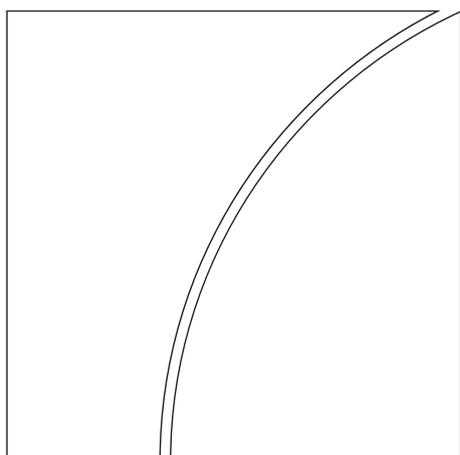




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



75^e Rapport annuel

1^{er} avril 2004–31 mars 2005

Bâle, 27 juin 2005

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

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

Mél : publications@bis.org

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 2005. 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 92-9131-247-9 (version imprimée)

ISBN 92-9197-247-9 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

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

Table des matières

Lettre introductive	1
I. Introduction : un bilan jusqu'ici satisfaisant	3
Tendances économiques et financières des dernières décennies	4
Interprétations et perspectives	7
II. Économie mondiale	11
Faits marquants	11
Croissance économique	11
<i>Vitalité mondiale</i>	11
<i>Creusement des écarts de croissance</i>	14
<i>Perspectives et risques</i>	15
Inflation	16
<i>Une inflation faible et stable</i>	16
<i>Facteurs de stabilité et de faiblesse de l'inflation</i>	18
<i>Perspectives</i>	20
Paievements courants	21
<i>Aggravation des déséquilibres extérieurs</i>	21
<i>Mécanismes d'ajustement dans l'économie réelle</i>	22
Épargne et investissement du secteur privé	24
<i>Tendances</i>	24
<i>Situation financière et investissement des entreprises</i>	25
<i>Situation financière et dépense des ménages</i>	27
Politique budgétaire	29
<i>Évolutions récentes</i>	29
<i>Quelles options pour assainir le budget ?</i>	31
III. Enjeux pour les économies émergentes	34
Faits marquants	34
Évolution récente	35
Renchérissement des produits de base : causes et effets	40
Facteurs de résistance aux chocs extérieurs	44
<i>Des finances publiques moins vulnérables ?</i>	46
<i>Stabilisation de l'inflation ?</i>	49
<i>Une position extérieure moins vulnérable ?</i>	50
Les systèmes bancaires sont-ils plus solides ?	51
<i>Facteurs influant sur les risques dans le secteur bancaire</i>	53
<i>Le contexte réglementaire</i>	57
IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées	58
Faits marquants	58
Synthèse des évolutions	58

<i>États-Unis</i>	58
<i>Zone euro</i>	61
<i>Japon</i>	63
<i>Pays à objectif d'inflation</i>	65
Un sentiment de « déjà vu »	68
<i>L'histoire se répète-t-elle ?</i>	69
<i>Les enseignements du passé</i>	73
<i>À présent : un scénario différent</i>	74
<i>Modification des risques ?</i>	76
V. Marchés des changes	79
Faits marquants	79
Variations de change : constat	79
Variations de change : déterminants	83
<i>Le déficit courant américain et l'impression d'une surabondance de dollars</i>	84
<i>Écarts de taux d'intérêt</i>	85
<i>Politiques de change en Asie</i>	87
Déséquilibres des paiements courants et de portefeuille	90
Un problème de déséquilibre des paiements courants ?	92
<i>Oui</i>	92
<i>Non</i>	94
Un problème de déséquilibre des portefeuilles ?	96
<i>Oui</i>	96
<i>Non</i>	98
VI. Marchés financiers	100
Faits marquants	100
Les courbes des rendements et l'énigme des taux	100
<i>Perspectives de croissance</i>	101
<i>Modération des anticipations d'inflation</i>	103
<i>Faiblesse de la volatilité et des primes d'échéance</i>	104
<i>Réformes des retraites et demande d'échéances longues</i>	105
<i>Accumulation de réserves et achats asiatiques</i>	106
Marchés des actions et cours pétroliers	109
<i>Expansion soutenue des bénéficiaires malgré des déceptions dans l'informatique</i>	110
<i>La hausse des cours pétroliers pèse sur les marchés</i>	111
<i>Soutien apporté par la baisse de la volatilité et goût affirmé pour le risque</i>	112
Essoufflement sur les marchés de la dette	113
<i>Qualité de crédit : fin de cycle ?</i>	114
<i>Évolution de l'aversion pour le risque</i>	116
<i>Marges de crédit, risque circonstanciel et taux directeurs</i>	119
Modifications structurelles dans la gestion du risque de crédit	120
<i>Avantages économiques des innovations</i>	121
<i>Principaux motifs de préoccupation</i>	122
VII. Système financier : analyse sectorielle	124
Faits marquants	124
Résultats	124
<i>Banques commerciales</i>	125
<i>Réduction des aides publiques</i>	128
<i>Compagnies d'assurances</i>	129
<i>Banques d'affaires</i>	130
<i>Fonds spéculatifs</i>	131

Sources potentielles de vulnérabilité	132
<i>Pressions sur les bénéficiaires des banques</i>	133
<i>Immobilier</i>	133
<i>Intensification de la « quête de rendement »</i>	136
<i>Report du risque sur les ménages</i>	137
Vers une approche macroprudentielle	139
<i>Infrastructure institutionnelle</i>	139
<i>Détection des vulnérabilités</i>	140
<i>Calibrage des outils prudentiels</i>	141
<i>Défis</i>	142
VIII. Conclusion : comment corriger les déséquilibres ?	144
Les risques actuels appellent-ils une action des autorités ?	146
Dispositif de stabilité macrofinancière pour le long terme	151
<i>Vers un dispositif domestique de stabilité macrofinancière ?</i>	151
<i>Vers un dispositif international de stabilité macrofinancière ?</i>	155
Organisation, gouvernance et activités	161
Conseil d'administration et Direction	190
Banques centrales membres de la BRI	193
États financiers	195
Rapport des commissaires-vérificateurs	225
Récapitulatif des cinq derniers exercices	226

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 2 et le 10 juin 2005.

Graphiques

II.1	Contributions à la croissance mondiale	12
II.2	Commerce mondial, production industrielle et cours pétroliers	12
II.3	Taux d'intérêt réel, solde budgétaire et écart de production	13
II.4	Inflation	16
II.5	Épisodes de hausse du cours des produits de base et de l'inflation	17
II.6	Indicateurs de la mondialisation	19
II.7	Périodes de déficit extérieur aux États-Unis	23
II.8	États-Unis : prix des actifs et paiements courants	24
II.9	Secteur privé : patrimoine et endettement	26
II.10	Part des profits et taux d'investissement	27
II.11	Extraction hypothécaire	29
III.1	Croissance effective et tendancielle	35
III.2	Taux d'intérêt réel à court terme	37
III.3	Conditions sur les marchés financiers	38
III.4	Cours du Brent	40
III.5	Cours des produits de base hors pétrole et termes de l'échange	41
III.6	Inflation et croissance en Asie après les chocs pétroliers	44
III.7	Contributions à la croissance du PIB	45
III.8	Crédit aux ménages et investissement résidentiel	45
III.9	Inflation	49
III.10	Inflation : anticipations et résultats	50
III.11	Indicateurs bancaires	52
III.12	Banques : asymétrie de monnaies et crédit à l'État	55
III.13	Banques : indicateurs de résultats	56
IV.1	États-Unis : indicateurs économiques	59
IV.2	États-Unis : resserrement monétaire effectif	60
IV.3	Zone euro : indicateurs économiques	61
IV.4	Zone euro : taux directeurs et évolution des marchés	62
IV.5	Japon : indicateurs économiques	63
IV.6	Japon : assouplissement quantitatif et effets à long terme	64
IV.7	Pays à objectif explicite d'inflation : inflation et taux directeur	66
IV.8	Dispersion des anticipations d'inflation	67
IV.9	Prix à la consommation : évolution sur longue période	68
IV.10	G 10 : taux directeur réel et croissance monétaire	69
IV.11	G 10 : écart de production et inflation	70
IV.12	G 10 : écart de production et chômage, 1965-76	71
IV.13	G 10 : productivité du travail et évolution des prix	72
IV.14	G 10 : solde budgétaire des administrations publiques	73
IV.15	G 10 : dette, crédit et prix des actifs	77
V.1	Dollar, euro et yen : cours de change effectif réel	80
V.2	Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement	80
V.3	Pays industrialisés hors G 3 : cours de change	81
V.4	Économies émergentes : cours de change	82
V.5	Cours de change effectif réel sur longue période	83
V.6	États-Unis : le déficit des paiements courants et son financement	84
V.7	Cours de change et écart de taux d'intérêt	86
V.8	Australie : cours de change, écart de taux d'intérêt et transactions	87
V.9	Cours de change à terme 12 mois	89
V.10	Covariation du change	90
V.11	États-Unis : mesures du cours de change effectif réel	94
V.12	Composition des réserves de change mondiales et blocs dollar, euro et yen	98

VI.1	Taux d'intérêt à court et à long terme	101
VI.2	Nouvelles macroéconomiques	102
VI.3	Courbes des taux à terme	102
VI.4	Indicateurs de prime d'inflation et de liquidité	103
VI.5	Options sur swaps : volatilité implicite et prime d'échéance	105
VI.6	Valeurs du Trésor EU détenues par les non-résidents	107
VI.7	Placements officiels étrangers et rendements du Trésor EU	108
VI.8	Cours des actions	109
VI.9	Bénéfices et valorisations	110
VI.10	Cours du pétrole et indices boursiers	111
VI.11	Marchés des actions : volatilité et goût du risque	112
VI.12	Marges de crédit	113
VI.13	Solvabilité des entreprises	114
VI.14	Financement des entreprises	115
VI.15	Contrats dérivés sur défaut	117
VI.16	Aversion pour le risque	118
VI.17	TGC et corrélation de défaut	120
VII.1	Risque de défaut : mesure de marché	125
VII.2	Banques : cours relatif des actions	126
VII.3	Japon : secteur bancaire	127
VII.4	Compagnies d'assurances : portefeuilles d'actions et résultats	130
VII.5	Banques d'affaires : indicateurs d'activité	131
VII.6	Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier	132
VII.7	Sociétés immobilières : capitalisation et endettement	134
VII.8	Ratio prix du logement/loyer	136
VII.9	Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque	136
VII.10	Grandes banques d'affaires : prise de risque	137
VII.11	Prêts bancaires, par secteur	138

Tableaux

II.1	Croissance et inflation	15
II.2	Transmission de l'inflation	18
II.3	Écart de production et inflation	20
II.4	Solde des paiements courants	21
II.5	Épargne et investissement : tendances mondiales	25
II.6	Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires	28
II.7	Indicateurs budgétaires : comparaison historique	30
II.8	Résultats budgétaires récents	30
II.9	Projections budgétaires à moyen terme	31
III.1	Croissance et inflation	34
III.2	Évolution de la balance des paiements	36
III.3	Pétrole : importations nettes et consommation	43
III.4	Solde budgétaire, dette publique et dette extérieure	47
IV.1	Corrélation inflation/hausse des salaires : comparaison historique	75
V.1	Transactions de change : volume déclaré par les courtiers	82
V.2	Cours dollar-euro : incidence des annonces	85
V.3	Réserves officielles en devises : variation annuelle	88
V.4	Volatilité du cours de change et variation des réserves	89
VII.1	Grandes banques : rentabilité	125
VII.2	Immobilier commercial : prix et taux d'inoccupation	135

Conventions utilisées dans le Rapport

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

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

75^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 27 juin 2005*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 75^e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2005.

Le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 370,9 millions, contre DTS 536,1 millions l'an passé. Les résultats détaillés de l'exercice 2004/05 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 187-189.

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 114,4 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 235 par action. Pour comparaison, le dividende versé l'an passé était de DTS 225 par action.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 25,7 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, DTS 6,0 millions au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit DTS 224,8 millions, au Fonds de réserve libre.

Si ces propositions sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2004/05 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 2005.

Bâle, 10 juin 2005

MALCOLM D. KNIGHT
Directeur Général

I. Introduction : un bilan jusqu'ici satisfaisant

Le 75^e anniversaire de la BRI offre l'occasion d'un retour sur une période plus longue qu'à l'accoutumée. Certes, axer le *Rapport annuel* exclusivement sur le dernier exercice comporte certains avantages, ne serait-ce que parce que les faits sont bien connus du lecteur, même peu attentif, de la presse quotidienne. Mais cette approche présente trois inconvénients. Premièrement, elle peut mésestimer les mutations structurelles de l'économie : une analyse privilégiant le court terme peut aisément passer à côté de puissants mouvements de fond. Deuxièmement, elle tend par là même à considérer les événements de façon isolée plutôt que comme la conséquence dynamique de développements bien antérieurs. Troisièmement, le manque de perspective des recommandations de politique économique pourrait bien transformer les solutions d'aujourd'hui en problèmes de demain. Tout cela montre qu'il est bon d'analyser non seulement l'état de l'économie mondiale, mais aussi les forces qui conditionnent son évolution actuelle et future.

Plusieurs grandes tendances se sont bien ancrées au cours des deux dernières décennies, certaines favorables, d'autres moins. Elles se sont globalement vérifiées plus récemment, ce qui explique le « bilan jusqu'ici satisfaisant » souvent dressé à la fois par les optimistes et les pessimistes. Les premiers ne voient pas pourquoi les tendances favorables ne se poursuivraient pas. Les seconds, retenant plutôt les déséquilibres internes et externes, perçoivent les difficultés potentielles.

La présente Introduction commence par décrire ces grandes tendances, pour ensuite avancer différentes interprétations. Les chapitres examinent les mérites respectifs des diverses hypothèses, dont l'analyse prépare la Conclusion. Les questions abordées tournent autour de deux interrogations. Quelles politiques pourraient le mieux préserver les nombreux éléments favorables du contexte économique et financier actuel ? À plus long terme, aura-t-on besoin d'un nouveau dispositif de stabilité macrofinancière pour prévenir les déséquilibres aux plans national et international ?

Il faut dire d'emblée qu'il n'y a pas de réponse simple. Les opinions peuvent logiquement diverger sur les stratégies à adopter et les arbitrages à opérer ensuite. Il ne sera donc pas facile d'arriver à un consensus international. Pourtant, un coup d'œil rétrospectif sur la longue expérience de la BRI en matière de coopération entre banques centrales, de plus en plus élargie à d'autres institutions, autorise un certain optimisme, de nombreux accords ayant déjà été obtenus dans des situations où les avis divergeaient tout autant.

Tendances économiques et financières des dernières décennies

Les deux dernières décennies ont été marquées par quatre tendances : une réduction salubre de l'inflation dans le monde, en niveau et en volatilité ; une croissance mondiale généralement vigoureuse et, elle aussi, moins irrégulière, bien que la croissance lente du Japon et de l'Allemagne au cours de la période récente constitue une exception ; une aggravation des déséquilibres extérieurs ; une évolution du crédit, des prix des actifs et de l'investissement de plus en plus marquée par de fortes hausses, souvent suivies de difficultés financières diverses.

Ces tendances se sont généralement confirmées durant le dernier exercice de la BRI. Au fil des mois, cependant, les indices d'une probable inversion se sont multipliés. Les tensions inflationnistes ont semblé s'intensifier, en dépit de signes d'un ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés. En outre, les prix de nombreux actifs financiers ont commencé à se tasser, après être apparus de moins en moins sensibles aux données fondamentales et à la montée des incertitudes sur les perspectives économiques.

Première grande tendance, l'inflation a nettement baissé par rapport à ses sommets des années 70 dans l'ensemble des pays industrialisés. Cela a été aussi le cas dans la majorité des économies émergentes. Même parmi celles qui avaient connu une hyperinflation, en Amérique latine notamment, elle est généralement revenue au-dessous de 10 %. Il est à noter que, en Argentine et au Brésil, les effets de change liés aux fortes dépréciations récentes n'ont pas ravivé les anticipations d'inflation, contrairement à ce qui s'était presque toujours produit auparavant. Les tensions inflationnistes mondiales se sont tellement atténuées qu'un épisode de déflation a même été observé en Chine, à Hong-Kong RAS ainsi qu'au Japon, et brièvement envisagé comme une réelle possibilité aux États-Unis, en Allemagne et en Suède.

Durant l'exercice écoulé, les effets du renchérissement des produits de base, du pétrole en particulier, ont commencé à être ressentis en aval de la production dans pratiquement tous les pays. Aux États-Unis, on a également craint une hausse des prix à la consommation sous-jacents, qu'une nouvelle dépréciation du dollar pourrait même accélérer. Cependant, il est encore trop tôt pour annoncer une véritable inflexion de tendance. De fait, un grand nombre d'études empiriques montrent que les remontées de l'inflation sont nettement moins persistantes, que la transmission des effets de change aux prix s'est beaucoup atténuée et que les anticipations d'inflation sont désormais bien ancrées à de bas niveaux. À cela vient s'ajouter la considérable augmentation des capacités de production en Chine et en Inde, qui commence à se faire sentir sur les marchés. En bref, le comportement futur de l'inflation reste incertain.

Deuxième grande tendance : l'accélération de la croissance économique mondiale s'est souvent accompagnée d'une baisse de la volatilité de la production. Ce dynamisme s'explique par l'allongement des phases d'expansion dans les pays industrialisés et par une montée en puissance de nombreuses économies émergentes. La Chine, par exemple, enregistre depuis vingt ans un taux de croissance moyen de quelque 10 %, et l'Inde semble

désormais connaître un rythme particulièrement soutenu, elle aussi. La part de ces deux pays dans la croissance mondiale s'est nettement accrue. S'agissant du cycle de la production, les phases de repli ont généralement été moins fréquentes et moins marquées. Les États-Unis n'en ont connu que deux en vingt ans : une première, modérée, en 1990–91, et une seconde, encore moins sensible, en 2001–02. À l'inverse, les pays en proie à des difficultés financières ces vingt dernières années ont tous connu une décélération très prononcée au plus fort de la crise (infra). Dans le cas du Japon, de surcroît, la croissance très rapide des années 80 a fait place à une évolution beaucoup plus lente après l'éclatement de la bulle.

Les taux de croissance enregistrés sur l'année écoulée s'inscrivent dans ces tendances longues. Dans nombre de pays industrialisés, l'activité a fortement progressé, tirée par la consommation et le logement, pendant que les dépenses d'investissement ont finalement répondu à la vive augmentation des bénéfices. Le Japon, l'Allemagne et l'Italie sont restés en retrait, avec toutefois des signes positifs début 2005. Les économies émergentes ont affiché une croissance spectaculaire, qui s'est quelque peu modérée dernièrement. La Chine, qui a pourtant eu recours à des mesures administratives et aux mécanismes de marché pour freiner l'expansion, n'a connu qu'un léger ralentissement et, si certains secteurs particulièrement dynamiques ont semblé d'abord marquer le pas, ils ont ensuite connu un net rebond.

Deux tendances longues sont toutefois moins favorables. La première concerne les déséquilibres mondiaux des paiements courants. Depuis au moins quinze ans, le déficit extérieur des États-Unis ne cesse d'augmenter et, par conséquent, leur endettement extérieur, même s'il est encore relativement faible. De larges excédents sont enregistrés par diverses contreparties, notamment les économies à faible croissance que sont l'Allemagne et le Japon. L'exercice écoulé n'a pas fait exception : le déficit américain a atteint un sommet (près de 6 % du PIB), bien que le cours effectif réel du dollar se soit déprécié de plus de 20 % par rapport à son maximum de début 2002. Un déficit d'une telle ampleur est sans précédent pour un pays à monnaie de réserve.

Les préoccupations concernant les conséquences à long terme de cette accumulation de déséquilibres extérieurs ont été accentuées par une autre tendance longue. Le système financier mondial semble être de plus en plus enclin à des turbulences de tous ordres. Les crises mexicaine, asiatique et russe de la dernière décennie montrent avec quelle force les chocs peuvent se propager entre secteurs financiers libéralisés et d'un pays à l'autre. La volatilité des prix, souvent alliée à un assèchement soudain d'une liquidité auparavant abondante, comme ce fut le cas pour Long-Term Capital Management (LTCM), constitue un autre facteur d'instabilité. Plusieurs faillites retentissantes d'institutions financières de faible taille (Drexel Burnham Lambert et Barings, par exemple) ont fait prendre davantage conscience de l'ampleur des répercussions qu'entraîneraient des difficultés au sein de groupes plus complexes. Et enfin, les pertes financières pour risque opérationnel semblent se multiplier, ce qui s'explique non seulement par la plus grande complexité des systèmes financiers modernes et leur dépendance accrue à l'égard de

l'informatique, mais aussi par une gouvernance défailante (Enron, Parmalat et AIG, notamment) et par une nouvelle réalité, celle des attentats terroristes (11 septembre 2001).

