	178 155,6	0,03	22,2	3,5	6 201,3
A	58 280,9	0,05	25,4	6,2	3 631,3
BBB	947,2	0,22	11,1	7,3	68,8
BB et moins	1 783,5	10,04	5,2	22,2	396,1
Total	281 560,2				11 715,2

G. Expositions de titrisation

La Banque ne détient que des expositions de titrisation de première qualité de forme classique, c'est-à-dire non synthétiques. Pour calculer les actifs pondérés des risques correspondant à ces expositions, elle a adopté l'approche standard.

Compte tenu du domaine d'activité de la Banque, les actifs pondérés des risques sont déterminés, en application du dispositif de Bâle II, selon l'approche standard pour la titrisation. Dans cette approche, les coefficients de pondération sont déterminés sur la base d'évaluations de crédit fournies par des organismes externes d'évaluation du crédit tels que Moody's Investors Service, Standard & Poor's et Fitch Ratings. Les actifs pondérés des risques sont ensuite obtenus en multipliant les montants notionnels des expositions par les coefficients correspondants.

Le tableau suivant montre les placements de la Banque en opérations de titrisation, par type d'actif sous-jacent.

Au 31 mars 2009

En millions de DTS	Notation externe	Montant de l'exposition	Coefficient de pondération	Actifs pondérés des risques
Titres garantis par de l'immobilier résidentiel	AAA	649,3	20 %	129,9
Titres adossés à des créances achetées sur carte de crédit	AAA	1 176,8	20 %	235,3
Titres adossés à d'autres créances achetées (bénéficiant d'une garantie publique)	AAA	737,9	20 %	147,6
Total		2 564,0		512,8

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	Notation externe	Montant de l'exposition	Coefficient de pondération	Actifs pondérés des risques
Papier commercial adossé à des actifs	A1/P1/F1+	168,7	20 %	33,7
Titres garantis par de l'immobilier résidentiel	AAA	1 344,2	20 %	268,9
Titres adossés à des créances achetées sur carte de crédit	AAA	1 111,0	20 %	222,2
Titres adossés à d'autres créances achetées (bénéficiant d'une garantie publique)	AAA	750,1	20 %	150,0
Total		3 374,0		674,8

4. Risque de marché

Le risque de marché réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des prix du marché. Pour la BRI, ce risque est essentiellement lié au cours de l'or, aux taux d'intérêt et aux cours de change. Elle mesure le risque de marché et calcule les fonds propres économiques correspondants par une méthodologie VeR utilisant une technique de simulation Monte-Carlo. La Banque estime la volatilité et les corrélations de facteurs de risque sur une période d'observation de 1 an. Elle calcule, en outre, des valeurs de sensibilité à certains facteurs de marché.

Conformément à l'objectif qu'elle s'est fixé de conserver la plus haute qualité de crédit, la Banque mesure les fonds propres économiques avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an. La Direction gère l'allocation des fonds propres économiques au risque de marché dans le cadre d'un dispositif fixé par le Conseil d'administration. Des limites de VeR sont complétées par des limites opérationnelles.

La fiabilité des modèles VeR dépend des hypothèses statistiques et de la qualité des données de marché disponibles : s'ils sont de nature prédictive, les modèles VeR extrapolent à partir d'événements passés.

Pour s'assurer que les modèles fournissent une mesure fiable des pertes potentielles à horizon 1 an, la Banque a mis en place un dispositif complet de contrôles *ex post* réguliers, qui permet de comparer les résultats effectifs au jour le jour avec les estimations de VeR correspondantes. Les résultats sont analysés et communiqués à la Direction.

La Banque complète sa mesure du risque de marché fondée sur le modèle VeR et ses calculs de fonds propres économiques correspondants par une série de simulations de crise, dont des scénarios historiques extrêmes, des scénarios de crise macroéconomique hypothétiques et des analyses de sensibilité aux variations du cours de l'or, des taux d'intérêt et des cours de change.

A. Risque de variation du cours de l'or

Le risque de variation du cours de l'or réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable du cours de l'or.

La Banque y est exposée principalement sur ses actifs de placement en or, qui totalisent 120 tonnes (2008 : 125 tonnes). Ceux-ci sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2009, la position sur or de la Banque s'établissait à DTS 2 358,0 millions (2008 : DTS 2 247,0 millions), ce qui correspond à 17 % environ de ses fonds propres (2008 : 17 %). La Banque a aussi parfois de faibles expositions à ce risque du fait de ses opérations bancaires avec les banques centrales et commerciales. Ce risque est pris en compte dans le modèle VeR de la Banque, ainsi que dans son dispositif de fonds propres économiques et ses simulations de crise.

B. Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des taux d'intérêt et des primes de crédit.

La Banque y est exposée principalement sur les actifs porteurs d'intérêts liés à la gestion de ses fonds propres et des placements liés à ses portefeuilles bancaires. Les portefeuilles de placement sont gérés par référence à un portefeuille obligataire de durée fixe.