Pourtant, la caractéristique majeure dans la sphère financière a été la succession de cycles expansion-contraction du crédit, des prix des actifs et de l'investissement. Dans les pays industrialisés, un premier cycle sur les marchés des actions et de l'immobilier a été observé à partir des années 70. Un deuxième a commencé au milieu des années 80, pour se terminer par un effondrement de l'immobilier quelques années plus tard. En raison de leur vulnérabilité due à des problèmes internes spécifiques, les pays nordiques, l'Allemagne et le Japon ont été les plus touchés, mais de nombreux autres pays ont connu la même « exubérance ». Il apparaît de plus en plus clairement que nous sommes aujourd'hui bien engagés dans une troisième phase d'essor, amorcée au milieu des années 90. Les cours des actions ont été les premiers à augmenter mais, après leur net repli de début 2001, la demande s'est portée sur l'immobilier. Il n'est pas exagéré de dire que, sur l'année écoulée, la surchauffe du marché immobilier a pris une dimension planétaire : la plupart des pays industrialisés en présentent les symptômes, de même que de nombreuses économies émergentes, dont la Chine et la Corée.

La phase de contraction des cycles du crédit, des prix des actifs et de l'investissement s'est presque toujours accompagnée de freins à la reprise. Les effets les plus négatifs ont surtout été liés à l'apparition de véritables crises bancaires : pays nordiques à la fin des années 80, Mexique en 1994 et économies d'Asie en 1997-98, par exemple. Le coût économique en a généralement été plus lourd quand des emprunts massifs à l'étranger ont doublé la crise bancaire d'une crise de change. Heureusement, la solidité globale du système financier apparaît s'être nettement améliorée, ces dernières années, dans la plupart des pays industrialisés, ainsi qu'en Europe orientale et en Amérique latine, où la présence des banques étrangères s'est sensiblement accrue durant la décennie écoulée. Ce n'est toutefois pas le cas partout en Asie : en Chine, la rapide expansion du crédit pourrait bien se traduire, à terme, par une remontée des prêts improductifs.

Cela étant, les vingt dernières années montrent que, même hors de toute crise financière déclarée, les établissements touchés par des pertes ont été amenés à réduire leurs prêts, et l'économie réelle en a souffert. En outre, le surendettement des entreprises et des ménages et une accumulation d'investissements non rentables semblent avoir parfois freiné l'activité. La contraction de l'investissement des entreprises en Allemagne et au Japon depuis dix ans, son atonie persistante dans la plupart des économies d'Asie (à l'exception de la Chine) depuis la crise financière qui a touché la région et la récente faiblesse de la consommation en Corée et aux Pays-Bas en sont peut-être l'illustration. Dans cette perspective de long terme, la poursuite de la tendance à un alourdissement de la dette des ménages dans nombre de pays industrialisés, surtout ceux qui affichent une croissance relativement rapide, mérite d'être surveillée. La situation financière du secteur manufacturier en Chine devrait également faire l'objet d'un suivi, à condition que les données de base soient suffisamment fiables pour le permettre.

Interprétations et perspectives

Expliquer succinctement ces grandes tendances macroéconomiques constitue un véritable défi pour l'analyste. On sait qu'elles se sont développées dans le contexte d'au moins trois mutations structurelles salutaires. Premièrement, la libéralisation mise en œuvre dans de nombreuses économies émergentes a permis le libre jeu de la concurrence, entraînant d'importants changements dans le monde industrialisé également. L'intégration de la Chine et d'autres anciens pays socialistes dans l'économie de marché mondiale est un fait sans précédent. Deuxièmement, les marchés financiers ont connu une libéralisation similaire, qui les a rendus plus efficaces et leur a donné une dimension planétaire. Troisièmement, les autorités monétaires, presque partout dans le monde, se sont appliquées à ramener l'inflation à un bas niveau, puis à l'y maintenir. On ne sait guère, en revanche, si l'interaction de ces forces structurelles a eu, ou pourrait encore avoir, des effets indésirables. Des changements aussi considérables doivent, pour le moins, susciter des interrogations sur la dynamique des économies modernes et sur les politiques à suivre. Ce dernier point sera examiné dans la Conclusion.

La modération et la stabilisation de l'inflation sont peut-être les plus faciles à expliquer. La prise de conscience de la nocivité de l'inflation élevée et volatile des années 70 a fait largement accepter l'idée que les banquiers centraux devaient la maîtriser sous ces deux aspects. Ils y sont admirablement parvenus. Et depuis, leur engagement a notablement contribué au maintien d'un bas niveau d'inflation, à de rares exceptions près. En particulier, les anticipations semblent beaucoup mieux ancrées et, partant, le processus de détermination des salaires davantage maîtrisé. Les stratégies d'objectif d'inflation ont montré une telle efficacité que les économies émergentes y recourent de façon croissante.

C'est un fait, toutefois, que les banquiers centraux ont été aidés par des forces non monétaires puissantes qui ont favorisé la désinflation, surtout ces quinze dernières années. Dans les pays industrialisés, il y a eu un mouvement constant (mais inégal) de libéralisation des marchés des biens et des services ainsi que des facteurs de production. Par ailleurs, le progrès technologique a accéléré les gains de productivité dans certains pays (aux États-Unis, surtout) et les transferts de technologies ont bénéficié à nombre d'autres. La mondialisation et la hausse massive de l'offre de biens manufacturés, particulièrement en provenance de Chine et d'autres économies en transition, font baisser les prix des biens échangés depuis près de dix ans. La mobilité internationale de la main-d'œuvre, la perméabilité des marchés du travail à la concurrence, les menaces de délocalisations vers des régions aux coûts moins élevés pèsent sur les salaires et les conditions d'emploi. Partout, la priorité est à la compression des coûts. La grande distribution, la construction automobile et tous les secteurs au service des consommateurs exercent une pression constante sur les fournisseurs mondiaux pour obtenir des conditions toujours plus avantageuses.

Dans cet environnement, il devient aussi plus facile d'expliquer la rapidité et la stabilité de la croissance. Affranchie des effets pervers de l'inflation, la

croissance tendancielle est plus élevée et son évolution moins irrégulière, car la politique monétaire ne doit plus intervenir avec force pour contrer la montée périodique des anticipations d'inflation. Le risque de provoquer involontairement une récession est ainsi nettement réduit. Cette atténuation des incertitudes explique aussi le comportement remarquablement modéré des rendements à long terme, malgré les relèvements récents du taux directeur aux États-Unis.

Autre avantage, un environnement de faible inflation permet à la politique monétaire de réagir vigoureusement dès que la croissance et l'emploi sont menacés. Ainsi, les autorités ont abaissé énergiquement les taux directeurs après le krach boursier généralisé de 1987 de même qu'après l'effondrement de l'immobilier à la fin des années 80, qui a affecté le système bancaire de nombreux pays. Le durcissement monétaire, sévère en 1994, plus atténué ensuite, leur a permis de ne pas devoir envisager de nouvelles mesures de resserrement après la crise en Asie. En 1998, alors que l'économie était encore en pleine croissance, les taux directeurs ont été abaissés après le moratoire russe et la quasi-faillite de LTCM. Après la chute des marchés financiers en 2001 et le net ralentissement de l'activité, les taux directeurs ont été, une fois encore, fortement réduits et n'ont que récemment commencé à remonter.

Il faut néanmoins souligner l'incidence cumulée de cette orientation monétaire. L'écart entre le taux directeur réel et l'estimation de croissance potentielle, pour les pays du G 3, a enregistré une baisse après le début des années 90, qui s'est accentuée vers 1999. Depuis lors, également, le rythme d'expansion du crédit et des agrégats monétaires larges dans les pays industrialisés tend à être bien supérieur au taux de croissance du revenu nominal. Aujourd'hui, les taux directeurs réels restent proches de zéro, malgré une croissance mondiale record l'an passé et des signes de tensions sur les capacités de production. Au Japon, où le taux directeur nominal est égal à zéro depuis un certain temps, la politique d'assouplissement quantitatif a porté le bilan de la banque centrale à un niveau sans précédent (28 % du PIB). De nombreuses économies émergentes ont eu recours, elles aussi, à une stratégie de détente, pour des raisons également liées à l'aggravation des déséquilibres extérieurs mondiaux.

Expliquer le creusement continu du déficit courant des États-Unis constitue une tâche plus ardue. D'aucuns soulignent qu'il résulte avant tout de la fermeté du dollar, due aux entrées de capitaux privés misant sur la poursuite d'une croissance américaine relativement rapide. Ils ajoutent que l'allègement progressif des restrictions sur les avoirs en devises a entraîné une hausse régulière de la demande de titres en dollars, émanant surtout des pays à fort taux d'épargne. D'autres, en revanche, mettent l'accent sur le repli du taux d'épargne des ménages américains, depuis une dizaine d'années, et sur la plongée dans le déficit du solde budgétaire du gouvernement fédéral, plus récemment. S'opposant aux premiers, ils observent que le déficit extérieur est de plus en plus financé par les gouvernements étrangers et non par le secteur privé. Pour contrer l'appréciation de leur monnaie, les autorités monétaires de nombreux pays sont intervenues massivement, puis ont largement placé en titres libellés en dollars les réserves ainsi constituées.

De telles stratégies ont empêché la réduction des déséquilibres extérieurs d'au moins deux façons, difficilement quantifiables toutefois : en maintenant le dollar à un cours effectif relativement élevé ; en maintenant les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis à un niveau relativement bas, ce qui stimule la dépense intérieure. Ces tentatives d'endiguement de l'appréciation du change ont également eu pour effet d'assouplir les conditions monétaires et du crédit dans ces pays. Pour certains d'entre eux (Japon et Chine, par exemple), touchés un temps par la déflation, le résultat de ces politiques a d'abord été bien accueilli. Mais leurs implications sous forme de tensions inflationnistes domestiques et mondiales et de déséquilibres financiers commencent à retenir l'attention.

La succession d'épisodes d'instabilité financière, même après une forte réduction de l'inflation, peut aussi s'expliquer de différentes manières et appeler, peut-être, des politiques différentes. Une première possibilité est que les problèmes rencontrés jusqu'ici s'avéreront transitoires. Apprendre à vivre avec une inflation faible, un secteur financier libéralisé et les nouvelles technologies financières n'est qu'affaire de temps. En phase d'adaptation, des erreurs ont été commises, mais leur incidence et leur coût iront en diminuant. La compression notable des primes de risque sur les marchés financiers durant l'année écoulée et le repli de la volatilité, tout aussi notable, viennent étayer cette hypothèse. Certains ajoutent un argument en estimant souhaitable une plus grande volatilité financière, car elle pourrait éviter les chocs nuisibles à l'économie réelle en les répartissant, à travers le système financier moderne, sur les agents plus aptes à les absorber.

Il est possible, à l'inverse, qu'une telle instabilité se révèle durable. Les marchés financiers libéralisés, plus efficaces que les marchés réglementés, pourraient être intrinsèquement instables en raison d'une prise de risque parfois excessive dans un environnement concurrentiel. Ils paraissent, en outre, par nature procycliques : les perceptions de valeur et de risque suivent les hauts et les bas de l'économie, comme le fait l'appétence pour le risque. Les marges de crédit, les prix des actifs, les notations externes et internes ainsi que les provisions pour pertes sur prêts ont tous présenté cette caractéristique ces dernières décennies, voire depuis plus longtemps. En conséquence, des forces financières puissantes peuvent stimuler la croissance durant les phases d'expansion, mais précipiter le repli si l'optimisme initial finit par être jugé excessif.

Il n'est pas difficile d'imaginer, non plus, que cette alternance expansion-contraction soit accentuée par la souplesse des conditions monétaires. Au cœur du processus est la « quête de rendement », quand le taux nominal sans risque est très faible. La possibilité d'emprunter à très bas coût pousse à la création de crédit, aux stratégies spéculatives et à l'effet de levier – tendances de plus en plus manifestes ces dernières années. Le rapide renchérissement de tous les actifs non monétaires illiquides (obligations à long terme, instruments de transfert du risque, immobilier, etc.) et la chute de la volatilité implicite ne tiennent pas nécessairement au fait, selon l'hypothèse évoquée, que l'environnement économique comporte moins de risque. La cause pourrait simplement résider dans une tendance généralisée à « acheter

de l'illiquidité et vendre de la liquidité », étant donné sa surabondance. Cette explication pourrait sembler peu plausible après une année de resserrement de la politique américaine, mais, en réalité, les taux directeurs restent très bas, aux États-Unis comme ailleurs.

Cette divergence de vues sur les mutations structurelles du système financier est bien illustrée par les analyses du comportement des ménages. D'aucuns considèrent que leur capacité d'emprunt accrue, y compris par extraction de plus-value immobilière, est une évolution très positive. Devant le ralentissement de l'augmentation du revenu salarial dans les pays industrialisés et la faiblesse de l'investissement des entreprises hors de Chine, cet endettement a permis une forme de lissage des dépenses dans le temps, qui a contribué au maintien de la demande globale partout dans le monde. D'autres, en revanche, mettent en avant la baisse du taux d'épargne des ménages depuis dix ans dans de nombreux pays, la hausse de la part de la consommation dans le PIB et une charge au titre du service de la dette qui pourrait se révéler critique avec le retour des taux à des niveaux plus normaux. Dans un cas comme dans l'autre, si nous venons d'assister à une phase d'emprunts massifs de la part des ménages (et de certains gouvernements), la phase de remboursement est, par définition, inéluctable.

En résumé, nous disposons d'un ensemble d'explications raisonnables sur l'état actuel de l'économie mondiale. Sans nul doute, l'assouplissement des conditions de liquidité, rendu possible par une inflation bien ancrée à un bas niveau et par la libéralisation financière, a contribué à soutenir la dépense globale. Pour les perspectives, néanmoins, plusieurs hypothèses demeurent plausibles. La poursuite d'une croissance régulière non inflationniste semblerait la plus probable, étant donné les aspects positifs des mutations structurelles décrites auparavant. Elle est loin d'être garantie, cependant. D'une part, la politique monétaire expansionniste suivie jusqu'ici pourrait raviver l'inflation. D'autre part, les implications nationales et mondiales de l'alourdissement de la dette constituent la grande inconnue. Il est possible qu'on assiste à un retrait des débiteurs ou des créanciers, ou des deux. Le mouvement pourrait être renforcé par une baisse des prix des actifs ou une dévalorisation du patrimoine du secteur privé. Au contraire, la montée de l'endettement n'est peut-être qu'un aspect normal de l'approfondissement de marchés financiers devenus matures et plus variés.

Vu notre expérience limitée de l'interaction des mutations structurelles décrites ci-avant, ces perspectives moins favorables ne peuvent être exclues. Aussi, dans ce nouvel environnement, les autorités ont-elles l'importante mission de déterminer quelles stratégies pourraient limiter le coût d'éventuels dérapages. Dans le même temps, elles auront aussi la mission, non moins délicate, de consolider les acquis de ces mutations structurelles.

II. Économie mondiale

Faits marquants

L'économie mondiale a bien progressé en 2004, soutenue par des politiques monétaires expansionnistes et des conditions financières exceptionnellement favorables. Le net renchérissement des produits de base n'a pas déclenché d'inflation généralisée, mais a contribué à freiner l'expansion en fin d'année. Après une reprise synchrone au premier semestre, les écarts de croissance se sont de nouveau creusés entre les pays importateurs de produits de base qui, à l'exception notable des États-Unis et de la Chine, ont connu un ralentissement, et les exportateurs, où l'activité a généralement poursuivi sa vive progression.

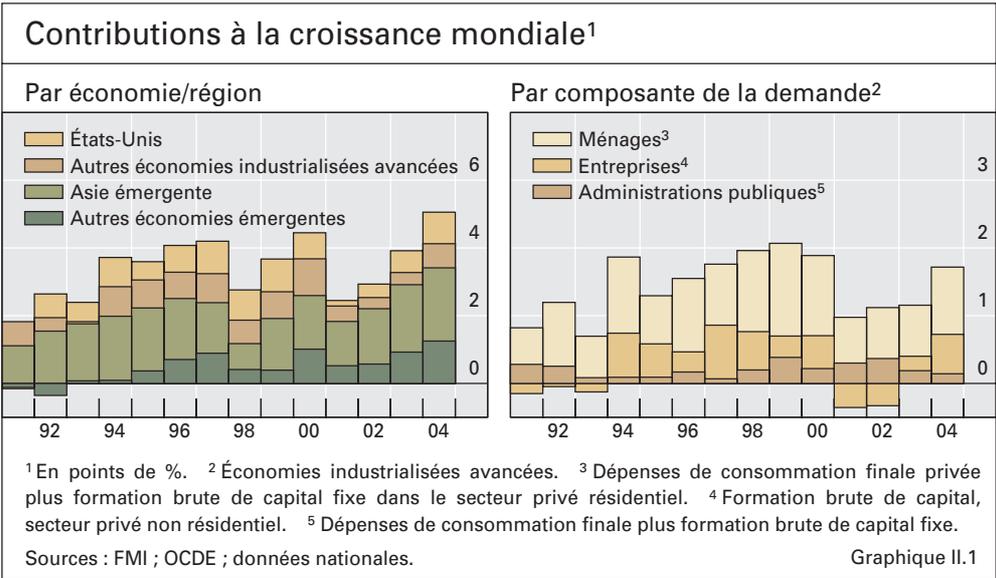
Cette dynamique mondiale étonne à plus d'un titre : tout d'abord, par la vigueur de l'activité dans les économies émergentes, signe d'un rééquilibrage structurel de la croissance, au profit de l'Asie surtout ; ensuite, par la robustesse de l'expansion aux États-Unis, malgré la hausse des cours du pétrole. Par ailleurs, de nouveaux accès de faiblesse dans les autres économies avancées font douter de leur capacité à s'adapter aux mutations de l'environnement, telles que la forte variation des prix relatifs des biens manufacturés par rapport aux produits de base, associée à la montée en puissance d'un nouveau groupe d'économies émergentes, et la vive appréciation de l'euro et du yen face au dollar en 2004.

La projection consensuelle pour 2005 donne une croissance mondiale soutenue, des tensions inflationnistes généralement modérées et une accentuation des déséquilibres internationaux. Toutefois, la conjonction de plusieurs éléments vient compliquer l'exercice de la prévision : situations cycliques divergentes dans les grandes économies, taux d'intérêt exceptionnellement bas et mutations structurelles liées à l'intégration d'économies émergentes majeures dans l'économie mondiale. En particulier, le net renchérissement des produits de base depuis le printemps 2004, lié à l'intensification de la demande émanant de Chine et d'Inde, suscite des préoccupations quant à l'utilisation des ressources mondiales, aux perspectives d'inflation et à la résorption des déséquilibres internationaux. Dans le même ordre d'idée, il y a lieu de s'interroger sur la soutenabilité des comportements d'épargne et d'investissement, à l'échelle des pays et des secteurs ; la mise en œuvre de mesures d'assainissement budgétaire est cruciale à cet égard.

Croissance économique

Vitalité mondiale

En 2004, la production mondiale s'est accrue de presque 5 %, sa meilleure performance depuis près de trois décennies. Les États-Unis et l'Asie

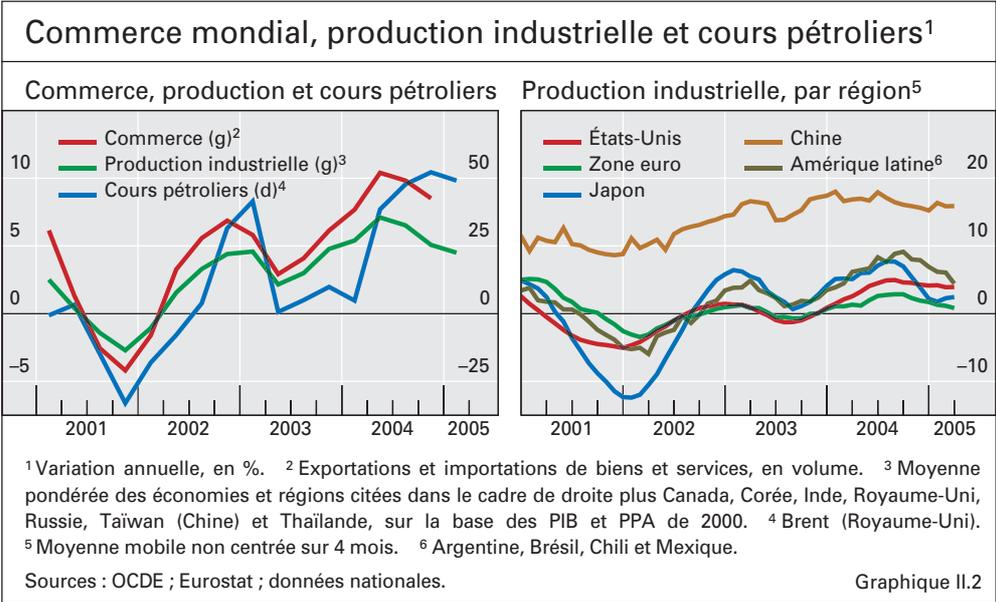


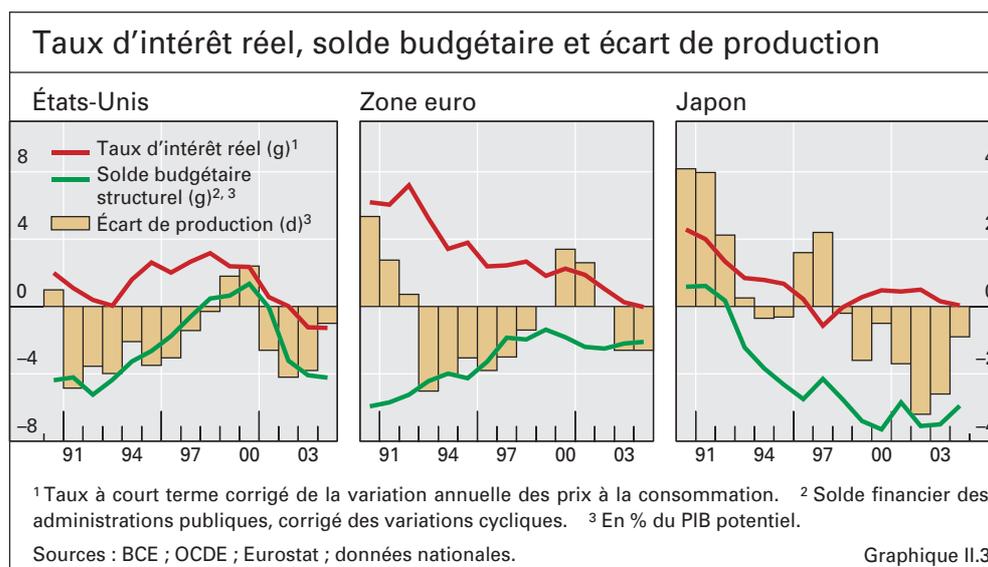
émergente y ont contribué pour plus de moitié (graphique II.1). Une redistribution régionale de la croissance se confirme, avec deux pôles de dynamisme : les États-Unis, moteur des économies avancées par ailleurs peu vigoureuses, et plusieurs pays clés en Asie émergente et dans quelques autres régions en développement.

Forte expansion aux États-Unis et en Asie émergente...

La vigueur de la demande américaine et le rapide accroissement des capacités de production en Chine ont encore accéléré les échanges mondiaux (graphique II.2). Ainsi dynamisée, la production a redémarré de façon synchrone au premier semestre dans les principales régions : en Asie surtout (avec une croissance record depuis la crise de 1997-98), dans les pays d'Europe tournés vers l'exportation (Allemagne, par exemple) et dans la zone ALENA.

...qui s'est diffusée par l'accélération des échanges





Maintien
de conditions
monétaires et
financières
favorables

Si les politiques budgétaires ont été moins expansionnistes que les années précédentes, l'activité mondiale a continué de bénéficier de conditions monétaires accommodantes (chapitre IV). Les taux d'intérêt courts corrigés de l'inflation sont restés négatifs aux États-Unis, malgré le resserrement monétaire graduel du second semestre 2004, et se sont maintenus autour de zéro dans la zone euro et au Japon (graphique II.3). Les conditions sont également restées favorables sur les marchés financiers, avec des taux longs étonnamment bas par rapport à leurs niveaux historiques et à la position dans le cycle. Les primes de risque des entreprises et des emprunteurs souverains sont tombées à des creux historiques, tandis que les cours des actions s'élevaient fortement. Cette configuration a maintenu les coûts d'emprunt à un bas niveau et engendré une hausse générale de la valeur des actifs. Ce sont les ménages qui ont surtout profité de ce financement facile, d'où un essor de la création de crédit dans de nombreuses régions du monde. Les taux longs, les primes de risque et la volatilité ont reculé, en dépit du resserrement monétaire aux États-Unis (chapitre VI).

Envolée des cours
des produits de
base...

La vitalité de la croissance économique, surtout en Asie émergente, s'est traduite par une hausse importante et durable des cours des produits de base en 2004. Le cours moyen du brut s'était renchéri des deux tiers environ à l'automne, atteignant \$50 en valeur nominale, ce qui constituait alors un record. Les prix des autres produits de base (intrants industriels en particulier) se sont envolés, eux aussi – avec une augmentation d'un quart pour les métaux, par exemple. Conjuguées à la vive hausse des coûts de transport et à l'engorgement grandissant des installations portuaires, ces tendances indiquaient que la croissance mondiale atteignait ses limites. De fait, au second semestre 2004, elle a semblé enregistrer un ralentissement qui paraît être davantage compatible avec sa tendance longue.

...mais sans grande
incidence sur la
production et
l'inflation

Par rapport aux épisodes antérieurs, le renchérissement des produits de base a relativement peu influé sur l'activité et l'inflation au plan mondial. Cette situation s'explique notamment par les gains d'efficacité énergétique dans les économies industrialisées avancées. Ainsi, dans la zone OCDE, l'intensité

pétrolière représente aujourd'hui la moitié de son niveau des années 70. De plus, sur la période analysée, les cours réels du pétrole sont restés très en deçà des niveaux atteints lors des chocs antérieurs. Leurs effets de second tour ont été évités par le faible pouvoir de marché des entreprises, une situation de l'emploi déprimée et des anticipations d'inflation fermement ancrées. La demande mondiale a pâti de la redistribution des revenus en faveur des pays exportateurs, qui n'ont pas pu dépenser immédiatement toutes les recettes de la manne pétrolière, malgré une propension nettement plus grande que par le passé.

Creusement des écarts de croissance

Les écarts de croissance se sont creusés avec le ralentissement de l'activité mondiale au second semestre 2004. Tandis que, aux États-Unis, la dynamique de l'expansion s'affirmait, avec la remontée de la demande des entreprises et une hausse des créations d'emplois, la zone euro et le Japon ont connu un nouvel accès de faiblesse. La persistance de différentiels de croissance entre les grandes régions a beaucoup accentué les déséquilibres extérieurs.

Une expansion américaine de plus en plus auto-entretenue...

Dans la zone euro, le ralentissement s'est accompagné d'un élargissement des écarts de croissance entre pays. La France et l'Espagne ont pu poursuivre sur leur lancée, grâce à la vigueur de la demande intérieure, mais l'Allemagne et l'Italie ont enregistré une contraction de leur PIB au dernier trimestre 2004. En Allemagne, ni l'investissement ni la consommation ne sont repartis, le fort taux de chômage et des incertitudes sur l'incidence des réformes structurelles continuant de peser sur la confiance.

...mais un nouvel accès de faiblesse dans la zone euro...

Le Japon est entré en récession technique. L'essor de la consommation, en début d'année, et une amélioration des conditions pour les entreprises avaient laissé espérer une dynamique de reprise. Or, comme dans la zone euro, la demande intérieure ne s'est pas assez raffermie pour se substituer aux exportations en décélération. À cela s'est ajouté un important ajustement de la production dans les secteurs des nouvelles technologies, conséquence d'une politique de réduction des capacités excédentaires et de stocks relativement élevés.

...et au Japon

Les autres économies avancées ont moins souffert du ralentissement. Le Royaume-Uni a conservé un rythme de croissance soutenu, malgré le fléchissement de la consommation des ménages. La Suède a poursuivi son essor grâce au raffermissement de la demande intérieure, tandis que l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande bénéficiaient d'une nette amélioration des termes de l'échange et d'une demande intérieure finale vigoureuse.

Croissance soutenue dans les autres économies avancées...

Les régions émergentes ont, elles aussi, su préserver une forte dynamique (chapitre III). La Chine a poursuivi sa vive croissance, malgré des mesures administratives visant à éviter la surchauffe. L'Amérique latine a tiré parti du renchérissement des produits de base et d'une confiance accrue dans ses politiques macroéconomiques. Dans les PECO (pays d'Europe centrale et orientale), l'activité a également progressé plus vite que prévu. Les huit pays qui ont adhéré à l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ont bénéficié d'un afflux de capitaux, tandis que l'expansion rapide du crédit et la baisse des taux

...et les grandes économies émergentes

d'intérêt réels stimulaient la demande intérieure. En Afrique, l'amélioration des termes de l'échange a renforcé la croissance.

Perspectives et risques

La croissance devrait rester soutenue en 2005...

Pour cette année, le consensus prévoit une croissance mondiale de quelque 4 % (tableau II.1). Avec des bénéfices confortables partout dans le monde, la demande des entreprises devrait rester soutenue aux États-Unis et s'intensifier dans les autres régions en 2005. Une inflation toujours faible et de meilleures conditions sur le marché du travail devraient, à leur tour, conforter le revenu et la consommation des ménages. L'expiration du système de quotas sur le textile, début 2005, a donné un élan supplémentaire aux exportations des grandes économies d'Asie, Chine en tête. La solidité de la croissance américaine au premier trimestre 2005 ainsi qu'une accélération de l'activité au Japon et, dans une moindre mesure, dans la zone euro, après un quatrième trimestre 2004 morose, ont conforté le consensus.

...mais le renchérissement du pétrole...

Cependant, les derniers développements signalent certains risques pour la croissance mondiale. Premièrement, les cours du pétrole, qui ont de nouveau monté au printemps 2005, pourraient rester élevés un bon moment encore. Le renchérissement des contrats à long terme sur le pétrole suggère une nette correction en hausse du prix d'équilibre. Une augmentation supplémentaire, si elle devait survenir, pourrait avoir des conséquences plus graves qu'on ne l'imagine actuellement. Les récents signes de tensions inflationnistes aux États-Unis en témoignent.

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation ¹			
	Moyenne 1991–2002	2003	2004	2005 ²	Moyenne 1991–2002	2003	2004	2005 ²
Total ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Économies industrialisées								
avancées ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
États-Unis	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Zone euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japon	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Royaume-Uni	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Autres ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Économies émergentes ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asie ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
Amérique latine ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europe centrale et orientale ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Autres ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé ; Amérique latine : chiffres de fin d'année. ² Prévisions consensuelles publiées en mai. ³ Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse. ⁵ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁷ Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. ⁸ Afrique du Sud et Arabie Saoudite.

Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.1

Deuxièmement, si les taux longs (exceptionnellement bas actuellement) revenaient à des niveaux plus habituels, la demande des ménages pourrait en pâtir ; la construction de logements aussi : dans certains pays, les prix de l'immobilier résidentiel pourraient subir des corrections à la baisse dont on ne peut mesurer l'ampleur.

...et la perspective d'une hausse des taux...

Troisièmement, dans ce contexte, la réduction des déséquilibres macroéconomiques demeure un défi fondamental à relever. Aux États-Unis, le déficit courant se creuse, tandis qu'ailleurs, notamment en Asie, les excédents augmentent. En parallèle, l'endettement des ménages ne cesse de croître et leur épargne est faible dans de nombreuses économies industrialisées avancées. Enfin, les déficits budgétaires restent élevés.

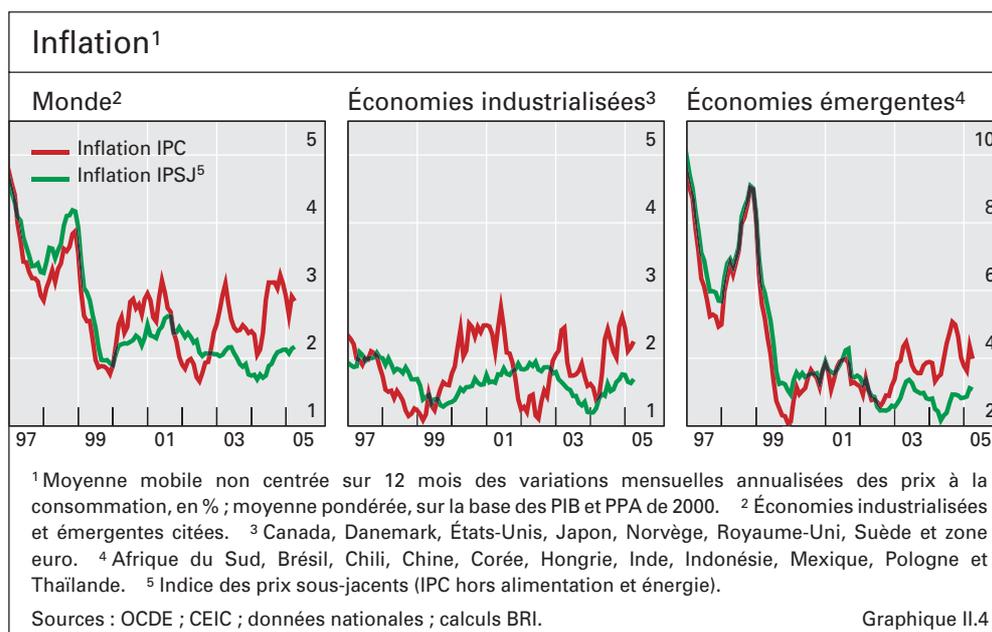
...soulignent la nécessité de résorber les déséquilibres macroéconomiques

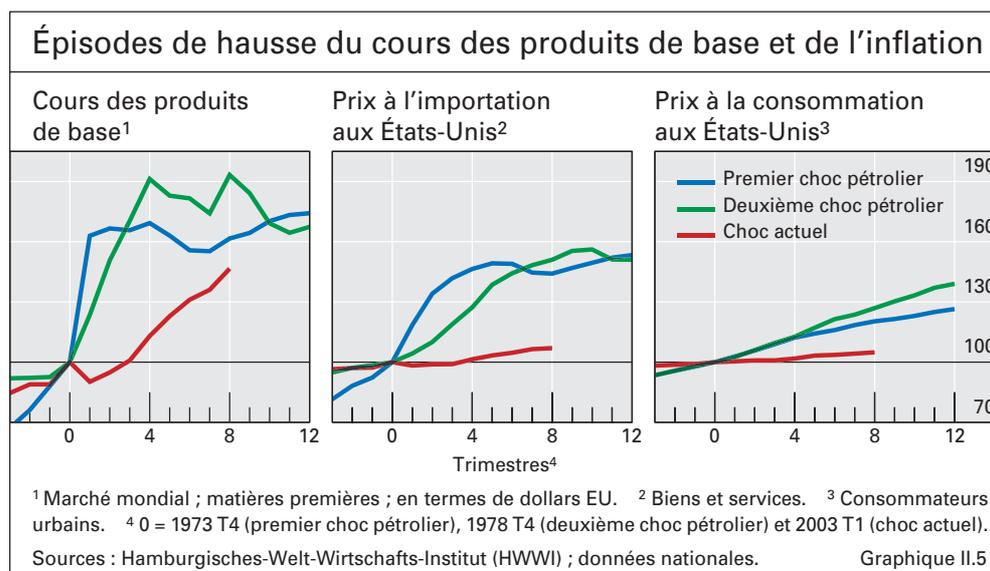
Inflation

Une inflation faible et stable

L'inflation est restée globalement modérée sur la période analysée, malgré l'envolée des cours du pétrole et autres produits de base, des politiques monétaires et budgétaires accommodantes et un degré plus élevé d'emploi des ressources dans beaucoup de pays. Dans les économies industrialisées avancées, entre début et fin 2004, la hausse des prix à la consommation est passée de 1½ % à quelque 2½ %. L'accélération de l'inflation depuis début 2005, particulièrement aux États-Unis, n'a guère modifié cette tendance. L'incidence inflationniste de la montée des cours du pétrole a été plus prononcée dans les économies émergentes, leur dépendance vis-à-vis du pétrole étant généralement plus grande (chapitre III). En Asie, avec le renchérissement des denrées alimentaires, l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé d'environ 3 % à un sommet de presque 5 % entre début 2004 et le troisième trimestre. Les PECO ont également connu une détérioration l'an passé, après plusieurs années de désinflation.

Des tensions inflationnistes modérées





L'inflation sous-jacente reste globalement inchangée

Les pressions inflationnistes sous-jacentes ont néanmoins été endiguées. L'inflation IPSJ (IPSJ : IPC hors alimentation et énergie) est restée globalement stable dans nombre d'économies avancées et émergentes en 2004. Aux États-Unis, elle s'est maintenue à environ 1 % en dessous de l'inflation IPC (égale à quelque 2½ %). Le Japon connaît toujours une déflation modérée : l'inflation IPSJ est ressortie à -½ %, contre une inflation totale égale à zéro, sous l'effet d'un abaissement des tarifs publics. Dans la zone euro, la rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente résulte essentiellement du relèvement du prix du tabac et des prix administrés. Dans les principales économies émergentes, elle n'a pas dépassé 3 % depuis mi-2003. L'écart s'est donc creusé entre les deux indicateurs (graphique II.4).

Faible variabilité de l'inflation...

Sur le long terme, les taux d'inflation se sont maintenus à un bas niveau. Dans les économies industrialisées avancées, leur variabilité mensuelle est tombée entre le début des années 80 et 2004, revenant d'environ 1 point de pourcentage à 0,2. La dispersion des taux d'inflation entre pays a suivi la même tendance. En 2004, l'inflation IPSJ s'est établie entre 0 % et 3 %, contre une fourchette comprise entre 4 % (Japon) et plus de 12 % (Norvège et Royaume-Uni) au début des années 80.

...par rapport aux chocs antérieurs des cours des produits de base

La relative stabilité de l'inflation en 2004 est particulièrement frappante par rapport aux chocs pétroliers antérieurs (graphique II.5). Si le renchérissement a été plus faible pour le pétrole lui-même, il s'est révélé à peu près équivalent pour l'ensemble des produits de base. Or, malgré la forte dépréciation du dollar, qui aurait dû accentuer les tensions inflationnistes, l'inflation des prix à l'importation est restée étonnamment contenue aux États-Unis, et les prix à la consommation n'ont quasiment pas été affectés.

Incidence limitée pour les grandes économies avancées...

La répercussion des variations des cours des produits de base sur les prix à la consommation est devenue bien moins sensible, aux États-Unis comme ailleurs. Depuis les années 90, dans les principales économies industrialisées avancées, les prix des importations en sont nettement moins affectés que lors des deux décennies précédentes, marquées par les deux grands chocs pétroliers (tableau II.2).

Transmission de l'inflation						
	Des produits de base aux importations ¹		Du cours de change aux importations ¹		Des importations à l'IPSJ ²	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
États-Unis	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japon	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Allemagne	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
France	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Royaume-Uni	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italie	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

**/* : chiffre significativement différent de zéro aux niveaux de confiance de 99 % et 95 %.

¹ Variation, en %, des prix des importations consécutive à une augmentation de 1 % des cours des produits de base (mesurés en monnaie locale) ou à une baisse de 1 % du cours de change effectif nominal. ² Variation, en %, de l'indice des prix sous-jacents (IPSJ) consécutive à une hausse de 1 % des prix des importations.

Sources : OCDE ; HWWI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau II.2

La faiblesse de l'inflation IPC, malgré la vive appréciation des produits de base, se traduit par une ample variation des prix relatifs : entre 1995 et 2004, les prix des biens de consommation ont ainsi diminué de 30 % par rapport aux cours des matières premières aux États-Unis. Une tendance analogue a été observée dans la zone euro et au Japon.

...et forts écarts des prix relatifs

Facteurs de stabilité et de faiblesse de l'inflation

L'incidence limitée du renchérissement des matières premières sur le niveau et la variabilité de l'inflation, en particulier dans les pays industrialisés avancés, s'explique, premièrement, par la composition des importations. La part du pétrole baisse depuis deux décennies, en raison du recul de la consommation d'énergie par unité de PIB ; celle des produits énergétiques et des matières premières diminue également, car la production de biens manufacturés se déplace vers les économies émergentes.

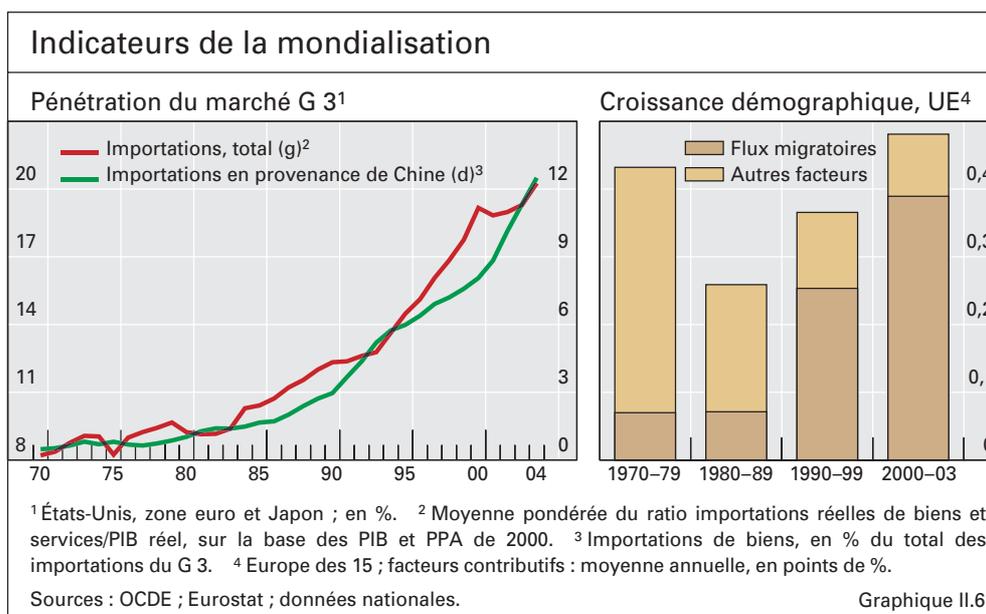
Modification de la composition des importations...

Deuxièmement, les producteurs de biens manufacturés ont dû revoir leur politique de prix. La déréglementation et le progrès technologique avivent la concurrence sur les marchés des biens et restreignent les possibilités de relèvement des prix, même en cas de chocs sur les coûts. Au niveau des approvisionnements, la concurrence internationale pèse sur les marges des fournisseurs. Ce phénomène est illustré par la progression régulière des importations en provenance des économies émergentes, telle la Chine (graphique II.6). Les entreprises ont su néanmoins préserver leurs marges grâce à des gains de productivité, en instaurant des réseaux de distribution plus efficaces aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple.