La Banque mesure et surveille ce risque par une méthodologie VeR et des analyses de sensibilité qui tiennent compte des variations des taux du marché monétaire, des cotations des obligations d'État, des primes des swaps et des primes de crédit.

Le tableau suivant montre l'incidence d'une hausse de 1 % de la courbe des rendements sur la valeur des fonds propres de la Banque, en fonction de l'échéance.

Au 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-3 ans	3-4 ans	4-5 ans	Plus de 5 ans
Euro	(5,4)	(5,5)	(11,9)	(16,5)	(24,0)	(15,1)	(13,9)
Yen japonais	1,0	(1,3)	(6,6)	(11,3)	(14,6)	(5,1)	(1,7)
Livre sterling	0,2	(1,3)	(3,6)	(12,9)	(8,7)	(1,7)	(1,9)
Franc suisse	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(1,4)	2,7
Dollar	(0,6)	(7,6)	(41,5)	(13,8)	(29,1)	(22,6)	(29,3)
Autres monnaies	(0,1)	(6,0)	(1,2)	(10,8)	(0,8)	-	-
Total	(5,0)	(21,9)	(65,4)	(65,9)	(77,9)	(45,9)	(44,1)

Au 31 mars 2008

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-3 ans	3-4 ans	4-5 ans	Plus de 5 ans
Euro	(5,8)	(3,4)	(26,9)	(16,6)	(17,3)	(31,7)	(61,4)
Yen japonais	0,1	(0,9)	(4,8)	(7,7)	(7,5)	(4,4)	(19,9)
Livre sterling	3,9	(3,8)	(4,6)	(5,8)	(5,8)	(6,9)	(23,3)
Franc suisse	(0,6)	0,1	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	2,2
Dollar	(2,6)	(15,0)	(23,9)	(12,4)	(16,3)	(26,1)	(72,7)
Autres monnaies	(1,7)	(6,0)	(8,2)	(2,9)	(13,3)	(1,1)	-
Total	(6,7)	(29,0)	(69,0)	(45,9)	(60,7)	(71,2)	(175,1)

C. Risque de change

La monnaie fonctionnelle de la Banque, le DTS, est une unité composite constituée de montants déterminés des monnaies suivantes : USD, EUR, JPY et GBP. Le risque de change réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des cours de change. La Banque y est exposée principalement sur les actifs liés à la gestion de ses fonds propres. Elle l'encourt également dans la gestion des dépôts de sa clientèle et en tant qu'intermédiaire dans les opérations de change entre banques centrales et banques commerciales. Elle réduit ce risque en alignant périodiquement les monnaies des actifs correspondants sur la composition du DTS et en limitant les expositions de change découlant des dépôts de la clientèle et de ses activités d'intermédiation.

La Banque mesure et surveille le risque de change en ayant recours à une méthodologie VeR et à des analyses de sensibilité tenant compte des variations des principaux cours de change.

Les tableaux suivants montrent la composition en monnaies et en or des actifs et passifs de la Banque. Ils font apparaître ensuite la position nette en monnaies, par déduction des placements en or, puis, en faisant abstraction de la position neutre en DTS, l'exposition de change nette en monnaies.

Au 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	DTS	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Or	Autres monnaies	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	-	28,9	175,2	6,4	-	696,2	-	8,5	915,2
Or et prêts d'or	-	19,1	-	-	-	-	25 397,1	-	25 416,2
Bons du Trésor	-	7 752,5	43 738,8	1 802,4	43 128,2	-	-	-	96 421,9
Titres pris en pension	-	797,6	27 986,9	5 536,0	4 273,9	-	-	-	38 594,4
Prêts et avances	243,7	8 999,5	7 619,1	1 077,5	4,0	443,5	-	125,4	18 512,7
Emprunts d'État et autres titres	-	27 233,4	22 706,3	2 704,9	1 437,8	30,6	-	1 650,7	55 763,7
Instruments dérivés	21,0	65 576,9	(12 368,7)	370,2	(41 023,4)	191,4	-	981,7	13 749,1
Créances à recouvrer	0,1	3 719,7	959,8	988,6	110,1	11,1	-	33,1	5 822,5
Immobilisations corporelles	183,1	-	-	-	-	7,9	-	-	191,0
Total	447,9	114 127,6	90 817,4	12 486,0	7 930,6	1 380,7	25 397,1	2 799,4	255 386,7
Passif									
Dépôts en monnaies	(2 015,5)	(134 278,9)	(41 524,2)	(11 597,5)	(3 935,6)	(1 220,8)	-	(2 649,7)	(197 222,2)
Dépôts en or	-	(13,0)	-	-	-	-	(23 039,1)	-	(23 052,1)
Instruments dérivés	2,2	26 485,3	(34 192,0)	2 970,0	(1 846,9)	(144,5)	-	(90,9)	(6 816,8)
Engagements à payer	-	(532,0)	(10 482,5)	(2 662,2)	(442,3)	-	-	(92,5)	(14 211,5)
Autres passifs	-	(153,3)	(0,4)	-	-	(214,5)	-	-	(368,2)
Total	(2 013,3)	(108 491,9)	(86 199,1)	(11 289,7)	(6 224,8)	(1 579,8)	(23 039,1)	(2 833,1)	(241 670,8)
Position nette en monnaies et sur or	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	2 358,0	(33,7)	13 715,9
Ajustement pour actifs de placement en or	-	-	-	-	-	-	(2 358,0)	-	(2 358,0)
Position nette en monnaies	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	-	(33,7)	11 357,9
Position neutre en DTS	1 565,4	(5 472,6)	(4 718,3)	(1 122,7)	(1 609,7)	-	-	-	(11 357,9)
Exposition de change nette en monnaies (hors position en DTS)	-	163,1	(100,0)	73,6	96,1	(199,1)	-	(33,7)	-