...et intensification de la concurrence sur les marchés des biens...

Troisièmement, le renchérissement de l'énergie n'a pas eu pour effet de renforcer les pressions salariales. Dans le secteur des entreprises des pays OCDE, le coût unitaire de main-d'œuvre a progressé de 1/2 % en 2004, contre une moyenne annuelle de quelque 4 1/2 % durant les années 80. Nombre d'observateurs considèrent que les multiples délocalisations, l'externalisation de certains services et la mobilité transfrontière de la main-d'œuvre limitent

...ainsi que sur les marchés du travail



le pouvoir de négociation des travailleurs et des syndicats dans beaucoup d'économies industrialisées. Ainsi, en Europe occidentale, le coût horaire de la main-d'œuvre est quasiment partout cinq à dix fois supérieur à celui des nouveaux pays membres de l'UE, d'où un phénomène de migration des travailleurs (souvent compensée par un flux en provenance de pays plus à l'est). L'augmentation régulière des envois de fonds par les expatriés, des pays industrialisés vers les économies en développement (en particulier en direction de l'Amérique latine et de l'Asie émergente), montre que cette tendance est aussi à l'œuvre dans d'autres parties du globe. Même là où la migration effective est limitée, la menace d'une délocalisation de la production induite par une hausse des salaires exerce un effet dissuasif. Au Japon, ce phénomène contribue à la multiplication des emplois à temps partiel. En Allemagne, plusieurs grandes entreprises ont récemment négocié des contrats garantissant le maintien de l'emploi en contrepartie d'une baisse des salaires réels.

Enfin, les changements intervenus dans le processus d'inflation lui-même atténuent peut-être les effets immédiats du renchérissement des produits de base. De nombreux analystes soutiennent que des chocs sur les coûts seraient désormais davantage perçus comme transitoires dans les pays industrialisés, étant donné que les anticipations d'inflation sont solidement ancrées à de bas niveaux et que la politique monétaire a gagné en crédibilité (chapitre IV). Dans ces conditions, les entreprises pourraient ne pas augmenter leurs prix avant longtemps.

Ces facteurs peuvent également expliquer la moindre transmission des variations de change aux prix à l'importation et à la consommation (tableau II.2). La baisse de la part des matières premières dans les importations réduit non seulement l'incidence directe de leur renchérissement sur l'inflation, mais aussi l'incidence indirecte, via les changes. De surcroît, la perméabilité croissante des marchés à la concurrence et l'érosion proportionnelle du pouvoir de marché des entreprises dominantes ont atténué

Crédibilité accrue de la politique monétaire

Transmission moins marquée : un phénomène généralisé

les tensions inflationnistes résultant de la dépréciation du change. En raison de la modération des salaires, les exportateurs contraints par une monnaie forte peuvent maintenir leurs prix dans la monnaie dépréciée de l'importateur – et donc leurs marges bénéficiaires. Ainsi, en Allemagne, le coût unitaire réel de la main-d'œuvre a chuté de près de 20 % sur les deux dernières décennies. Enfin, avec la maîtrise de l'inflation, la politique monétaire accroît sa crédibilité, ce qui facilite peut-être l'absorption des chocs sur le change, que les entreprises perçoivent dès lors comme transitoires.

Perspectives

L'inflation devrait rester faible en 2005 (tableau II.1), perspective conforme à la situation conjoncturelle attendue pour les grandes économies : aux États-Unis, retour de la croissance à des taux plus proches de son potentiel, et baisse modérée des gains de productivité ; dans la zone euro, persistance de capacités excédentaires ; au Japon, moindre degré de sous-utilisation des capacités.

L'inflation devrait rester faible...

Les mutations structurelles évoquées plus haut pourraient encore peser sur les prix à la consommation. Ainsi, la levée, cette année, des quotas dans l'industrie textile en Amérique du Nord et en Europe stimule les importations provenant de Chine et d'Inde. Il est trop tôt pour en évaluer l'incidence sur les prix des produits finis, même si, à en juger par l'expérience de pays tels le Japon ou la Norvège, qui n'avaient pas imposé de quotas ou qui les avaient levés plus tôt, les répercussions pourraient être significatives. Plus généralement, la forte contraction des prix relatifs des biens manufacturés par rapport aux produits de base pourrait être perçue comme un signe de la grande élasticité de l'offre dans les économies émergentes, aujourd'hui grosses exportatrices de produits manufacturés.

...et une pression à la baisse sur les prix est possible...

Avec les avancées de la mondialisation, les facteurs locaux deviennent peut-être moins déterminants pour l'évolution de l'inflation dans chaque économie. En particulier, l'intégration de pays disposant d'une main-d'œuvre abondante peut atténuer les pressions salariales dans l'économie mondiale. De fait, les estimations de la courbe de Phillips montrent que l'incidence de l'écart de production par rapport au potentiel, qui traduit principalement les conditions d'offre et de demande intérieures, tend à diminuer dans la plupart des pays industrialisés (tableau II.3), avec, certes, des disparités nationales.

...de même qu'une moindre incidence des facteurs locaux

Néanmoins, des incertitudes subsistent quant à l'incidence sur l'inflation de la réduction de l'écart de production, conjuguée à la sous-utilisation des capacités au niveau mondial. L'augmentation des prix (hors alimentation

Des incertitudes subsistent

Écart de production et inflation ¹							
	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
1971–1989	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Variation, en %, de l'IPJ consécutive à une variation de 1 point de % de l'écart de production.
 ** : chiffre significativement différent de zéro au niveau de confiance de 99 %.

Sources : données nationales ; calculs BRI. Tableau II.3

et énergie) aux États-Unis, en début d'année, pourrait indiquer que les entreprises ont retrouvé un certain pouvoir de fixation des prix. À un horizon plus lointain, une hausse des revenus dans les économies émergentes pourrait dynamiser la demande de biens et de services. L'offre de travail pourrait, à terme, buter sur des contraintes de capacités.

Paiements courants

Aggravation des déséquilibres extérieurs

Aggravation des déséquilibres des paiements courants...

Sur la période étudiée, les déséquilibres des paiements courants se sont aggravés. Le déficit extérieur croissant des économies industrialisées avancées s'explique essentiellement par le gonflement du solde négatif américain, avoisinant \$670 milliards, soit plus de 5½ % du PIB en 2004 (tableau II.4). À l'inverse, l'excédent courant des exportateurs nets de produits de base s'est renforcé. En Asie, plusieurs grandes économies ont continué de dégager des excédents notables, malgré la dégradation des termes de l'échange et la vigueur de la croissance ; avec un excédent de quelque 3½ % du PIB, le Japon représente environ la moitié du solde extérieur de la région. Celui de la Chine, peu élevé en 2004, s'est considérablement amplifié dernièrement. La zone euro a de nouveau affiché un léger excédent, de l'ordre de ½ % du PIB, avec un surplus de presque 4 % du PIB pour l'Allemagne et un déficit de quelque 5 % pour l'Espagne. Dans les autres économies avancées, la situation a peu changé, le Royaume-Uni et l'Australie présentant encore

Solde des paiements courants						
En milliards de dollars EU						
	Moyenne 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2004, en % du PIB
États-Unis	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Zone euro ¹	20	13	54	26	36	0,4
Japon	107	88	112	137	172	3,7
Autres économies industrialisées avancées	-7	36	33	52	42	0,8
Chine	13	17	35	46	69	4,0
Autres économies émergentes d'Asie	9	74	96	124	124	4,6
Amérique latine	-49	-54	-16	7	16	0,8
Europe centrale et orientale	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Russie	10	34	29	35	60	12,2
Arabie Saoudite	-8	9	12	28	52	20,7
Reste du monde	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Monde</i> ²	<i>-84</i>	<i>-161</i>	<i>-133</i>	<i>-83</i>	<i>-81</i>	<i>...</i>

¹ Somme des soldes des économies de la zone euro. ² Reflète les erreurs, omissions et asymétries dans les statistiques de balance des paiements.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau II.4

d'importants déficits, tout comme les PECO. En Amérique latine, en revanche, l'amélioration engagée à la fin des années 90 s'est poursuivie.

Cette aggravation a pour principale origine l'envolée des cours des matières premières. Le renchérissement du pétrole a alourdi de plus de \$100 milliards (1/4 % du PIB) la facture des importations nettes des pays OCDE. L'impact est comparable à celui des années 90, mais bien moindre que lors des deux premiers chocs pétroliers. Le cours élevé des produits de base a gonflé les recettes d'exportations au Moyen-Orient, en Russie et ailleurs. L'Australie constitue une exception notable : son déficit s'est élargi, malgré la nette amélioration des termes de l'échange, en partie parce que ses exportations ont été apparemment freinées par des goulets de production.

...en partie due à la hausse des cours des matières premières...

Autre cause de l'accentuation des déséquilibres des paiements courants : le rôle moteur des États-Unis dans la reprise des pays industrialisés. Selon un schéma observable depuis 2001, leurs exportations ont été freinées par la faible croissance de la demande intérieure dans les autres grandes économies, et leurs importations stimulées par la vigueur de la consommation intérieure. En 2004, par ailleurs, une hausse de l'investissement des entreprises américaines a quelque peu accru les importations de biens d'équipement.

...et au rôle moteur des États-Unis dans la croissance

Par définition, la situation des comptes courants est la contrepartie du solde épargne–investissement dans les divers pays. Des excédents croissants en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole en 2004 traduisent une nouvelle progression du taux d'épargne agrégé de ces régions. Les taux d'investissement dans les économies émergentes d'Asie ont augmenté eux aussi, mais sont demeurés bien inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise – à l'exception notable de la Chine. Pour la première fois depuis 2000, le creusement du déficit courant américain a eu pour contrepartie une augmentation de l'investissement privé plutôt qu'un repli de l'épargne nationale, restée quasiment inchangée, à un niveau historiquement bas.

Déséquilibres entre épargne et investissement

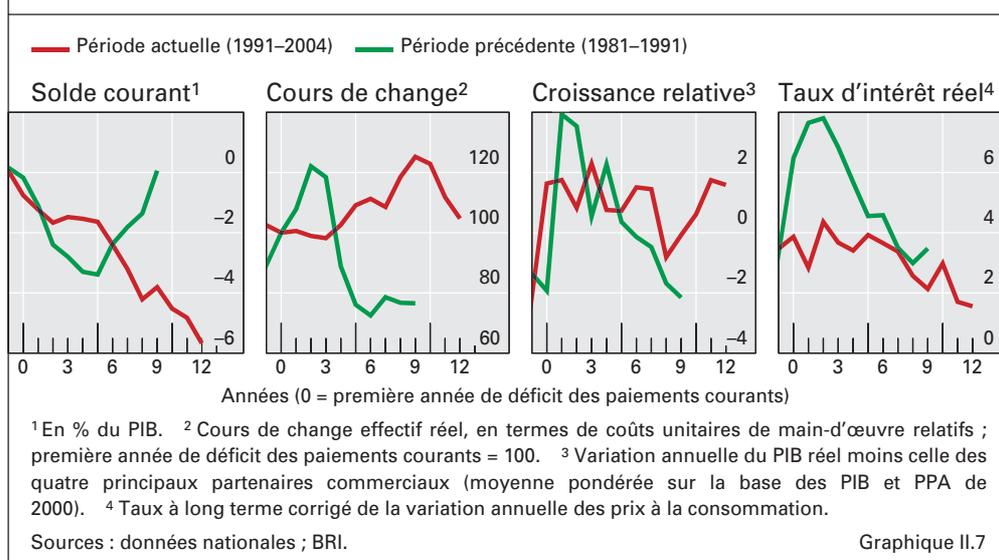
Mécanismes d'ajustement dans l'économie réelle

Par le passé, la correction du solde des paiements courants, dans les économies industrialisées avancées, résultait habituellement d'une conjonction d'ajustements des cours de change et des taux d'intérêt, avec un rééquilibrage de la croissance mondiale. Ainsi, aux États-Unis, le dollar s'était fortement déprécié (en termes effectifs réels) avant que le déficit courant ne commence à se contracter, en 1987 (graphique II.7). Le changement des prix relatifs en faveur des biens échangeables aux États-Unis avait permis une vive accélération des exportations, accentuée par une augmentation des revenus plus rapide chez les principaux partenaires commerciaux. Le haut niveau des taux d'intérêt réels américains à l'époque avait contribué à élever le taux d'épargne privée au début des années 80, ce qui avait limité l'aggravation du solde courant résultant du creusement du déficit budgétaire. À la fin des années 80, la discipline budgétaire était venue soutenir la correction du compte courant.

L'ancien schéma d'ajustement extérieur

Ces mécanismes d'ajustement n'ont guère joué durant la période étudiée. Premièrement, en cédant quelque 20 % sur deux ans, le dollar s'est déprécié

Périodes de déficit extérieur aux États-Unis



Pour les États-Unis, la croissance des exportations s'est raffermie...

...mais moins que celle des importations...

...la faiblesse des taux d'intérêt entravant l'ajustement

Mesures aptes à faciliter l'ajustement

bien moins qu'au milieu des années 80 (il avait perdu près de 50 % entre 1985 et 1988) en termes effectifs réels mesurés par les coûts unitaires de main-d'œuvre. L'accélération des exportations américaines en 2004 n'a pas été aussi vive qu'alors.

Deuxièmement, la croissance chez les principaux partenaires commerciaux n'a guère stimulé les exportations américaines. Le fait que, ces dernières années, le rythme d'expansion des importations américaines a continué de dépasser celui des exportations – même abstraction faite de la flambée des cours du pétrole – reflète en partie la plus grande vigueur de la demande intérieure américaine. Les projections pour 2005 et 2006 n'indiquent qu'une convergence graduelle et incomplète des taux de croissance. De surcroît, jusqu'à maintenant, l'atténuation des répercussions du change sur les prix à l'importation n'a peut-être pas suffisamment incité à réorienter la dépense des importations vers les produits locaux, ni l'investissement vers la production de biens échangeables.

Troisièmement, le niveau exceptionnellement bas des taux longs réels semble également avoir contribué au déficit courant américain ces dernières années (graphique II.8). Il a abaissé le coût de l'emprunt et a été associé à une hausse des prix des actifs (en particulier le logement, voir infra). Il a aussi facilité le financement des déficits budgétaires accrus, essentiellement dus à de fortes baisses d'impôts. Ces deux évolutions ont induit un renforcement de la demande d'importations par les ménages, alors que, à la fin des années 90, le creusement du déficit courant s'expliquait par une expansion de l'investissement des entreprises, dans un contexte d'appréciation des cours des actions.

Pour améliorer l'efficacité des mécanismes d'ajustement dans l'économie réelle, il faudra une conjonction de mesures dans les pays en déficit et en excédent. Les politiques à mettre en œuvre font, dans leurs grandes lignes, l'objet d'un consensus : aux États-Unis, en particulier, renforcement de l'épargne des ménages et assainissement budgétaire (infra) ; en Europe et en Asie, réformes structurelles porteuses d'une accélération de la croissance dans

le secteur des biens non échangeables ; pour l'Asie émergente, plus grande flexibilité du change (chapitre V). Toutes ces mesures pourraient, à moyen terme, réduire les déséquilibres extérieurs.

Épargne et investissement du secteur privé

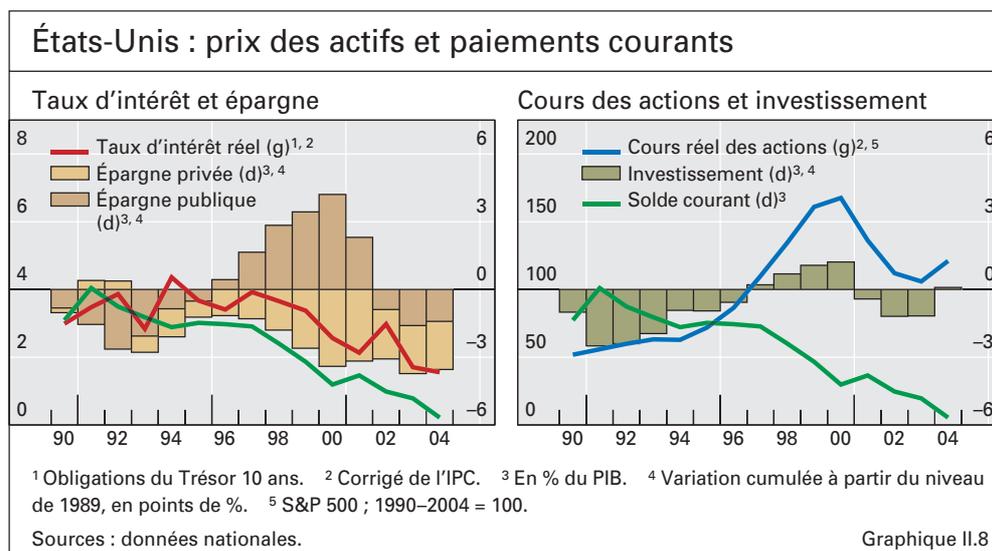
Tendances

L'épargne mondiale a continué de croître en 2004. Le taux d'épargne moyen a été porté à 25 % du PIB, soit quelque 1 point et 2 points de plus que pour la décennie actuelle et pour les années 90 respectivement (tableau II.5). Cette expansion est tirée par le monde en développement. Le principal contributeur a été l'Asie, et plus particulièrement la Chine, où le taux a grimpé à 48 %. On connaît mal la répartition sectorielle de l'épargne et les difficultés de mesure statistique de la comptabilité nationale en Chine, mais la quasi-stabilité du déficit budgétaire indiquerait un rôle majeur du secteur privé. Cette hausse mondiale s'explique ensuite par la progression de l'épargne dans les pays exportateurs de pétrole, grâce à l'essor des recettes d'exportations, vraisemblablement sous forme d'épargne publique, car le revenu pétrolier est rentré, pour les deux tiers environ, dans les caisses de l'État.

Accroissement de l'épargne mondiale

Dans les économies industrialisées avancées, le taux d'épargne nationale a globalement augmenté, pour la première fois depuis 2001, mais très modestement, puisqu'il reste largement inférieur à sa moyenne des deux dernières décennies. Ce résultat a été obtenu grâce à une légère réduction des déficits budgétaires, et aussi à un surcroît d'épargne des entreprises (sous forme de bénéfices non distribués), observé depuis 2000. Dans le même temps, le recul tendanciel du taux d'épargne des ménages s'est poursuivi, mais à un rythme très variable selon les pays. Alors que le taux a encore baissé aux États-Unis, il a enregistré une progression modérée au Japon et dans plusieurs pays européens, surtout là où l'avenir des perspectives d'emploi et des retraites est incertain, notamment en Allemagne et aux Pays-Bas.

Légère hausse de l'épargne dans les économies avancées



Épargne et investissement : tendances mondiales					
En % du PIB					
	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-02	2003	2004	1991- 2004 ¹
Épargne dans le monde	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Économies avancées ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
États-Unis	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zone euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japon	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Économies émergentes ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asie en développement	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
Chine	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
Amérique latine	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europe centrale et orientale	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investissement dans le monde	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Économies avancées ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
États-Unis	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zone euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japon	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Économies émergentes ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asie en développement	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
Chine	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
Amérique latine	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europe centrale et orientale	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Variation cumulée, en points de %. ² Y compris économies nouvellement industrialisées (ENI) d'Asie. ³ Hors ENI d'Asie.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales* ; données nationales. Tableau II.5

Dynamisme de l'investissement résidentiel...

L'investissement global (formation de capital dans l'immobilier résidentiel et les entreprises) s'est redressé dans la plupart des économies industrialisées avancées et émergentes, à un rythme variable. La Chine et les États-Unis ont connu la progression la plus forte (tableau II.5). Le dynamisme du logement semble universel ; en 2004, dans les pays OCDE, l'investissement dans ce secteur a augmenté de plus de 6 % en termes réels, soit le taux le plus élevé depuis le milieu des années 90.

...et remontée de l'investissement des entreprises

L'investissement des entreprises s'est, lui aussi, accéléré, surtout dans les économies industrialisées avancées, après sa lente sortie du creux de 2002. La demande des entreprises en 2004 s'est raffermie aux États-Unis et a progressé dans la zone euro également, quoique à un rythme modéré, après deux années de contraction. Au Japon, le taux d'investissement est resté stable. Globalement, l'investissement des entreprises dans les économies avancées a été moins soutenu que pendant la seconde moitié des années 90, en termes de taux de croissance comme de part du PIB.

Situation financière et investissement des entreprises

Bilans des entreprises plus solides...

Les entreprises ont amélioré leur situation financière au sein du G 3 en 2004. En général, leur endettement a diminué, par rapport aux fonds propres et à la valeur ajoutée, mais, cette fois encore, elles paraissent plus solides aux

États-Unis que dans la zone euro et au Japon (graphique II.9). La forte progression des bénéfiques, partout dans le monde, a alimenté cette embellie (graphique II.10). Aux États-Unis, la marge bénéficiaire et la part des profits ont frôlé des records. En Europe, cette dernière s'est approchée du niveau du milieu des années 90 ; au Japon, elle s'est nettement améliorée.

Au vu de ces bénéfiques inhabituels et des conditions d'offre favorables, l'atonie relative de l'investissement a de quoi surprendre. La faiblesse des taux d'intérêt réels, les primes de risque serrées et les cours des actions en hausse ont maintenu le coût du capital à un bas niveau. De plus, la productivité de la main-d'œuvre a progressé de quelque 3 % dans les pays OCDE, la zone euro accusant un net retard.

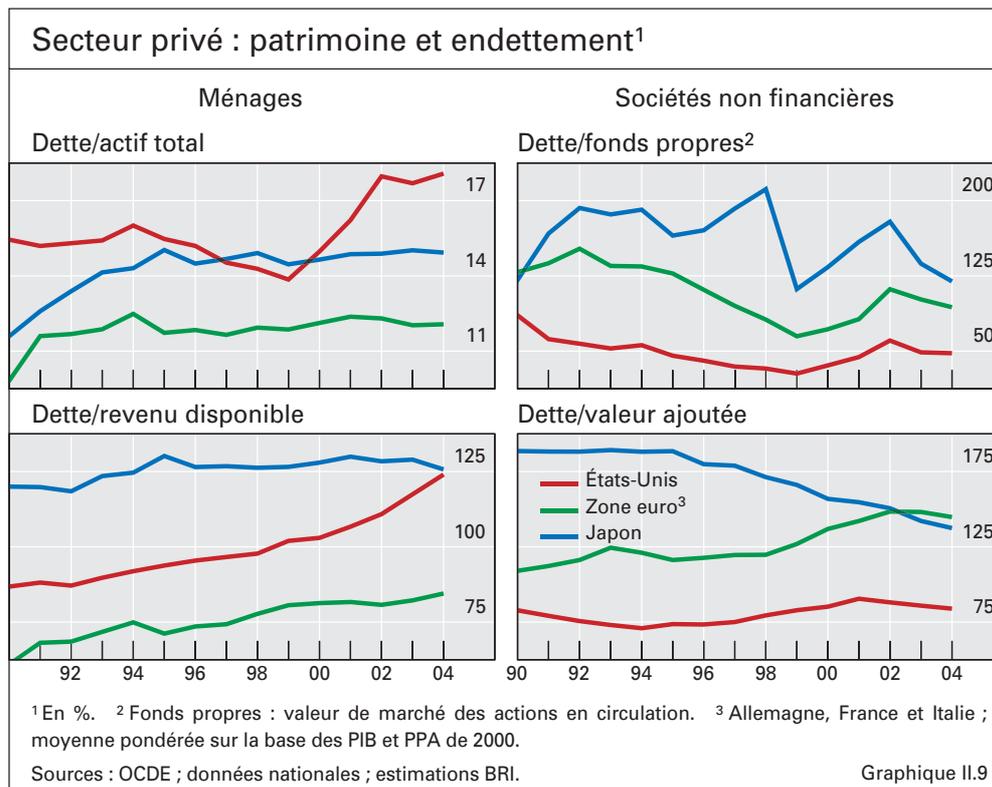
...mais atonie relative de l'investissement...

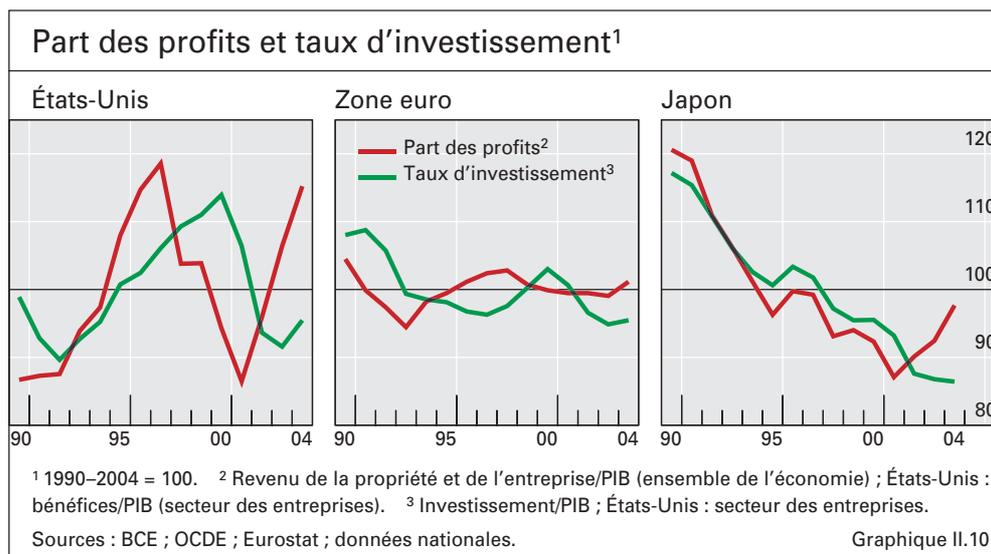
Les chefs d'entreprise ont manifesté une aversion accrue pour le risque après l'effondrement du marché boursier, ce qui semble avoir freiné la formation de capital fixe. Ils ont privilégié la restructuration des bilans, comme l'indique la baisse des ratios d'endettement et l'accumulation de liquidités (chapitre VI). Cette priorité à la réduction de la dette traduit probablement la perception d'une vulnérabilité persistante face aux mouvements sur les marchés financiers. La prudence redoublée des chefs d'entreprise face aux difficultés d'accès au crédit en cas de dégradation de l'environnement économique, les banques ayant modifié leur comportement ces dernières années, semble aussi avoir joué au Japon et dans certains pays d'Europe.

...due à l'aversion pour le risque...

Aux États-Unis, la composition sectorielle des bénéfiques donne également une partie de l'explication. Dans de nombreux secteurs de services, comme la distribution ou les services financiers, les bénéfiques progressent de façon assez

...la composition sectorielle des bénéfiques...





régulière et soutenue depuis quelques années. Dans le secteur manufacturier, en revanche, où ils avaient régressé de près de 70 % en 2001–02, et où leur part était tombée de 25 % du total à moins de 10 %, ils se sont redressés en 2004, mais restent bien inférieurs, en termes de dollars et en part de la valeur ajoutée du secteur, à leur niveau de la fin des années 90. L'investissement des entreprises manufacturières avait chuté avec les bénéfices, en 2001–02, et même après une remontée en 2003, il ne dépassait que de 10 % son niveau des années 90, contre près de 50 % pour l'ensemble du secteur des entreprises.

...et à la morosité des marchés locaux

Dans la zone euro et au Japon, les incertitudes relatives à la demande intérieure continuent de peser sur la dépense des entreprises. Des enquêtes montrent les entreprises européennes durablement pessimistes, surtout en ce qui concerne les perspectives de leur marché local. Dans un environnement de croissance atone, la hausse des bénéfices s'accompagne d'augmentations salariales modérées et d'un chômage toujours élevé, et même en progression dans certains pays. Il faut y voir la conséquence du souci permanent de renforcer l'intensité en capital et d'alléger les effectifs, principalement dans les activités manufacturières, soumises à une concurrence mondiale particulièrement vive. L'amélioration des perspectives d'emploi, et donc de la demande, passe par le développement du potentiel de croissance, surtout dans les services, et par une flexibilité accrue des marchés du travail.

Situation financière et dépense des ménages

Le patrimoine des ménages s'est accru...

En 2004, le patrimoine des ménages s'est accru dans de nombreux pays, grâce au renchérissement des logements et des actions. Dans les économies industrialisées avancées, pour lesquelles on dispose de données sur l'actif et l'endettement des ménages, il s'est étoffé en valeur absolue et par rapport au revenu disponible (à l'exception notable du Japon). Les prix de l'immobilier résidentiel, lequel représente presque partout l'essentiel des actifs, se sont envolés dans bien des cas, atteignant ou approchant souvent, en fin d'année, leur maximum historique (tableau II.6).

Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires					
	Prix ¹				Emprunts hypothécaires ²
	Variation annuelle		Variation depuis le maximum 2004	Date du maximum	
	1996-2003	2004			
États-Unis	6,0	11,2	0,0	2004 T4	3,9
Japon	-3,3	-6,1	-37,1	1991 S1	-0,8
Allemagne	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Royaume-Uni	11,7	12,3	0,0	2004 T4	5,2
France	7,2	15,6	0,0	2004 S2	1,9
Italie	4,6	9,7	0,0	2004 S2	1,9
Canada	4,5	7,8	0,0	2004 T4	1,7
Espagne	10,8	17,4	0,0	2004 T4	4,7
Pays-Bas	10,2	1,8	-2,5	2004 T3	4,8
Australie	10,2	2,7	-0,2	2004 T2	5,4
Suisse	0,5	1,8	-12,9	1989 T4	3,4
Belgique	5,8	4,2 ³	0,0	2004 T2	0,1
Suède	7,8	10,0	0,0	2004 T4	2,7
Norvège	7,8	10,5	0,0	2004 T4	2,7
Danemark	6,7	11,3	0,0	2004 T4	1,8
Finlande	8,1	5,6	0,0	2004 T4	2,7
Irlande	14,4	7,8 ⁴	0,0	2004 T3	9,5

¹ Chiffres de fin de période, en termes nominaux, en % (Japon : prix des terrains). ² Variation, en points de % du PIB, entre 2003 et 2004. ³ Jusqu'au 2^e trimestre. ⁴ Jusqu'au 3^e trimestre.
Sources : OCDE ; associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau II.6

Cet enrichissement s'est accompagné d'un alourdissement proportionnel de la dette. Le ratio dette/actifs est ainsi resté globalement inchangé dans la zone euro et s'est accru aux États-Unis (graphique II.9). En conséquence, le ratio dette/revenu disponible a continué d'augmenter, surtout aux États-Unis. Pour l'essentiel, l'endettement a été favorisé par l'emprunt hypothécaire.

...mais aussi leur endettement

Dans de nombreux pays, comme la France et l'Espagne, le bond des prêts hypothécaires a financé l'acquisition de logements. Dans d'autres, comme les États-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Australie, les ménages ont, ces dernières années, hypothéqué leurs actifs immobiliers pour obtenir des crédits non affectés au logement et accroître substantiellement leur pouvoir d'achat. Depuis les années 90, le recours à cette « extraction hypothécaire » est fortement corrélé à la propension à consommer financée par le patrimoine immobilier (graphique II.11). En théorie, le renchérissement des loyers et des frais relatifs au logement devrait comprimer les autres dépenses des locataires, mais cela ne ressort guère des données.

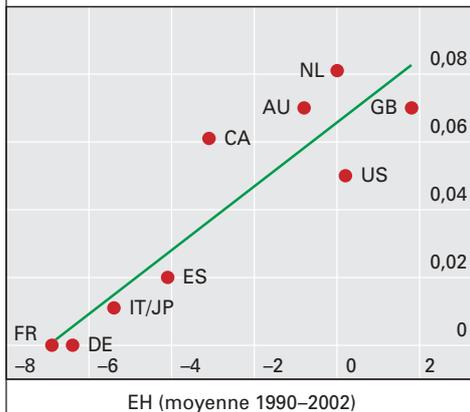
L'« extraction hypothécaire » a alimenté la consommation...

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure un repli des prix du logement affecterait la consommation privée. L'expérience du Royaume-Uni, de l'Australie et des Pays-Bas, où ces prix ont ralenti, voire baissé depuis peu, semble annoncer un effet négatif : dans les deux premiers pays, la consommation a décéléré récemment ; aux Pays-Bas, elle est morose depuis environ deux ans, dans un contexte de montée du chômage. Globalement,

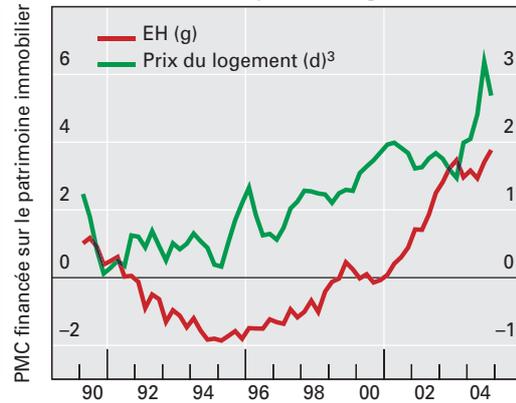
...mais présente certains risques

Extraction hypothécaire

EH et PMC¹



États-Unis : EH et prix du logement²



AU = Australie ; CA = Canada ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis.

¹ EH : extraction hypothécaire, en % du revenu disponible ; PMC : propension marginale à consommer.
² Moyenne mobile sur 4 trimestres. ³ Variation trimestrielle, en %.

Sources : OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, ECO/WKP(2004)17 ; données nationales. Graphique II.11

l'incidence sur la dépense dépendra vraisemblablement de plusieurs facteurs, dont une révision des anticipations à long terme concernant le revenu du travail et les retraites, ou une modification des taux d'intérêt. Autre constat, plus rassurant : aux États-Unis, la corrélation entre extraction hypothécaire et hausse des prix du logement diminue depuis peu. De plus, le fait que l'extraction hypothécaire a été pratiquement nulle sur la période 1990-2002 pourrait montrer que les ménages l'utilisent pour lisser leur consommation dans le temps. À terme, on pourrait s'attendre à une phase de remboursement. Quoiqu'il en soit, un reflux des prix nominaux de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, premier marché mondial, serait sans précédent ces dernières décennies.

Politique budgétaire

Évolutions récentes

Persistance de déficits budgétaires importants dans les principaux pays industrialisés

Malgré un léger resserrement budgétaire en 2004, les déficits des grands pays industrialisés sont restés bien supérieurs aux moyennes historiques (tableau II.7). Le creusement a été particulièrement prononcé en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, où la dégradation du solde correspond à 5-7 % du PIB depuis 2000 (tableau II.8). Certains autres pays (Australie, Canada et Espagne, notamment) et nombre d'économies émergentes voient en revanche leur situation se redresser depuis quelques années. Si l'amélioration s'explique en partie par une conjoncture favorable, beaucoup d'économies émergentes ont aussi introduit des réformes structurelles (chapitre III). La décreue des taux d'intérêt a également contribué à endiguer l'accroissement de la dette publique. Cependant, faute de réforme, les engagements implicites

Indicateurs budgétaires ¹ : comparaison historique							
	Moyenne 1980–2003			2004			
	Solde financier	Solde structurel ²	Dette brute	Solde financier	Solde structurel ²	Dette brute	Effort de stabilisation de la dette ³
Économies industrialisées ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
États-Unis	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Zone euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japon	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Économies émergentes ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. ³ Variation, en points de %, du solde financier nécessaire à la stabilisation de l'endettement net, avec une croissance du PIB nominal à son taux potentiel. ⁴ Allemagne, Australie, Canada, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas et Royaume-Uni ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁵ Les 24 plus grandes économies émergentes ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ 1998–2003.

Sources : FMI ; OCDE ; Institute of International Finance (IIF) ; JPMorgan Chase ; calculs BRI. Tableau II.7

découlant du vieillissement de la population grèveraient lourdement les charges de l'État. La dette publique demeure particulièrement élevée en Italie et au Japon.

Dans les grands pays industrialisés, le creusement des déficits budgétaires s'explique par des raisons diverses, mais avant tout structurelles (tableau II.7). Aux États-Unis, il résulte d'abord, ces dernières années, d'une baisse des impôts et d'une remontée des dépenses de sécurité et de défense. En 2004, il a été plus faible que prévu, grâce au surcroît de recettes provenant de la croissance et de la compression des dépenses non militaires. Les mêmes facteurs expliquent la contraction du déficit au Japon ; toutefois, les autorités doivent encore remédier aux conséquences des amples

Des déficits essentiellement structurels

Résultats budgétaires récents ¹						
	Solde financier			Dette		
	2003	2004	Variation cumulée 2001–04 ²	Nette	Brute	
				2004	2004	Variation cumulée 2001–04 ²
États-Unis	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Zone euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Allemagne	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
France	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italie	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Japon	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Royaume-Uni	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Canada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australie	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² En points de %.

Sources : FMI ; OCDE. Tableau II.8

déséquilibres hérités des années 90. Dans la zone euro aussi, les déficits budgétaires sont surtout structurels. Bien que les facteurs conjoncturels aient joué moins défavorablement qu'en 2003, près de la moitié des membres de l'UEM n'ont pas respecté les critères budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance (certains, pour la troisième année consécutive).

Peu de marge pour un nouvel assouplissement

Dans de nombreux pays, la politique budgétaire expansionniste des dernières années ne laisse guère de place à un nouvel assouplissement. En outre, dans la zone euro, la nécessité d'un assainissement coïncide maintenant avec un certain ralentissement de l'activité. Aux États-Unis, en revanche, la forte croissance de la production et l'ampleur du déficit courant rendent l'assainissement plus indispensable, mais aussi plus facile.

Les modalités de réduction des déficits restent à préciser

Dans ce contexte, la plupart des pays industrialisés ont annoncé des programmes visant à réduire le déficit budgétaire d'ici la fin de la décennie (tableau II.9). Le gouvernement américain s'est engagé à le ramener à moins de 2 % du PIB à l'horizon 2010. Au Japon, les autorités entendent dégager un excédent primaire (hors sécurité sociale) au début de la prochaine décennie et stabiliser la dette publique brute aux alentours de 150 % du PIB. Dans la zone euro, les pays dont la position budgétaire est structurellement faible se sont engagés à la redresser d'environ 1/2 point de PIB par an jusqu'en 2007. Cependant, les mesures concrètes permettant la réalisation de ces objectifs restent, en général, à préciser.

Quelles options pour assainir le budget ?

La réforme fiscale, et en particulier le taux unique, retiennent l'attention

La réforme fiscale est de nouveau à l'ordre du jour, notamment du fait des succès qui lui ont été attribués en Irlande et au Royaume-Uni. Le taux unique récemment adopté en Slovaquie (19 % pour l'impôt sur le revenu des personnes physiques, l'impôt sur les sociétés et la TVA) et dans d'autres PECO retient également l'attention. L'intensification de la concurrence internationale

Projections budgétaires à moyen terme ¹								
	Solde financier			Solde structurel ²		Dette brute		
	2005	2006	Variation depuis 2004 ³	2005	2006	2005	2006	Variation depuis 2004 ³
États-Unis	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Zone euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Allemagne	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
France	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italie	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Japon	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Royaume-Uni	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 ⁴ (2010)
Canada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 ⁴ (2008)
Australie	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 ⁴ (2007)

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel.
³ Variation du solde/de la dette brute, en points de %, entre l'année indiquée entre parenthèses et le résultat 2004. Un chiffre positif indique une réduction du déficit (une augmentation de l'excédent)/une diminution de la dette. ⁴ Dette nette.
Sources : FMI ; OCDE ; données nationales. Tableau II.9

et les délocalisations font penser que les possibilités de majoration de la fiscalité directe, surtout pour les entreprises, sont limitées. Le recours aux impôts indirects semble donc de plus en plus intéressant.

La réduction des dépenses courantes et des transferts sociaux (hors retraites) n'est pas prioritaire dans les récents projets de réforme. Dans la zone euro, le chômage élevé constitue un obstacle majeur. Là où les autorités ont engagé une réforme des régimes d'assurance-chômage et de santé (par exemple, en Allemagne), elles ont rencontré de grosses difficultés.

Plusieurs pays ont commencé à réformer leur régime de retraite. Le programme japonais, adopté en 2004, comporte une baisse progressive des prestations, une hausse des cotisations salariales et des contributions de l'État au système de retraite (éventuellement avec augmentation de la fiscalité). Ces changements devraient atténuer le déficit à long terme du système. La réforme en Italie, également engagée l'an passé, va relever l'âge effectif du départ en retraite à compter de 2008 ; de plus, elle permettra aux salariés de compléter le régime obligatoire en cotisant à des fonds privés. Aux États-Unis, le budget 2005 prévoit, lui aussi, la création de plans de retraite facultatifs. En Allemagne, le taux de remplacement (qui rapporte la retraite au salaire moyen) a été abaissé, et les prestations ont été ajustées sur le ratio retraités/actifs.

Les pressions exercées par les marchés de la dette publique pourraient inciter à l'adoption de plans d'assainissement. Il est surprenant que les marchés financiers n'aient pas déjà intégré une véritable prime de risque au titre des déséquilibres budgétaires actuels et prévisibles des grands pays industrialisés. Dans la zone euro, malgré quelques déclassements de note, l'ampleur des déficits ou de la dette a, pour l'heure, eu un effet plutôt limité sur les taux d'intérêt réels ou les primes sur la dette souveraine. Il se peut que l'antécédent de maîtrise des déficits, au milieu des années 90, donne quelque crédit aux récentes déclarations d'intention. Il est possible aussi que les investisseurs considèrent peu risqués les déficits budgétaires actuels, peut-être parce que la tendance planétaire à la déréglementation et à la mondialisation leur paraît devoir restreindre, à terme, le rôle de l'État et de la dépense publique. Parmi les autres explications figure le fait que les conditions de financement sont favorables pour tous les débiteurs, pas uniquement pour les États (chapitre VI).

Une motivation supplémentaire pour l'assainissement budgétaire, en particulier dans les grands pays de la zone euro et au Japon, tient au fait qu'il s'est parfois accompagné d'une accélération de la croissance. S'il est perçu comme inaugurant un reflux permanent de la dépense et de la dette publiques, il peut faire anticiper une baisse des impôts et des taux longs. Une fois sur deux environ, l'assainissement mis en œuvre dans l'Europe des 15 à partir des années 70 a été suivi d'un rebond de l'activité. On cite fréquemment les cas du Danemark et de l'Irlande (milieu-fin des années 80) ou de l'Espagne (seconde moitié des années 90). Il convient de préciser que, dans ces exemples, l'effet expansionniste a été en grande partie attribué au fait qu'il y avait eu simultanément assouplissement monétaire et dépréciation du cours de change réel. En réalité, le coût de l'emprunt était élevé, contrairement à aujourd'hui : la baisse des taux et des primes sur risque souverain avait permis de dégager

Peu de changements dans les programmes de dépenses...