Au 31 mars 2008

<i>En millions de DTS</i>	DTS	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Or	Autres monnaies	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	-	9,3	14,5	2,1	-	4,7	-	6,2	36,8
Or et prêts d'or	-	17,2	-	-	-	-	31 520,5	-	31 537,7
Bons du Trésor	-	28,1	12 931,5	-	37 777,3	-	-	-	50 736,9
Titres pris en pension	-	1 823,5	79 059,5	7 911,8	3 089,8	-	-	-	91 884,6
Prêts et avances	669,8	45 677,1	4 565,0	9 250,4	182,7	972,1	-	778,8	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	-	29 690,6	22 395,8	4 195,1	1 472,5	62,4	-	4 102,1	61 918,5
Instruments dérivés	51,5	1 856,5	3 259,7	(4 233,2)	4 943,8	7,7	(56,9)	1 597,3	7 426,4
Créances à recouvrer	-	4 400,1	35,8	710,5	24,4	7,4	-	133,6	5 311,8
Immobilisations corporelles	190,4	-	-	-	-	-	-	-	190,4
Total	911,7	83 502,4	122 261,8	17 836,7	47 490,5	1 054,3	31 463,6	6 618,0	311 139,0
Passif									
Dépôts en monnaies	(2 238,8)	(157 367,2)	(45 777,9)	(17 837,7)	(3 601,3)	(987,0)	-	(8 311,0)	(236 120,9)
Dépôts en or	-	(8,9)	-	-	-	-	(29 092,5)	-	(29 101,4)
Titres donnés en pension	-	(1 489,1)	-	(405,0)	-	-	-	-	(1 894,1)
Instruments dérivés	20,1	82 381,9	(49 622,9)	1 893,1	(42 503,9)	(56,9)	(124,1)	1 785,0	(6 227,7)
Engagements à payer	-	(2 094,5)	(22 011,4)	(146,9)	-	-	-	(112,6)	(24 365,4)
Autres passifs	-	(117,2)	(0,5)	-	-	(208,8)	-	-	(326,5)
Total	(2 218,7)	(78 695,0)	(117 412,7)	(16 496,5)	(46 105,2)	(1 252,7)	(29 216,6)	(6 638,6)	(298 036,0)
Position nette en monnaies et sur or	(1 307,0)	4 807,4	4 849,1	1 340,2	1 385,3	(198,4)	2 247,0	(20,6)	13 103,0
Ajustement pour actifs de placement en or	-	-	-	-	-	-	(2 247,0)	-	(2 247,0)
Position nette en monnaies	(1 307,0)	4 807,4	4 849,1	1 340,2	1 385,3	(198,4)	-	(20,6)	10 856,0
Position neutre en DTS	1 307,0	(4 683,0)	(4 788,5)	(1 327,0)	(1 364,5)	-	-	-	(10 856,0)
Exposition de change nette en monnaies (hors position en DTS)	-	124,4	60,6	13,2	20,8	(198,4)	-	(20,6)	-

D. Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque de marché

La Banque mesure le risque de marché par une méthodologie VeR qui utilise une technique de simulation Monte-Carlo tenant compte des corrélations entre facteurs de risque. Elle calcule aussi par cette méthodologie les fonds propres économiques alloués au risque de marché, avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an. Elle mesure son risque de variation du cours de l'or en termes de fluctuation du cours de l'or en dollars. La composante risque de change qui résulte des variations du cours du dollar par rapport au DTS est intégrée dans la mesure du risque de change. Le tableau suivant montre, sur les deux derniers exercices, les chiffres représentatifs de l'exposition de la Banque au risque de marché en termes d'allocation des fonds propres économiques.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009				2008			
	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars
Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque de marché	2 614,0	3 386,9	1 928,0	3 099,8	1 755,5	2 950,0	1 179,5	2 689,7