...mais la réforme des retraites a commencé

La discipline de marché pourrait inciter à l'assainissement budgétaire

L'assainissement peut-il être expansionniste ?

des gains importants. Néanmoins, dans la situation présente, des ajustements budgétaires visant à réduire les inefficiences des programmes sociaux traditionnels pourraient assurément démontrer la volonté de contenir la dépense publique, et donc influencer positivement sur les anticipations.

L'assainissement peut modérer la demande globale

L'assainissement devrait être plus aisé là où les déséquilibres budgétaires se sont accentués en période de forte croissance. Augmenter la fiscalité et comprimer la dépense publique devrait réduire les déficits et modérer la demande globale. Aux États-Unis, l'assainissement budgétaire pourrait aussi aider à résorber l'important déficit des paiements courants.

Des règles budgétaires pourraient être utiles...

Les incitations à l'assainissement peuvent également venir de l'adoption de règles budgétaires. Lorsque les procédures budgétaires s'inscrivent dans un cadre à moyen terme, les objectifs sont plus faciles à atteindre. Il ne fait aucun doute que, si beaucoup de pays de la zone euro ont réalisé des progrès substantiels dans ce domaine, c'est dans le but de respecter le Pacte de stabilité et de croissance et, auparavant, les critères de convergence du traité de Maastricht. De telles règles ont, par ailleurs, apporté une plus grande discipline aux différents niveaux de la sphère publique ainsi que dans certains pays en développement. Récemment, aux États-Unis, d'aucuns ont prôné la réintroduction d'une règle analogue au Budget Enforcement Act, afin de réaffirmer l'attachement à la discipline budgétaire. Pourtant, les difficultés récentes du Pacte de stabilité et de croissance montrent que même des règles établies peuvent s'avérer inefficaces si la volonté d'application fait défaut.

...mais la volonté d'application est déterminante

Le vieillissement démographique constitue un défi budgétaire majeur à long terme

Sur la durée, le principal stimulant de l'assainissement budgétaire viendra vraisemblablement des défis associés au vieillissement démographique. La première vague des *baby boomers* va partir en retraite dans la prochaine décennie, ce qui viendra solliciter de plus en plus non seulement les régimes de retraite publics, mais aussi les systèmes de santé. Même compte tenu des mesures déjà prises pour comprimer le niveau des prestations à venir, les dépenses induites par le vieillissement devraient augmenter de près de 7 % du PIB en moyenne sur les quatre prochaines décennies dans les pays OCDE. Plus que jamais, la poursuite des réformes semble donc inéluctable.

III. Enjeux pour les économies émergentes

Faits marquants

La croissance a été étonnamment soutenue durant l'année écoulée dans toutes les grandes régions émergentes (tableau III.1). Les taux déjà satisfaisants de 2003 ont été dépassés, avec une meilleure répartition entre demande extérieure et intérieure : la conjoncture mondiale est demeurée exceptionnellement favorable aux entrées de capitaux et aux exportations ; partout, la consommation et l'investissement se sont redressés. Cette vive expansion a mis sous pression nombre de ressources cruciales telles que le pétrole, dont le renchérissement n'a cependant pas provoqué de recrudescence marquée de l'inflation, ce qui tranche nettement avec le passé. Les taux d'intérêt sont restés bas, en Asie comme ailleurs, les pressions à la

Croissance et inflation ¹								
	PIB réel				Prix à la consommation ^{2, 3}			
	Moyenne 1995– 2003	2004	2005		Moyenne 1995– 2003	2004	2005	
			Premier trimestre	Prévision			Premier trimestre	Prévision
Asie ⁴	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
Chine	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
Corée	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
Inde	5,9	7,1	6,7	7,1 ⁵	5,2	6,7	5,1	5,6 ⁵
Autres ^{4, 6}	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
Amérique latine ^{4, 7}	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentine	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brésil	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
Mexique	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
PECO ^{4, 8}	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Russie	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turquie	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
Afrique	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Moyen-Orient	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Total ^{4, 9}	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
G 7	2,4	3,2	2,5	2,3	1,9	2,0	2,2	2,0

2005 : prévisions et, pour la plupart, chiffres du premier trimestre, établis sur la base des prévisions consensuelles publiées en mai, de JPMorgan Chase et des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI.

¹ Variation annuelle moyenne, en %. ² Amérique latine : chiffres de fin de période. ³ Inde : prix de gros. ⁴ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁵ Année budgétaire commençant en avril. ⁶ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁷ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁸ Pays d'Europe centrale et orientale : Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁹ Économies citées hors Afrique et Moyen-Orient.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; JPMorgan Chase ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau III.1

hausse sur le change contribuant à l'adoption de politiques monétaires relativement plus accommodantes.

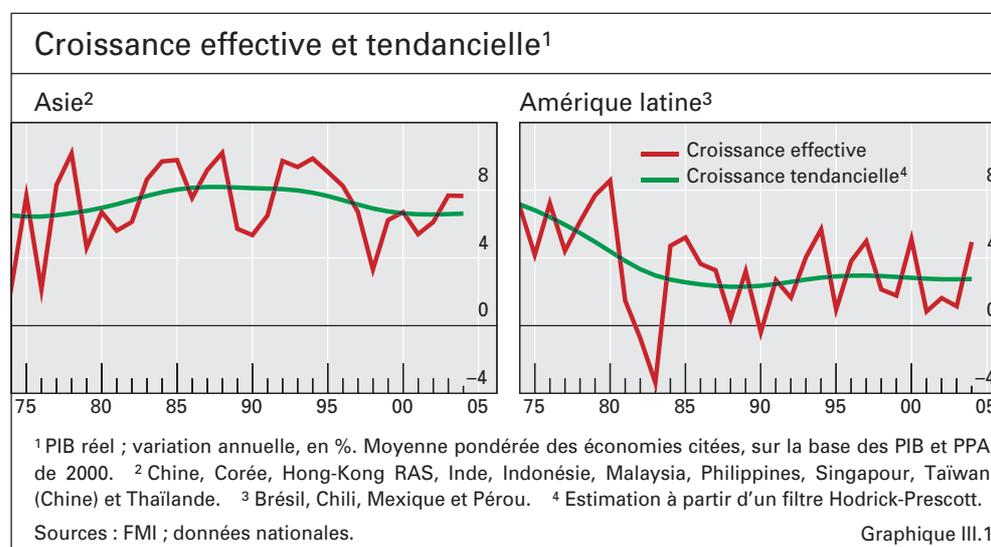
Cela étant, la question est de savoir si les économies émergentes ont accru leur résistance aux chocs. Plusieurs signes le confirment. Premièrement, la demande intérieure ayant pris une place plus importante, la croissance pourrait se poursuivre, même en cas de fléchissement de la demande extérieure. Deuxièmement, la situation des finances publiques s'est sensiblement redressée, dans certains cas grâce à des réformes législatives et au développement d'un marché obligataire local. Troisièmement, l'inflation semble s'être stabilisée, à la faveur, quelquefois, d'une politique monétaire plus crédible ; dans la mesure, d'ailleurs, où les pays sont à présent moins orientés vers un objectif de change explicite, ils sont devenus moins vulnérables aux chocs. Quatrièmement, la plupart des pays ont consolidé leur solde courant. Cinquièmement, la situation du secteur bancaire s'est améliorée.

Toutefois, ces progrès s'expliquent peut-être par des facteurs conjoncturels. Un ralentissement mondial pourrait compromettre certains acquis récents ; de même, un resserrement monétaire dans les pays industrialisés pourrait freiner les entrées de capitaux, inverser la récente appréciation des monnaies et créer des difficultés budgétaires. D'un autre côté, une poursuite de la croissance serait de nature à aviver ici et là les anticipations d'inflation. La part du court terme dans la dette extérieure totale demeure, en outre, parfois élevée, mais les niveaux confortables des réserves de change atténuent grandement les risques. Enfin, le secteur bancaire reste exposé à divers risques et le cadre réglementaire est encore incomplet.

Évolution récente

Croissance
exceptionnelle
en 2004...

Presque toutes les économies émergentes ont pris part à l'expansion, amorcée fin 2001 (tableau III.1). L'an passé, la production s'est généralement renforcée et, sur les deux dernières années, semble avoir dépassé sa croissance tendancielle (graphique III.1). Malgré de récents chocs, notamment la hausse



Évolution de la balance des paiements									
En milliards de dollars EU									
	Solde des paiements courants			Flux nets de capitaux privés ¹			Variation des réserves de change ²		
	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004
Asie	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
Chine	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
Corée	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
Inde	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Autres ³	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
Amérique latine ⁴	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brésil	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
Mexique	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europe centrale ⁵	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Afrique du Sud	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Russie	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turquie	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Total ⁶	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Pays exportateurs de pétrole⁷</i>	-8,9 ⁸	53,2	120,4	37,3	-16,2	-18,9	9,5 ⁹	26,5	60,6

¹ Investissement direct, investissement de portefeuille, instruments financiers dérivés et autres investissements, hors placements des autorités monétaires et des États. Chiffres en partie estimés. ² Un chiffre positif indique une augmentation. ³ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁶ Économies citées, plus Arabie Saoudite et Israël. ⁷ Arabie Saoudite, Indonésie, Mexique, Russie et Venezuela. ⁸ 1994-96. ⁹ 1996.

Sources : FMI ; données nationales. Tableau III.2

des cours pétroliers, la croissance devrait en moyenne se maintenir au-dessus de 6 % cette année. En Asie, la Chine et l'Inde ont été les moteurs de l'expansion, suivies de très près, cependant, par d'autres économies. En Amérique latine, l'Argentine, le Brésil et le Mexique ont tous connu une forte reprise, et plusieurs économies de la région ont affiché une progression supérieure à la tendance. Pour les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO), on s'attend à un essor marqué en 2005, malgré le ralentissement récent. Par ailleurs, l'activité est repartie en Turquie, est restée soutenue en Russie et s'est accélérée dans la plupart des pays d'Afrique.

Plusieurs facteurs ont favorisé cet essor. Premièrement, la vive expansion aux États-Unis et en Chine a stimulé la demande mondiale ; de nombreux pays ont ainsi vu leurs exportations s'accroître de 20-40 %. En Asie, malgré un certain tassement cyclique des technologies de l'information au second semestre, les exportations sont restées fortes, grâce à l'augmentation de la demande de produits non électroniques aux États-Unis et en Chine. Les produits de base d'Afrique du Sud, d'Amérique latine et de Russie ont été également recherchés. La vigueur des exportations a permis à l'ensemble des économies émergentes d'afficher un excédent du compte courant de \$277 milliards (tableau III.2). Si ce résultat record est en grande partie attribuable à l'Asie, plusieurs pays d'Amérique latine ont dégagé, eux aussi, un important solde positif, qui leur a permis de réduire leur dette extérieure et de

...stimulée
par la demande
mondiale...

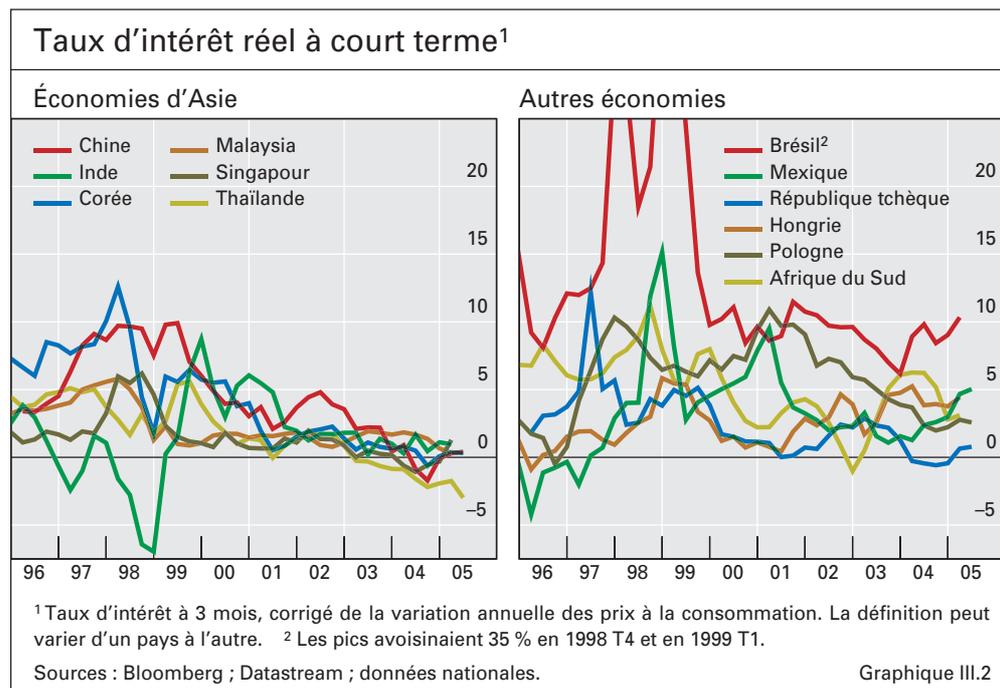
reconstituer leurs réserves. Par contre, les pays d'Europe centrale continuent d'enregistrer des déficits élevés.

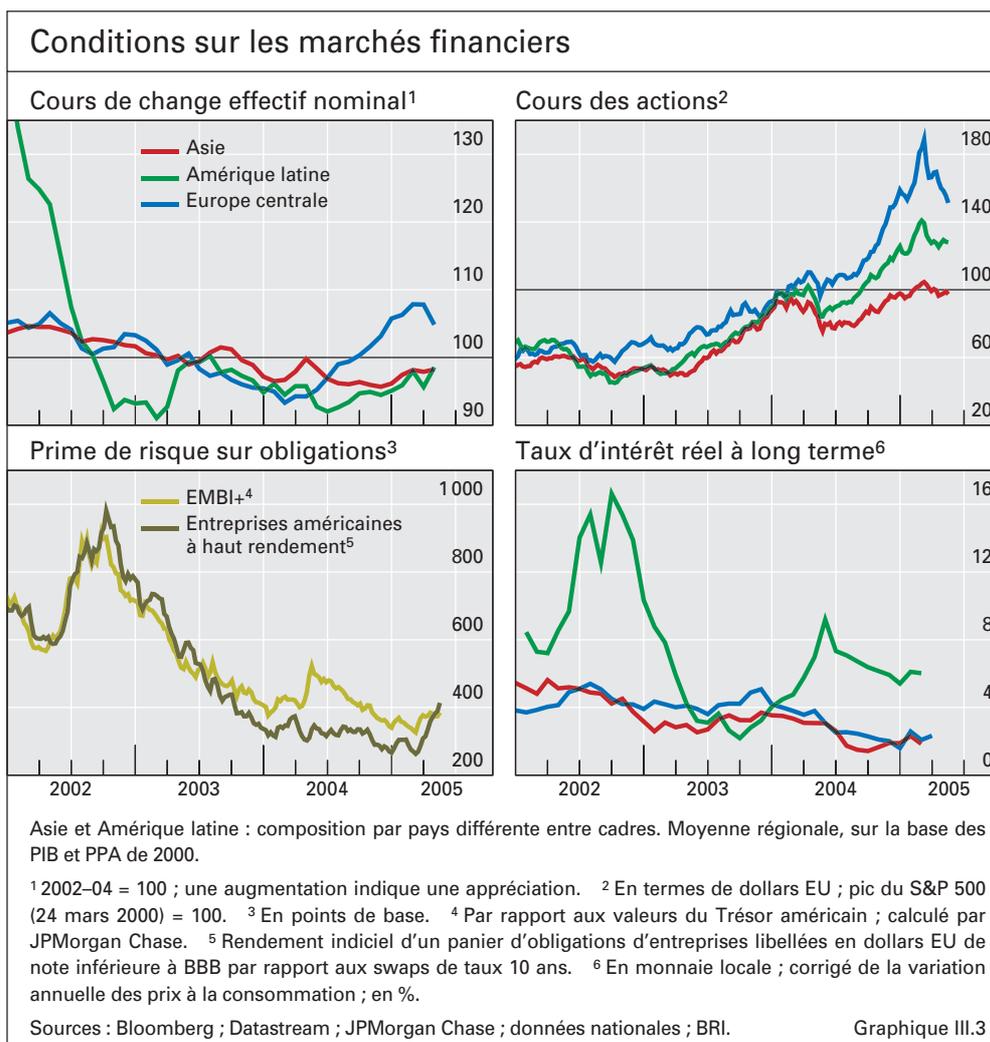
...d'importantes entrées de capitaux...

Deuxièmement, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques internes s'est souvent traduite par un rehaussement des notes de crédit qui, conjugué à l'abondance des liquidités dans le monde, a eu pour effet d'accroître les entrées de capitaux privés. La Chine en a bien bénéficié, avec une augmentation marquée non seulement de l'investissement direct, mais aussi des flux de portefeuille et des emprunts commerciaux privés ; les anticipations d'une réévaluation du renminbi y ont probablement contribué. L'investissement direct étranger a nettement progressé en Corée et en Inde, avec d'importants flux de portefeuille dans le second cas. Les entrées de capitaux se sont accrues en Asie du Sud-Est aussi, même si les chiffres sont restés faibles par rapport aux niveaux d'avant les crises financières de 1997-98. En Amérique latine, les pays ont remboursé leur dette extérieure ou en ont refinancé une partie à des taux plus avantageux. Les entrées nettes totales dans les grands pays de la région se sont cependant quelque peu réduites. Les afflux de capitaux sont demeurés substantiels dans les pays d'Europe centrale et ont augmenté en Afrique du Sud.

...et le dynamisme de la demande intérieure

Troisièmement, la reprise de la demande intérieure a été générale. Même si plusieurs banques centrales ont récemment relevé leurs taux directeurs, partout la politique monétaire est demeurée accommodante, malgré la diminution des capacités inutilisées, dans certains cas. Les taux réels à court terme ont été presque nuls, voire négatifs, dans la plupart des économies d'Asie ces trois dernières années (graphique III.2, cadre de gauche) et sont restés historiquement bas dans une grande partie de l'Amérique latine et en Europe centrale. Dans nombre de cas, notamment en Asie, les pressions à la hausse sur la monnaie ont probablement maintenu les taux directeurs





au-dessous de leur niveau naturel, avec pour possibles conséquences de nouvelles baisses des rendements obligataires longs en termes réels et une montée des indices boursiers (graphique III.3).

En Asie, l'amélioration des conditions de financement et la confiance accrue des consommateurs et investisseurs se sont traduites par une augmentation des dépenses d'équipement. Sans avoir regagné le terrain perdu lors des crises de 1997-98, les ratios d'investissement ont progressé dans plusieurs économies du Sud-Est asiatique en 2004. Suite à des mesures de resserrement monétaire, la croissance nominale de l'investissement fixe en Chine s'est nettement ralentie en cours d'année. Cependant, le ratio investissement en capital fixe nominal/PIB a poursuivi son ascension, passant de 47 % en 2003 à 51 %, et l'investissement dans certains secteurs en surchauffe tels que l'immobilier est demeuré soutenu. En outre, les dépenses d'équipement dans les autres secteurs se sont fortement accrues, notamment parce que la demande a été réorientée par les mesures administratives. D'après des calculs reposant sur des données macroéconomiques, le rendement de certains placements semble avoir été exceptionnellement faible. Enfin, la consommation des ménages et les exportations sont restées dynamiques.

Vigueur de l'investissement en Asie...

...et rebond de la demande en Amérique latine

En Amérique latine, le rebond de la demande intérieure a été remarquable en 2004. La consommation des ménages s'est redressée en Argentine, au Brésil et au Venezuela, après son effondrement lors des crises récentes, et s'est encore raffermie au Chili et au Mexique. Plusieurs pays ont enregistré une progression record de l'investissement, allant de 10 % à 40 % en termes réels. Un scénario identique a été observé dans les grandes économies d'Europe centrale et orientale, où l'accroissement de l'investissement s'est situé entre 5 % et 10 % en Hongrie, en Pologne et en République tchèque. En Russie, la consommation reste le principal moteur de la demande intérieure, et l'investissement s'est ralenti. En Turquie, le regain de confiance qui a fait suite à la récente crise financière a été associé à une accélération marquée de la demande intérieure.

Défis posés par l'inflation

Cependant, l'expansion a également posé divers défis aux autorités. Ainsi, la vigueur de la demande et la hausse des cours des produits de base l'an passé ont quelquefois aggravé l'inflation. En Asie, par exemple, même si son niveau moyen n'a été que légèrement plus élevé qu'en 1995-2003 (tableau III.1), elle s'est accélérée dans plusieurs pays. En Chine, l'augmentation des prix à la consommation a dépassé 5 % au troisième trimestre, pour s'affaiblir les mois suivants, pendant que les prix à la production ont poursuivi leur essor. Sur l'année, l'inflation a atteint 8 % en Inde, avant de s'essouffler au début de 2005. En Amérique latine ainsi qu'en Europe centrale et orientale, l'inflation est demeurée historiquement faible en 2004, pour s'accélérer, toutefois, en Argentine au premier trimestre 2005, et au Brésil en avril.

Durcissement de la politique monétaire

Certains pays ont ainsi été amenés à durcir leur politique monétaire. La Chine et l'Inde ont fait appel à des mesures directes, comme l'accroissement des coefficients de réserves, et indirectes, en majorant les taux d'intérêt. La Thaïlande a procédé, pour sa part, à une augmentation massive de ses taux depuis août 2004 pour réduire les risques d'inflation. Aux Philippines et en Indonésie, les taux directeurs ont été relevés de 25 points de base en avril 2005. De même, les taux ont été orientés à la hausse dans plusieurs pays d'Amérique latine, Brésil et Mexique notamment.

Appréciation de la monnaie...

Par ailleurs, des excédents notables de balance des paiements ont, un peu partout, poussé les monnaies flottantes à s'apprécier plus fortement qu'auparavant par rapport au dollar (ou à l'euro, pour l'Europe centrale). Comme l'analyse le chapitre V, la plupart des autorités asiatiques ont continué d'intervenir, afin de freiner ce mouvement ou de geler le cours de change, provoquant une augmentation sans précédent de leurs réserves de change (tableau III.2). Presque partout dans la région, le cours de change effectif nominal a donc poursuivi son repli pendant la majeure partie de l'année, avant que la tendance ne s'inverse début 2005 (graphique III.3, cadre supérieur gauche). Comme indiqué ci-avant, l'accumulation de réserves semble avoir été assortie d'un durcissement monétaire relativement atténué.

...en raison de contraintes sur les interventions

Des tensions inflationnistes pourraient remettre en cause cette orientation accommodante. La rapide expansion du crédit aux ménages dans de nombreux pays l'an passé, accompagnée d'une hausse des prix immobiliers (infra), pourrait aussi précipiter un durcissement monétaire. Par ailleurs, les

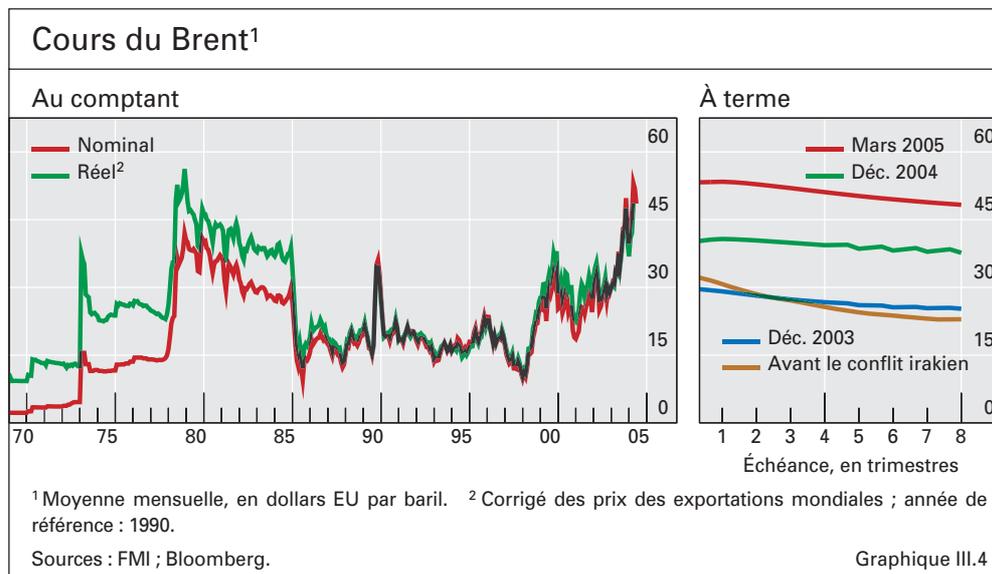
politiques d'intervention devraient peut-être être réexaminées. Le coût croissant de la détention des réserves n'est pas sans incidence budgétaire et peut même entraîner des pertes en cas d'appréciation irrésistible de la monnaie. Des doutes quant à la capacité de poursuivre ces interventions massives pourraient provoquer des afflux importants de capitaux spéculatifs. En Inde, les apports étrangers sur le marché boursier se sont nettement intensifiés en fin d'année. Simultanément, en Corée, les anticipations d'une appréciation de la monnaie semblent avoir incité les résidents à rapatrier leurs capitaux.

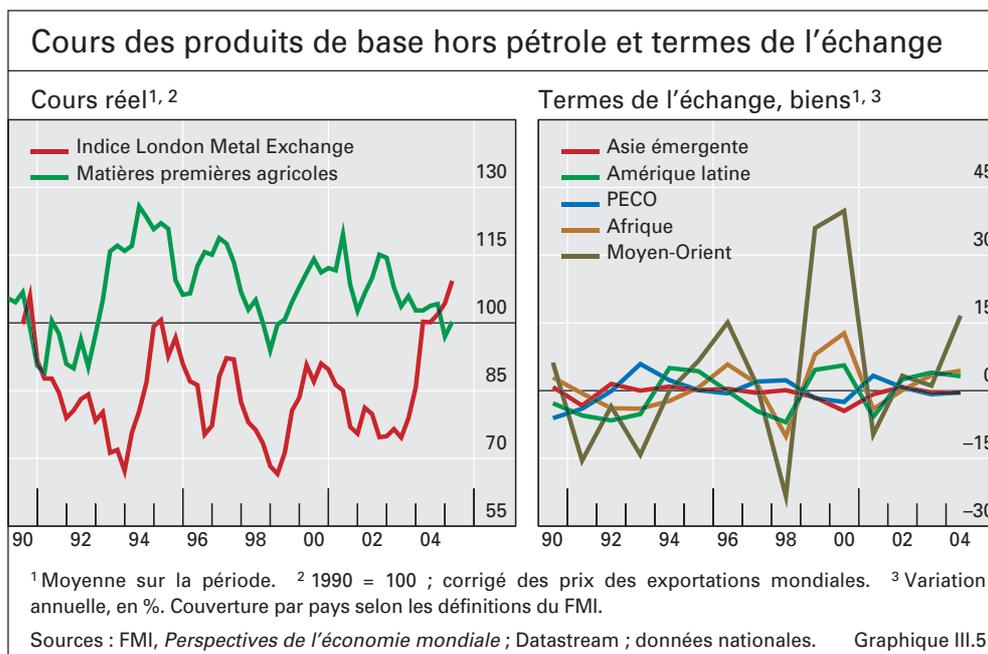
Renchérissement des produits de base : causes et effets

L'évolution des cours des produits de base a exercé une influence importante sur les économies émergentes. Depuis le début de 2002, les cours pétroliers, mesurés en dollars EU, ont grimpé de 150 %. La hausse, particulièrement marquée l'an dernier, a poussé les cours de record en record, avant un repli à la mi-mars 2005 (graphique III.4). Malgré tout, en termes réels, ils demeurent inférieurs aux niveaux observés lors du deuxième choc pétrolier de 1979 ; ceux des métaux ont également fortement rebondi après leur creux de la fin des années 90, sans toutefois dépasser leurs valeurs du début de 1990 (graphique III.5, cadre de gauche). Le renchérissement des principaux intrants industriels tels que le cuivre, le plomb et le charbon, qui était modéré en 2003, s'accélère depuis le début de 2004.

L'évolution des cours des produits de base a plusieurs origines communes. Le puissant essor de l'industrie manufacturière dans le monde a stimulé la demande de matières premières et, compte tenu de la faible élasticité de l'offre à court terme, a provoqué leur renchérissement. L'un des éléments clés est la dépendance accrue de la croissance mondiale envers certaines économies d'Asie fortes consommatrices de pétrole. La hausse de la demande globale de pétrole est passée de moins de 1 % en 2002 à 3 1/2 % en

L'explosion de la demande de pétrole...





2004. À elle seule, la Chine a représenté environ un tiers de la progression de 2004, et les autres économies d'Asie 17 %.

...et le resserrement de l'offre...

Dans le même temps, en dépit de l'augmentation de la production hors OPEP, l'offre mondiale s'est progressivement resserrée, reflet d'une longue période de sous-investissement. La capacité excédentaire de l'OPEP (à l'exclusion de l'Irak) est tombée à de très bas niveaux ces derniers mois – entre 1 et 2 millions de barils par jour, soit environ 2 % de l'offre mondiale. Ces conditions ont amplifié la réaction des cours pétroliers à des facteurs défavorables récents, tels que l'incertitude croissante entourant les livraisons en provenance du Moyen-Orient et les dysfonctionnements récurrents dans la production hors OPEP. Des difficultés temporaires de capacités de raffinage ont également contribué à élargir les écarts de prix : la différence entre le Brent (brut léger) et le Dubaï (brut lourd de référence) est passée de moins de \$3 le baril en 2003 à environ \$14 à la mi-octobre 2004, avant de bien retomber ces derniers mois.

...pourraient modifier l'évolution future des cours

En outre, les anticipations tablant sur des cours pétroliers élevés à moyen terme ont eu une incidence majeure. Par exemple, au début du cycle, lorsque les cours au comptant sont fortement montés, les cotations à terme ont augmenté moins rapidement ou ont même baissé, car le choc était estimé temporaire. En février 2003, le Brent comptant excédait de 27 % le terme 1 an. Par contre, ces derniers mois, le comptant et le terme ont eu tendance à évoluer en parallèle. La progression des cotations à terme sur l'ensemble des échéances depuis le début de 2003 (graphique III.4, cadre de droite) semble annoncer que les cours pétroliers s'orienteront à la hausse.

Le bas niveau actuel des taux d'intérêt réels a constitué un autre facteur d'influence. Face à des rendements d'actifs financiers faibles ou en diminution, ainsi qu'à la majoration de la prime de rareté du pétrole, certains spéculateurs se sont tournés vers les produits de base. Le fait d'avoir davantage recours à ces produits pour se couvrir contre une dépréciation du dollar peut aussi avoir accentué cette tendance, comme l'illustre la forte progression récente des

positions à terme sur pétrole prises par cette catégorie d'investisseurs. Entre janvier 2002 et mars 2005, les positions longues sur le New York Mercantile Exchange – principal segment du marché pétrolier à terme – ont plus que triplé ; or, durant la même période, la part des investisseurs non commerciaux est passée d'environ un quart à deux cinquièmes (chapitre VI).

L'envolée des cours des produits de base a nettement amélioré les termes de l'échange de la plupart des pays qui en exportent (graphique III.5, cadre de droite). L'an dernier, le surcroît de recettes dû à l'augmentation des cours pétroliers aurait dépassé 8 % du PIB pour les pays exportateurs. Des gains importants ont également été réalisés par les grands exportateurs d'autres produits de base, comme le Brésil, le Chili (+80 % pour les recettes tirées du cuivre), ainsi que plusieurs pays d'Afrique.

Amélioration des termes de l'échange des exportateurs...

Les pays exportateurs de pétrole ont eu du mal par le passé à gérer leur manne financière, tout particulièrement en 1979 lors du deuxième choc pétrolier. Souvent considérées comme permanentes, ces recettes ont ainsi conduit à des augmentations structurelles des dépenses publiques. Lorsqu'elles se sont révélées temporaires, elles ont fait apparaître des déséquilibres sous-jacents, qui se sont trouvés amplifiés par une monnaie forte et une compétitivité affaiblie. L'effondrement ultérieur des cours pétroliers dans les années 80 avait alors été source de problèmes pour nombre de pays.

Dans le cycle actuel, ce surcroît de recettes semble avoir été mieux géré. De nombreux pays se sont dotés de procédures (telles que fonds de stabilisation des produits de base) et de règles budgétaires spécifiques pour faire face à la volatilité des rentrées financières. Ainsi, l'an dernier, le Mexique a transféré \$1 milliard de revenus pétroliers excédentaires à un fonds de stabilisation pétrolier créé en 2000 et a affecté un autre montant substantiel à des investissements d'infrastructure, y compris dans le secteur pétrolier. En Algérie, l'encours du fonds de stabilisation pétrolier, constitué début 2000, a fortement augmenté, en termes de PIB, en décembre 2004. La Russie est également pourvue d'une telle structure depuis l'an passé. Par ailleurs, une large part des recettes pétrolières a été affectée au remboursement de la dette. Depuis 2002, l'Arabie Saoudite a réduit de 32 points de pourcentage son ratio dette publique/PIB. Les remboursements ont été également significatifs en Algérie et en Russie. Enfin, dans la mesure où les apports aux fonds de stabilisation ont été investis à l'étranger ou ont servi à des remboursements, ils peuvent avoir modéré à court terme l'appréciation de la monnaie.

...mieux gérée qu'auparavant, toutefois

Cependant, une forte demande à l'échelle mondiale, conjuguée à une envolée généralisée des cours des produits de base, risquerait d'entraîner une augmentation des capacités de production qui pourrait se révéler non rentable. Si le rattrapage de l'offre se produit au moment où la demande fléchit, les cours pourraient se replier brutalement, comme l'expérience l'a montré. L'interdépendance croissante avec les marchés financiers en accentuerait encore la volatilité. Ces considérations expliqueraient en partie la modération des investissements dans ce secteur en dépit des gains accrus.

Pour les pays importateurs, l'augmentation des cours pétroliers avive l'inflation et pèse sur la demande globale ; or, l'Asie est très dépendante du pétrole, pour sa production notamment (tableau III.3). Selon des estimations

L'augmentation des cours pétroliers...

Pétrole : importations nettes et consommation						
	Importations nettes ¹			Consommation ²		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asie	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 ³
Chine	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
Corée	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
Inde	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 ³
Autres ⁴	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 ³
Amérique latine ⁵	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 ³
Europe centrale ⁶	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 ³
G 7	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

¹ Pétrole, dérivés du pétrole et produits connexes (nomenclature CTIC Rév. 3) ; en % du PIB nominal. Un chiffre négatif indique des exportations nettes. ² Barils par unité de PIB, aux cours du pétrole et du dollar EU de 1995. ³ 2002. ⁴ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁶ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Sources : Nations Unies, base de données relatives au commerce des produits de base (Comtrade) ; OMC ; US Energy Information Administration ; données nationales. Tableau III.3

de l'Agence internationale de l'énergie, une hausse durable de \$10 le baril réduirait de près de 1 point de pourcentage en un an la croissance du PIB de l'Asie et pourrait accroître l'inflation de 1½ point.

...a un impact réduit

Jusqu'à présent, le renchérissement du pétrole ne semble guère avoir eu d'impact majeur sur les économies émergentes importatrices. La vigueur de la demande mondiale et la hausse généralisée des prix des exportations asiatiques en ont partiellement neutralisé les effets défavorables sur les termes de l'échange. Ainsi, alors qu'ils avaient fléchi de 1 % environ en 2000-02, les prix des exportations des économies en développement d'Asie ont fait un bond de plus de 7 % ces deux dernières années.

L'inflation est relativement basse...

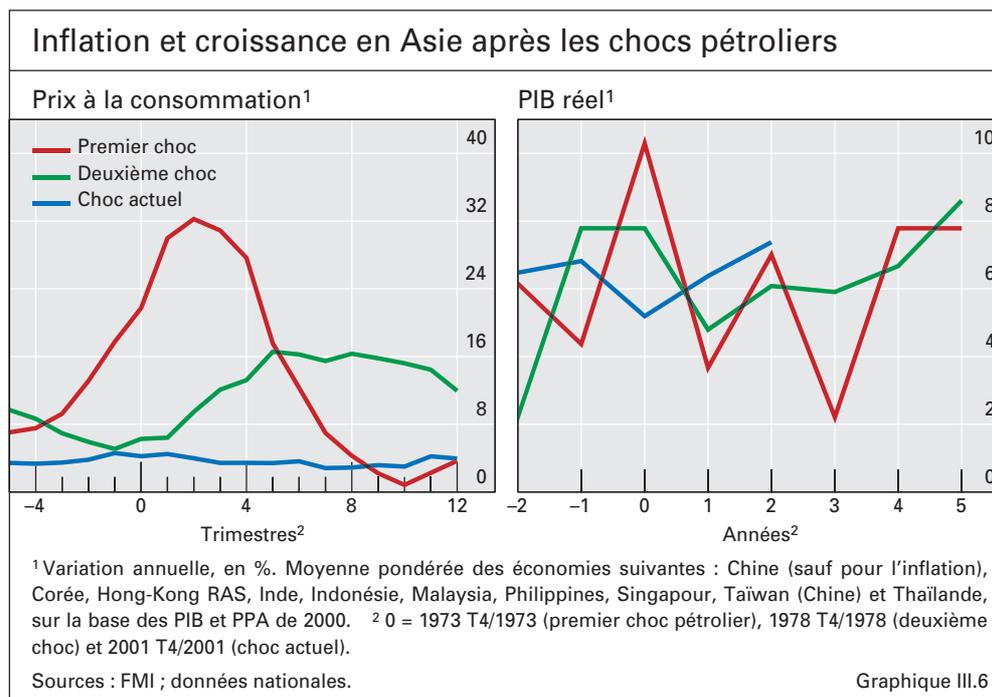
Une telle évolution aurait dû, en fait, accélérer l'inflation intérieure. Bien qu'on observe une augmentation de l'indice général des prix, surtout en Inde et aux Philippines, l'impact est demeuré assez limité, dans l'ensemble. Ce constat tranche nettement avec ce qui s'est passé lors des chocs pétroliers de 1973 et de 1979, quand des tensions inflationnistes avaient affecté l'ensemble du continent asiatique (graphique III.6).

...en raison d'une conjoncture différente...

Plusieurs explications peuvent être avancées. Premièrement, les caractéristiques conjoncturelles sont différentes. Lors des chocs antérieurs, l'accélération de l'inflation avait précédé la hausse des cours du pétrole : l'impact sur l'offre accompagnait donc une inflation bien plus élevée. Dans le contexte actuel, au contraire, l'augmentation des cours pétroliers a succédé à plusieurs années de basse inflation et d'anticipations mieux maîtrisées, ce qui a limité les effets induits (infra).

...et de larges subventions pétrolières en Asie

Deuxièmement, plusieurs économies d'Asie qui appliquent des prix administrés pour les produits pétroliers ne les ont pas relevés, ce qui est revenu à accorder directement des subventions : celles-ci sont demeurées élevées, l'an dernier, en Inde, Indonésie, Malaysia et Thaïlande. Certains pays ont également réduit les taxes sur les importations et les ventes de pétrole, afin de compenser en partie la montée des prix mondiaux. Ces politiques ont eu inévitablement pour effet d'affaiblir les positions budgétaires, de



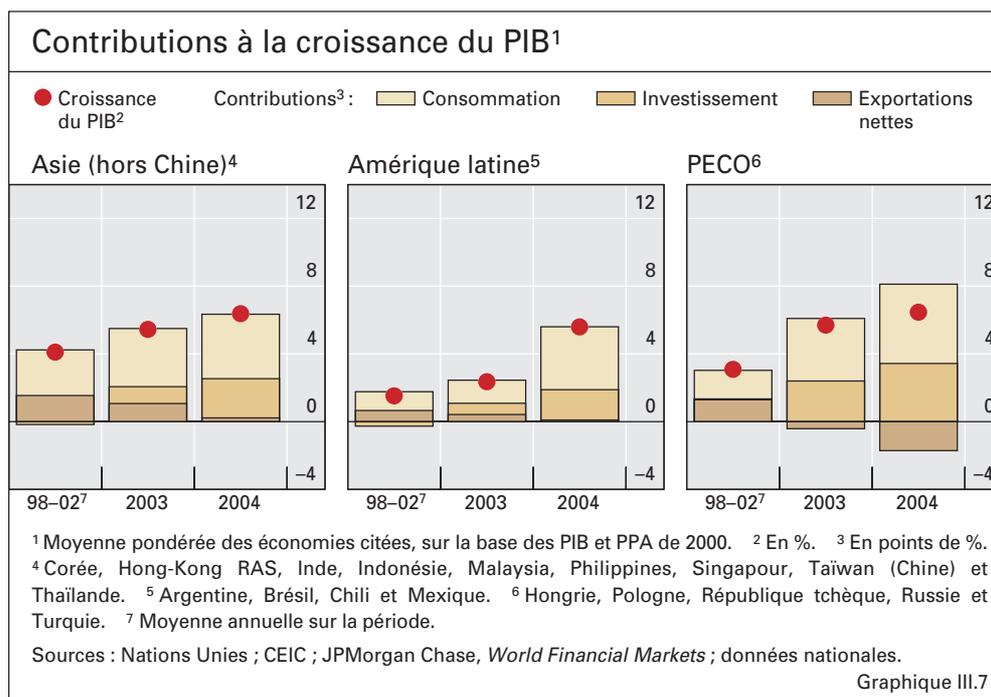
contrecarrer les efforts de réduction de la consommation de pétrole et, partant, d'accroître la dépendance à son égard. C'est pourquoi de nombreuses économies asiatiques commencent depuis peu à répercuter l'augmentation des cours pétroliers sur les consommateurs. Troisièmement, dans certains pays à régime de change souple, l'appréciation de la monnaie vis-à-vis du dollar a pu contribuer à limiter l'incidence directe du renchérissement.

Facteurs de résistance aux chocs extérieurs

Les autorités doivent souvent composer avec une structure budgétaire encore fragile, la mise en œuvre d'un cadre plus formalisé de politique monétaire et une plus grande sensibilité aux chocs financiers extérieurs. Pourtant, plusieurs évolutions des deux dernières années pourraient avoir rendu les économies émergentes plus résistantes à ces chocs.