Le tableau ci-après détaille l'analyse de l'exposition au risque de marché de la Banque par catégorie de risque.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009				2008			
	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars
Risque de variation du cours de l'or	1 690,5	2 325,1	1 312,6	2 009,1	1 399,7	2 163,9	958,1	2 116,1
Risque de taux d'intérêt	1 972,7	2 519,9	1 404,8	2 209,1	1 294,4	2 200,6	623,4	2 187,0
Risque de change	502,7	769,0	301,6	769,0	289,0	574,0	169,9	519,3
Effets de corrélation et de diversification	(1 551,9)	(2 073,7)	(1 164,2)	(1 887,4)	(1 227,6)	(2 137,4)	(646,7)	(2 132,7)

E. Exigences minimales de fonds propres en regard du risque de marché

Pour calculer les exigences minimales de fonds propres en regard du risque de marché en application du dispositif de Bâle II, la Banque a adopté une approche de portefeuille bancaire, conforme au domaine d'activité et à la nature de ses activités. En conséquence, elle mesure les actifs pondérés du risque de marché pour le risque de variation du cours de l'or et le risque de change mais pas pour le risque de taux. Les exigences minimales de fonds propres sont calculées grâce à la méthode des modèles internes VeR. Les calculs VeR sont effectués à l'aide de la méthodologie VeR de la Banque, avec un niveau de confiance de 99 %, une période de détention de 10 jours et une période d'observation historique de 1 an.

L'exigence minimale effective de fonds propres correspond à la valeur la plus élevée entre la VeR à la date du calcul et la moyenne des mesures VeR relevées quotidiennement sur les 60 jours ouvrés antérieurs (date du calcul comprise), multipliée par trois, plus, éventuellement, un supplément déterminé en fonction des résultats des contrôles *ex post*. Durant la période examinée, le nombre de résultats extrêmes recensés par ces contrôles *ex post* est resté inférieur au seuil à partir duquel une exigence majorée est applicable. Le tableau ci-dessous montre, sur les deux derniers exercices, les chiffres représentatifs concernant le risque de marché : exposition, actifs pondérés des risques et exigences minimales de fonds propres correspondantes.

Au 31 mars

En millions de DTS	2009			2008		
	VeR	Actifs pondérés des risques (A)	Exigences minimales de fonds propres (B)	VeR	Actifs pondérés des risques (A)	Exigences minimales de fonds propres (B)
Risque de marché, où (A) correspond à (B) / 8 %	420,9	15 783,5	1 262,7	218,6	8 197,5	655,8

5. Risque de liquidité

Le risque de liquidité résulte de l'éventualité que la Banque ne soit pas en mesure de faire face aux flux de trésorerie actuels et futurs, attendus ou inattendus, et aux appels de sûretés sans nuire à ses opérations journalières ni à sa situation financière.

La taille du bilan de la Banque évolue essentiellement en fonction de l'encours des dépôts en monnaies et en or effectués par les banques centrales, autres autorités monétaires et institutions internationales. La Banque s'engage à rembourser certains de ses instruments de dépôt en monnaies, à la juste valeur, avec un préavis de 1-2 jours ouvrés. Elle conduit ses opérations de manière à préserver un degré élevé de liquidité, afin d'être prête, à tout moment, à répondre aux demandes de sa clientèle.

La Banque a élaboré un dispositif de gestion de la liquidité qui s'appuie sur un modèle statistique fondé sur des hypothèses prudentes concernant les entrées de trésorerie et la liquidité des passifs. Dans le cadre de ce dispositif, le Conseil d'administration assigne une limite au ratio de liquidité de la Banque : les actifs liquides doivent représenter au moins 100 % des besoins de liquidité auxquels la Banque pourrait être appelée à faire face. Des simulations de crise permettent en outre d'imaginer divers scénarios comportant des retraits massifs. Les exigences supplémentaires de liquidité ainsi définies doivent également être satisfaites par la détention d'actifs liquides. Le ratio de liquidité de la BRI se situe bien au-dessus de son seuil minimal et des exigences ressortant de ses simulations de crise.

Les dépôts en monnaies et en or auprès de la BRI, principalement de banques centrales et institutions internationales, constituent 91 % (2008 : 89 %) du total de ses passifs. Au 31 mars 2009, ces dépôts provenaient de 131 déposants (2008 : 152) et présentaient une certaine concentration sur quelques clients, 7 d'entre eux contribuant chacun pour plus de 5 % du total sur la base de la date de règlement (2008 : 4).

Le tableau suivant montre le profil des échéances des flux de trésorerie pour les actifs et les passifs. Les montants indiqués sont les flux de trésorerie non actualisés correspondant à des obligations de la Banque.

Au 31 mars 2009

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-5 ans	5-10 ans	Plus de 10 ans	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	915,2	-	-	-	-	-	-	-	915,2
Or et prêts d'or	22 856,0	458,0	265,1	630,6	375,3	698,4	167,0	-	25 450,4
Bons du Trésor	17 346,9	48 193,3	15 306,8	15 178,4	-	-	-	-	96 025,4
Titres pris en pension	25 396,5	240,8	1 444,0	-	-	-	-	-	27 081,3
Prêts et avances	9 533,3	7 931,7	804,1	-	-	-	-	-	18 269,1
Emprunts d'État et autres titres	3 800,4	7 106,2	3 880,8	4 934,0	12 920,3	17 782,8	9 247,2	921,8	60 593,5
Total	79 848,3	63 930,0	21 700,8	20 743,0	13 295,6	18 481,2	9 414,2	921,8	228 334,9
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours									
	(11 144,1)	(19 693,4)	(15 143,3)	(20 590,2)	(18 218,1)	(29 301,2)	(7 309,7)	-	(121 400,0)
Autres dépôts en monnaies									
	(68 805,4)	(4 635,1)	(1 348,5)	(22,6)	-	-	-	-	(74 811,6)
Dépôts en or									
	(21 768,0)	(200,1)	(216,8)	(296,7)	(195,7)	(216,3)	(165,4)	-	(23 059,0)
Titres vendus à découvert									
	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(4,9)	(9,8)	(29,7)	(49,9)	(185,4)	(284,7)
Total	(101 718,3)	(24 530,3)	(16 711,1)	(20 914,4)	(18 423,6)	(29 547,2)	(7 525,0)	(185,4)	(219 555,3)
Instruments dérivés									
<i>Réglés sur base nette</i>									
Contrats de taux									
	(1 304,0)	588,3	940,4	1 049,2	1 483,8	1 486,7	187,4	0,1	4 431,9
<i>Réglés sur base brute</i>									
Contrats sur devise et sur or									
Entrées	29 504,3	53 304,7	8 576,4	10 940,4	-	-	-	-	102 325,8
Sorties	(28 771,1)	(52 297,6)	(8 568,4)	(11 221,9)	-	-	-	-	(100 859,0)
Sous-total	733,2	1 007,1	8,0	(281,5)	-	-	-	-	1 466,8
Contrats de taux - réglés sur base brute									
Entrées	2,8	53,4	320,9	164,5	610,2	665,5	841,1	-	2 658,4
Sorties	(2,1)	(67,1)	(339,2)	(197,2)	(695,6)	(747,4)	(920,3)	-	(2 968,9)
Sous-total	0,7	(13,7)	(18,3)	(32,7)	(85,4)	(81,9)	(79,2)	-	(310,5)
Total instruments dérivés	(570,1)	1 581,7	930,1	735,0	1 398,4	1 404,8	108,2	0,1	5 588,2
Total flux de trésorerie futurs non actualisés	(22 440,1)	40 981,4	5 919,8	563,6	(3 729,6)	(9 661,2)	1 997,4	736,5	14 367,8

Au 31 mars 2008

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-5 ans	5-10 ans	Plus de 10 ans	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	36,8	-	-	-	-	-	-	-	36,8
Or et prêts d'or	27 836,1	215,9	379,1	558,8	1 446,3	974,8	151,6	-	31 562,6
Bons du Trésor	15 043,0	27 977,7	6 629,3	1 195,5	-	-	-	-	50 845,5
Titres pris en pension	53 803,9	14 279,9	2 079,3	-	-	-	-	-	70 163,1
Prêts et avances	24 550,5	24 058,1	9 636,4	3 140,8	-	-	-	-	61 385,8
Emprunts d'État et autres titres	7 940,5	8 755,7	5 245,0	6 710,1	10 340,2	15 696,2	12 543,5	923,7	68 154,9
Total	129 210,8	75 287,3	23 969,1	11 605,2	11 786,5	16 671,0	12 695,1	923,7	282 148,7
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours	(5 757,5)	(21 501,1)	(20 601,1)	(28 243,4)	(35 374,1)	(33 370,0)	(9 928,4)	(9,3)	(154 784,9)
Autres dépôts en monnaies	(56 610,6)	(16 760,6)	(7 355,6)	(3 229,8)	-	-	-	-	(83 956,6)
Dépôts en or	(27 579,3)	-	(18,2)	(125,1)	(864,2)	(373,9)	(150,1)	-	(29 110,8)
Titres donnés en pension	(1 896,3)	-	-	-	-	-	-	-	(1 896,3)
Titres vendus à découvert	(11,9)	-	-	-	-	(16,2)	(12,4)	(75,1)	(115,6)
Total	(91 855,6)	(38 261,7)	(27 974,9)	(31 598,3)	(36 238,3)	(33 760,1)	(10 090,9)	(84,4)	(269 864,2)
Instruments dérivés									
<i>Réglés sur base nette</i>									
Contrats de taux	(59,6)	87,8	43,6	1 711,3	1 223,9	741,4	34,4	-	3 782,8
<i>Réglés sur base brute</i>									
Contrats sur devise et sur or									
Entrées	77 731,6	33 831,8	8 236,2	10 349,7	135,2	-	-	-	130 284,5
Sorties	(78 792,3)	(34 443,3)	(8 222,5)	(10 285,7)	(135,2)	-	-	-	(131 879,0)
Sous-total	(1 060,7)	(611,5)	13,7	64,0	-	-	-	-	(1 594,5)
Contrats de taux - réglés sur base brute									
Entrées	80,6	121,1	239,3	529,6	534,6	917,6	1 034,0	-	3 456,8
Sorties	(99,8)	(157,4)	(279,4)	(673,1)	(610,6)	(1 112,6)	(1 316,8)	-	(4 249,7)
Sous-total	(19,2)	(36,3)	(40,1)	(143,5)	(76,0)	(195,0)	(282,8)	-	(792,9)
Total instruments dérivés	(1 139,5)	(560,0)	17,2	1 631,8	1 147,9	546,4	(248,4)	-	1 395,4
Total flux de trésorerie futurs non actualisés	36 215,7	34 465,5	(3 988,6)	(18 361,3)	(23 303,9)	(16 542,7)	2 355,8	839,3	13 679,6

Dans le cadre de ses activités bancaires ordinaires, la Banque émet des options. Le tableau ci-après indique, en fonction de la date d'exercice, la juste valeur de ces options.

Options émises

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-5 ans	5-10 ans	Plus de 10 ans	Total
Au 31 mars 2009	(1,2)	(10,2)	(8,4)	(138,2)	(1,8)	(7,9)	(4,3)	–	(172,0)
Au 31 mars 2008	(0,9)	(11,3)	(9,7)	(94,3)	(5,3)	–	–	–	(121,5)

Le tableau suivant indique, en fonction de la date d'expiration contractuelle, les engagements de crédit de la Banque à la date des états financiers.

Date d'expiration contractuelle

<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-5 ans	5-10 ans	Indéter- minée	Total
Au 31 mars 2009	33,5	335,0	–	6 400,1	–	–	–	1 677,1	8 445,7
Au 31 mars 2008	243,7	466,3	–	4 212,7	–	–	–	1 845,0	6 767,7

6. Risque opérationnel

Le risque opérationnel est défini par la Banque comme le risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation de la Banque. Il peut avoir une ou plusieurs des sources suivantes.

- Facteur humain : effectif insuffisant, manque de connaissances, de compétences ou d'expérience, inadaptation de la formation ou de la mise en valeur des ressources humaines, contrôle inadéquat, perte de personnel essentiel, programme de succession inadapté, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie.
- Procédure défectueuse ou inadéquate : procédure déficiente dans sa conception ou inadéquate, imparfaitement documentée, comprise, mise en œuvre, appliquée ou contrôlée.
- Système défectueux ou inadapté : système déficient dans sa conception, inadapté, indisponible ou mal utilisé.
- Cause externe : hors du contrôle de la Banque.

Le risque opérationnel inclut le risque juridique mais exclut le risque stratégique.

Le dispositif de gestion du risque opérationnel de la Banque, ses politiques et ses procédures dans ce domaine couvrent la gestion et la mesure du risque opérationnel – et notamment la détermination des paramètres essentiels et des données correspondantes –, la planification des programmes de continuité d'exploitation et le suivi des grands indicateurs de risque.

La Banque a mis en place une procédure de communication immédiate des incidents liés au risque opérationnel. L'unité Conformité et gestion du risque opérationnel élabore des plans d'action avec chaque unité et assure le suivi régulier de leur mise en œuvre.

Pour mesurer les fonds propres économiques alloués au risque opérationnel et les actifs pondérés du risque opérationnel, la Banque a adopté une méthodologie VeR utilisant une technique de simulation Monte-Carlo, suivant l'approche de mesure avancée fixée par le dispositif de Bâle II. En application des règles établies par ce dispositif, la mesure du risque opérationnel ne prend pas en compte le risque de réputation. Les paramètres essentiels introduits pour le calcul sont les suivants : données internes et externes sur les pertes ; estimations découlant de scénarios ; autoévaluation de l'efficacité des contrôles existants pour s'assurer de la prise en compte de l'évolution de l'environnement opérationnel et des modifications apportées au contrôle interne de la Banque. En mesurant le risque opérationnel, la Banque n'inclut pas la protection dont elle peut bénéficier dans le cadre de polices d'assurance.

A. Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque opérationnel

Comme elle le fait pour le calcul des fonds propres économiques alloués au risque financier, la Banque mesure les fonds propres économiques alloués au risque opérationnel avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an. Le tableau suivant montre, sur les deux derniers exercices, les chiffres représentatifs de l'exposition de la Banque au risque opérationnel en termes d'allocation des fonds propres économiques.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2009				2008			
	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars
Fonds propres économiques alloués à la couverture du risque opérationnel	412,5	425,0	400,0	425,0	370,0	400,0	360,0	400,0

B. Exigences minimales de fonds propres en regard du risque opérationnel

En application des règles établies par le dispositif de Bâle II, le calcul des exigences minimales de fonds propres alloués au risque opérationnel est effectué avec les paramètres essentiels suivants : niveau de confiance de 99,9 % et horizon de 1 an. Le tableau suivant montre, sur les deux derniers exercices, les chiffres représentatifs de l'exposition de la Banque au risque opérationnel en termes d'exigences minimales de fonds propres.

Au 31 mars

En millions de DTS	2009			2008		
	VeR	Actifs pondérés des risques	Exigences minimales de fonds propres (B)	VeR	Actifs pondérés des risques	Exigences minimales de fonds propres (B)
		(A)			(A)	
Risque opérationnel, où (A) correspond à (B) / 8 %	180,0	2 250,0	180,0	157,0	1 962,5	157,0

Rapport des commissaires-vérificateurs

au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons examiné les états financiers de la Banque des Règlements Internationaux, publiés dans les pages qui précèdent. Ces états financiers se composent du bilan au 31 mars 2009, du compte de profits et pertes pour l'exercice clos à cette date, présentés en application des Statuts, ainsi que du tableau des flux de trésorerie et des notes annexes. Les états financiers ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et avec les principes d'évaluation décrits dans les notes annexes comme conventions comptables. La Direction de la Banque est responsable de la conception, de la mise en œuvre et de l'exécution d'un contrôle interne relatif à l'établissement et à la présentation sincère d'états financiers ne comportant pas d'anomalie significative, résultant de fraude ou d'erreurs ; du choix et de l'application des conventions comptables appropriées ; de la formulation d'estimations comptables raisonnables compte tenu des circonstances. Notre responsabilité, définie dans les Statuts de la Banque, consiste à former une opinion indépendante sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport.

Notre révision a été effectuée selon les *Normes internationales d'audit* (ISA). Ces normes requièrent de notre part de nous conformer à des règles déontologiques et de planifier et de réaliser la vérification de manière à obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalie significative. Nous avons exécuté des procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les états financiers. Le choix de ces procédures relève de notre jugement, de même que l'évaluation du risque que les états financiers contiennent des anomalies significatives résultant de fraude ou d'erreurs. Dans le cadre de l'évaluation de ce risque, nous avons examiné le contrôle interne relatif à l'établissement et à la présentation sincère des états financiers, afin de définir des procédures de vérification adaptées à la situation, et non dans le but de former une opinion sur l'efficacité de ce contrôle. En outre, nous avons évalué la pertinence des règles comptables retenues, le caractère raisonnable des estimations comptables établies par la Direction, ainsi que la présentation des états financiers dans leur ensemble. Nous avons obtenu tous les renseignements et explications que nous avons demandés pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes sont exempts d'anomalie significative et estimons que notre vérification constitue une base suffisante pour former notre opinion.

Selon notre appréciation, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2009 ainsi que du résultat de ses opérations pour l'exercice clos à cette date, en conformité avec les principes comptables définis dans les notes annexes aux états financiers et avec les Statuts de la Banque.

Deloitte SA

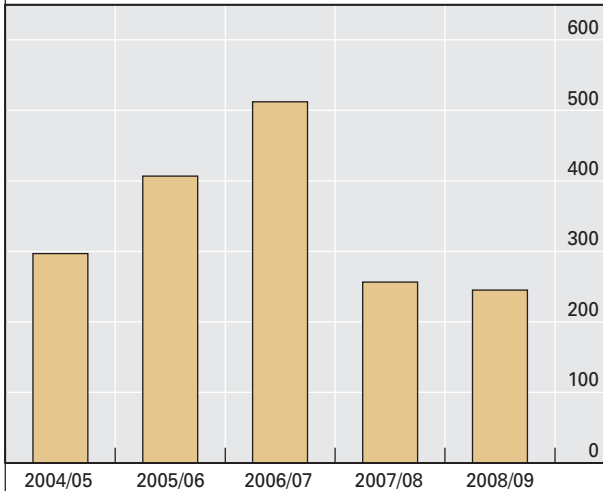
Mark D. Ward
Zurich, le 11 mai 2009

Pavel Nemecek

Récapitulatif des cinq derniers exercices

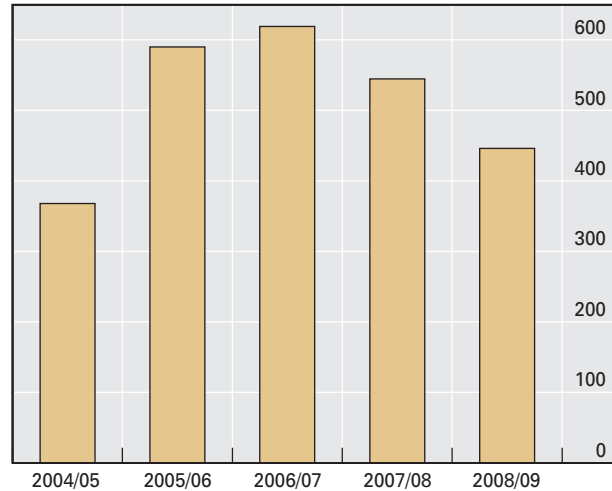
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



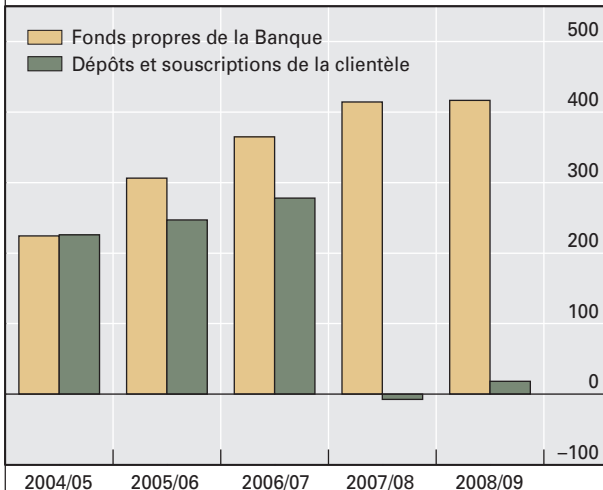
Bénéfice net

En millions de DTS



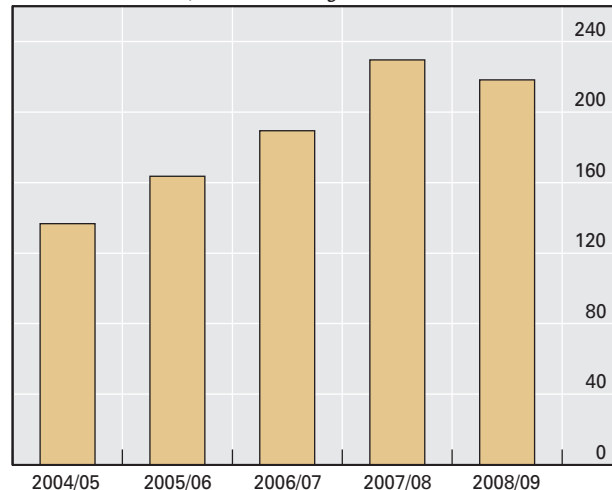
Produit d'intérêts net sur placements en monnaies

En millions de DTS



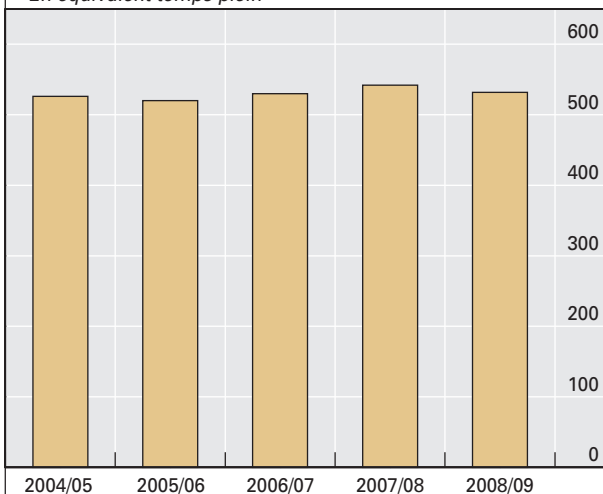
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, à la date de règlement



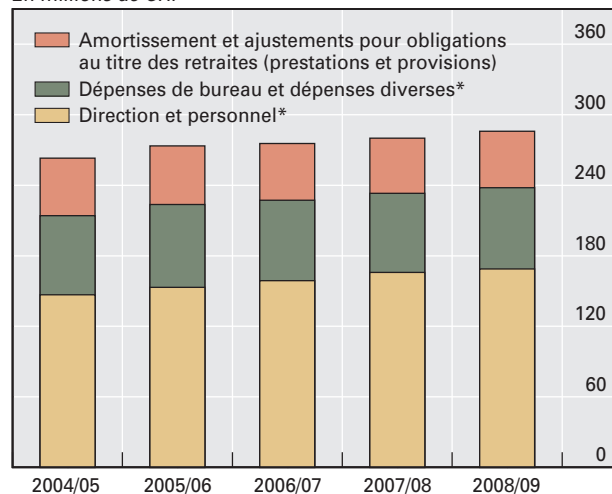
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de CHF



Les chiffres sur lesquels se fondent les quatre cadres du haut ont été retraités pour prendre en considération les modifications apportées, les exercices précédents, aux conventions comptables. * Sur la base du budget.