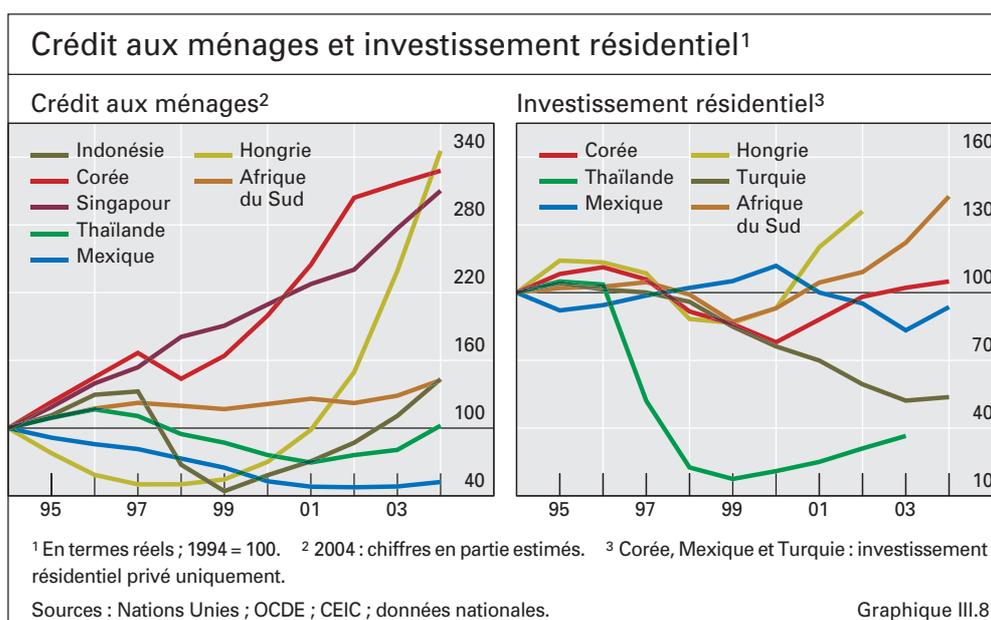
Premièrement, la demande intérieure joue depuis deux ans un rôle bien plus important (graphique III.7), ce qui pourrait amortir les effets d'une chute de la demande globale, et elle pourrait se trouver renforcée par les réformes structurelles visant à stimuler l'investissement privé. En Asie, la croissance fait suite à une période de restructuration des entreprises, caractérisée par une réduction de l'endettement et une augmentation de la rentabilité. En Corée, par exemple, le ratio dette/fonds propres du secteur manufacturier est revenu de près de 400 %, fin 1997, à quelque 100 %, fin mars 2004. En Inde, l'essor des bénéfices a alimenté la dépense des entreprises. En Amérique latine, d'importantes réformes structurelles ont contribué à améliorer la confiance des investisseurs. Ainsi, au Chili et au Mexique, les dépenses d'équipement ont été soutenues par des gains de productivité substantiels. En Europe centrale et orientale, la convergence vers l'Union européenne a amplifié les afflux de capitaux et favorisé l'investissement étranger dans la région.

Influence du renforcement des bilans des entreprises...



...et des dépenses
des ménages

Deuxièmement, les ménages ont tenu une place plus importante dans la demande intérieure que lors des cycles précédents. Dans bien des pays où le parc immobilier était inadéquat, on a observé une forte progression de l'investissement résidentiel (graphique III.8) ainsi que des achats de biens durables. Si la faiblesse des taux hypothécaires et du crédit à la consommation était attrayante pour les ménages, les banques ont aussi été davantage disposées à leur accorder des prêts, les crises asiatiques ayant négativement affecté les résultats des entreprises. D'autres facteurs ont également joué, notamment la libéralisation du marché du crédit et l'intensification de la concurrence dans l'offre de services bancaires aux particuliers, sous l'impulsion des banques étrangères, bien souvent.



Dans les pays où le ratio endettement/revenu des ménages demeure faible et où le système bancaire est capable de gérer les nouveaux types de risques inhérents aux cartes de crédit et à l'immobilier, les établissements pourraient, sans difficulté, encore accroître leurs prêts aux particuliers. Dans de nombreux pays, la demande de logements et de biens de consommation semble alimentée par l'augmentation structurelle du revenu des ménages et l'essor de l'urbanisation ainsi que par une prise de conscience que l'accession à la propriété est devenue possible. En Inde, par exemple, cette tendance a bénéficié du développement des classes moyennes. Certains crédits aux ménages sont en fait octroyés à de petits entrepreneurs, ce qui traduit sans doute la place grandissante des services. Un autre élément particulièrement important a joué en Amérique latine : le recul récent de la volatilité des taux d'intérêt, qui freinait l'expansion du crédit hypothécaire.

La vigueur de la demande des ménages est en partie structurelle...

Il convient toutefois de ne pas mésestimer certains risques, à commencer par celui d'un surendettement possible des ménages. Comme le montre l'expérience de la Corée, une forte élévation de leur ratio endettement/revenu pourrait compromettre leurs dépenses futures ; d'ailleurs, une correction a ramené ce ratio d'environ 64 %, au sommet de la bulle des cartes de crédit en 2002, à 60 % fin 2004. Après plusieurs trimestres de repli, la consommation privée ne s'est accrue que vers la fin de 2004. Un autre risque réside dans la possibilité que l'expansion rapide du crédit aux ménages conduise à une surchauffe de l'immobilier. En Thaïlande, par exemple, les prix de l'immobilier augmentent rapidement depuis 2003. En Chine, au premier trimestre 2005, la hausse avoisinait 20 % par an à Shanghai et 10 % dans l'ensemble du pays. Un recul de ces prix pourrait affecter le système financier (infra).

...mais comporte un risque de surendettement

Le troisième développement a été l'accroissement de l'exposition envers la Chine. L'excédent commercial des principales économies émergentes avec ce pays s'est chiffré à \$30 milliards l'an dernier, contre quelque \$7 milliards en 2000. Pour des raisons de proximité et de complémentarité, l'impact a été ressenti surtout en Asie, mais les répercussions sur l'Amérique latine ont aussi été importantes. En outre, la Chine a contribué à l'amélioration des termes de l'échange de la plupart des exportateurs de produits de base.

Exposition accrue envers la Chine

La présence accrue de la Chine sur certains marchés d'exportations pourrait, cependant, être une source de nouveaux défis pour les autres économies émergentes. Dans le textile, la Chine a largement augmenté ses exportations depuis l'abolition des quotas, début 2005 ; en outre, comme elles bénéficient d'avantages en termes de coûts et de productivité, la Chine et l'Inde devraient renforcer leur présence, contraignant ainsi les autres exportateurs à s'ajuster.

Des finances publiques moins vulnérables ?

L'an dernier, le ratio déficit budgétaire/PIB a baissé dans plusieurs économies émergentes (tableau III.4). En Asie, par exemple, le niveau moyen des déficits a diminué par rapport à leurs valeurs élevées de 2001 et 2002, quand de nombreux pays avaient adopté des mesures de relance pour stimuler la demande intérieure. Néanmoins, les déséquilibres restent marqués en Inde et aux Philippines, et les ratios endettement/PIB se sont accrus dans certains

Solde budgétaire, dette publique et dette extérieure ¹								
En % du PIB								
	Solde budgétaire			Dette publique			Dette extérieure totale	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asie ²	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
Chine	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
Inde ³	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Autres ^{2, 4}	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
Amérique latine ^{2, 5}	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentine	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brésil	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
Mexique	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europe centrale ^{2, 6}	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Afrique du Sud	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19
Russie	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Turquie	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53

¹ Les définitions diffèrent selon les pays. Certains chiffres pour 2004 correspondent à des estimations ou des projections.
² Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ³ Dette publique : administrations centrales et États fédérés ; année budgétaire commençant en avril. ⁴ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Mexique et Pérou. ⁶ Hongrie, Pologne et (sauf pour la dette extérieure) République tchèque.

Sources : Banque asiatique de développement ; Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC) ; Commission européenne, *Economic Forecasts* ; FMI ; Institute of International Finance (IIF) ; JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators* ; Moody's ; données nationales.

Tableau III.4

cas. En Chine, malgré un mieux, les ratios traditionnels ne reflètent pas les importants passifs éventuels liés au coût effectif et potentiel de la restructuration du secteur bancaire (infra).

Faiblesse des déficits budgétaires en Amérique latine

Une amélioration significative des soldes budgétaires a été observée récemment en Amérique latine – en particulier dans les pays dépendant des marchés financiers mondiaux. En Argentine, l'excédent primaire du gouvernement fédéral s'est accru, passant d'un peu plus de 2 % du PIB en 2003 à 4 % en 2004, au-delà donc de l'objectif de 2½ % convenu avec le FMI. En janvier 2005, les pouvoirs publics ont relancé le programme de restructuration de la dette qu'ils avaient annoncé l'an dernier. S'il est mené à bien, ses retombées budgétaires seront substantielles à moyen et long terme. De même, le Brésil, dont l'excédent primaire a dépassé 4½ %, a enregistré en 2004 une baisse du ratio de sa dette publique nette, la première en dix ans. Le ratio a également diminué au Chili, au Mexique et au Pérou, qui ont soit renforcé leur excédent primaire, soit utilisé une partie des recettes engendrées par le renchérissement des produits de base pour réduire leur dette.

Meilleure composition de la dette

Dans plusieurs cas, la composition de la dette s'est également améliorée. D'abord, le recours à l'emprunt intérieur s'est développé dans les pays à structure budgétaire fragile. Au Brésil et au Mexique, par exemple, la part de la composante interne dans l'encours total de la dette publique s'est étoffée de quelque 5 points de pourcentage l'an dernier. Ensuite, la part du court terme dans la dette intérieure totale a baissé dans certains pays, ce qui a réduit le risque de refinancement. Enfin, plusieurs autorités budgétaires ont pu diminuer leur exposition au risque de change. Ainsi, au Brésil, la proportion

des obligations indexées sur le dollar dans la dette intérieure totale a été ramenée de 37 %, fin 2002, à 10 %, fin 2004.

De même, la situation budgétaire s'est nettement améliorée en Turquie depuis la crise de 2001. L'excédent primaire consolidé du secteur public a atteint 6½ % du PIB l'an dernier et les autorités ont réduit de 36 %, fin 2001, à 18 %, fin 2004, la part des titres exposés au risque de change dans leur endettement intérieur. L'amélioration de sa position budgétaire a permis au pays de conclure un nouvel accord de confirmation avec le FMI en mai 2005.

À l'inverse, en Europe centrale, les déséquilibres budgétaires demeurent élevés. L'an passé, la Hongrie a ramené son déficit à 4½ % du PIB, contre plus de 7 % en 2002–03. Le déficit de la Pologne pour 2004 a été inférieur à la projection d'origine, grâce à une croissance économique rapide, mais il reste important.

En Afrique, les soldes budgétaires se sont généralement améliorés, en raison d'une croissance plus soutenue et d'un renchérissement des produits de base ainsi que des efforts consentis pour renforcer la gestion des finances publiques. Avec l'augmentation des dépenses d'infrastructure et dans le domaine social, l'Afrique du Sud a mené une politique budgétaire expansionniste.

Une raison de se montrer optimiste au sujet de la pérennité de ces récentes améliorations tient au fait que des lois de discipline budgétaire ont, dans certains cas, été mises en œuvre. Un exemple notable est celui du Chili, qui a instauré en 2000 une règle d'excédent budgétaire structurel de 1 % du PIB, respectée aussi bien en période de ralentissement conjoncturel que de reprise. Avec l'augmentation des recettes tirées du cuivre, l'excédent est monté à plus de 2 % du PIB l'an passé. Au Brésil, la loi de responsabilité budgétaire de 2000 a eu un effet analogue en fixant un objectif d'excédent primaire à chaque échelon des pouvoirs publics et en interdisant les programmes de dépenses non financés à caractère permanent, protégeant ainsi les engagements budgétaires des échéances électorales. Cette loi a probablement renforcé la confiance des investisseurs et réduit l'importante prime de risque que le pays devait acquitter sur sa dette en devises. Des lois similaires ont été adoptées dernièrement par la Colombie, l'Inde et le Pérou, notamment.

Cet optimisme doit toutefois être tempéré. Les conditions économiques de ces deux dernières années ont été très favorables aux autorités budgétaires. Tandis qu'une vigoureuse croissance a stimulé les recettes fiscales, la faiblesse des taux d'intérêt nationaux et étrangers, conjuguée à l'appréciation des monnaies, a nettement allégé les coûts du service de la dette. Pourtant, les niveaux d'endettement sont souvent encore trop élevés. Pour certains pays, la forte proportion de la dette à taux variable ou à court terme dans l'endettement intérieur total pourrait être source de risques importants quand l'assouplissement monétaire actuel prendra fin. Au Brésil et en Turquie, par exemple, la dette à taux variable représentait, fin 2004, respectivement 50 % et 40 % environ de la dette totale. En Asie, vu le coût substantiel des subventions aux produits pétroliers, les soldes budgétaires restent particulièrement vulnérables au renchérissement du pétrole.

Ces améliorations budgétaires peuvent-elles durer ?

Stabilisation de l'inflation ?

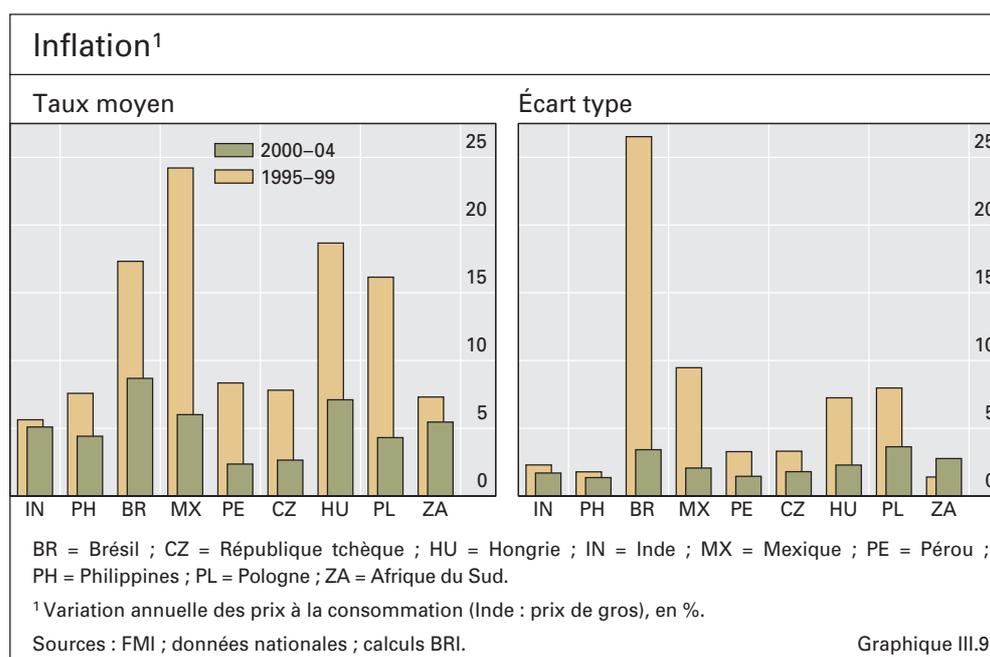
Le taux moyen d'inflation dans les économies émergentes a fléchi, revenant de 13 % dans la seconde moitié de la décennie 90 à 5 1/2 % en 2000–04. Les reculs les plus remarquables ont eu lieu dans des pays ayant affiché une inflation modérée, voire forte (graphique III.9). Dans le même temps, la volatilité de l'inflation a, le plus souvent, nettement diminué. Dans la mesure où la hausse des prix apparaît maîtrisée, cela pourrait renforcer la confiance des investisseurs et réduire les primes de risque. Dans ce contexte, les banques centrales devraient disposer d'une plus grande souplesse face aux chocs de l'économie réelle, y compris ceux provenant des prix relatifs.

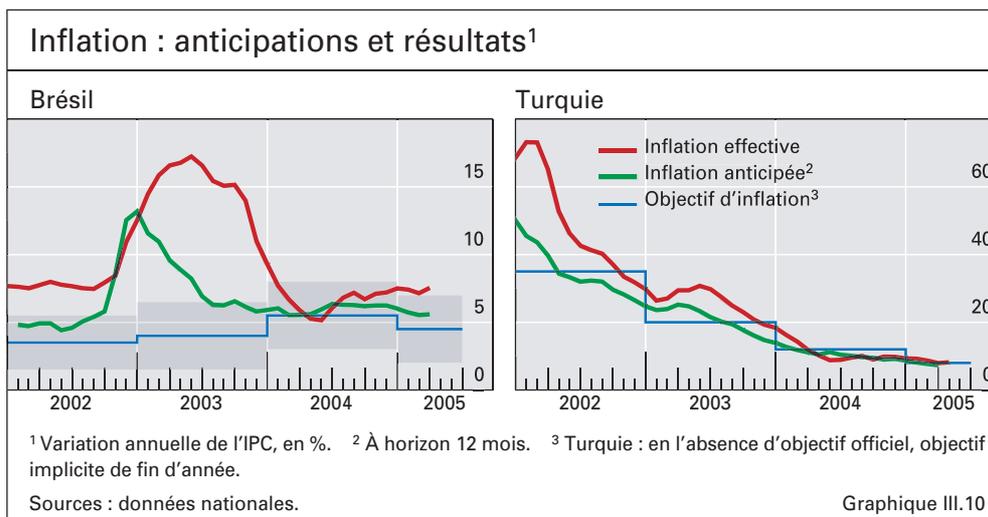
Nouveaux régimes monétaires favorables à une faible inflation

Comme le montre le chapitre II, l'inflation est revenue à de bas niveaux, sous l'effet de diverses tendances de fond : perméabilité accrue des marchés à la concurrence ; répercussions atténuées des variations de change et des cours des produits de base sur la consommation finale ; gains de productivité significatifs dans certains cas. En toute logique, l'inflation sous-jacente est restée faible dans maintes économies émergentes (graphique II.4). Toutefois, le recul de l'inflation traduit également la maturation des nouveaux cadres de politique monétaire à objectif explicite d'inflation ou axés sur la maîtrise de l'inflation. Dans les douze plus grandes économies émergentes à objectif explicite d'inflation, le taux moyen a été ramené à 5 %, contre 11 % les trois années antérieures.

Des banques centrales plus crédibles

Dans plusieurs cas, l'assainissement des politiques monétaire et budgétaire paraît s'être traduit par une plus grande crédibilité des autorités et par des anticipations d'inflation ancrées à la baisse. Ainsi, ces dernières années, les taux à long terme se sont généralement stabilisés, particulièrement en Amérique latine. De surcroît, les anticipations d'inflation semblent s'être nettement modérées dans des pays où elles avaient été élevées et volatiles. Au Brésil, par exemple, les effets conjugués des politiques budgétaire et monétaire ont réduit l'inflation, après le dépassement de l'objectif en 2002. En outre, le





secteur privé a été très réactif, en révisant radicalement en baisse ses prévisions d'inflation (graphique III.10). Un phénomène analogue s'est produit en Turquie, où l'inflation réelle et anticipée s'est stabilisée au-dessous de 10 % ces derniers mois. Néanmoins, dans les deux cas, les taux d'intérêt réels demeurent élevés, ce qui laisse penser que la crainte de l'inflation n'a pas totalement disparu, même si le niveau moyen des anticipations est bien plus faible.

Une position extérieure moins vulnérable ?

Les excédents de paiements courants et les réserves de change des économies émergentes se sont accrus, grâce notamment à des politiques macroéconomiques plus responsables et stables. Les ratios endettement extérieur/PIB ont également diminué (tableau III.4) ainsi que ceux du service de la dette. Le Chili, par exemple, a utilisé ses réserves pour rembourser sa dette interne à court terme en devises, pendant que la Russie les a en partie affectées au règlement de ses emprunts auprès du FMI. Des progrès de cette nature se sont traduits par une série de rehaussements de notations souveraines au second semestre 2004.

Le principal point faible réside peut-être dans la possibilité d'un retournement du cycle international de crédit, susceptible de provoquer simultanément une détérioration des termes de l'échange et une augmentation des primes de risque. Une deuxième préoccupation tient à l'importance de l'endettement extérieur à court terme dans certains cas. En 2004, il avoisinait 11 % du total pour l'Asie et 13 % pour l'Amérique latine (soit respectivement 3 % et 6 % du PIB). Diverses explications peuvent être avancées : les difficultés d'accès des émetteurs du secteur privé au crédit extérieur à long terme et l'avantage apparent de l'endettement à court terme. De surcroît, certains gouvernements semblent avoir misé davantage sur l'accumulation de réserves de change que sur un allongement des échéances pour réduire la vulnérabilité de la dette extérieure.

L'accroissement des réserves a été particulièrement marqué, en Asie comme ailleurs. Les coûts de financement ont été réduits par la relative faiblesse des taux d'intérêt intérieurs. Au Brésil, la banque centrale a accumulé

Possibilité de retournement du cycle de crédit

Risques associés aux réserves

des réserves de change avant la décision du gouvernement de mettre un terme au programme du FMI, en mars 2005. Dans de nombreux cas, cependant, les réserves de change dépassent à présent les niveaux jugés adéquats. Fin 2004, par exemple, le ratio réserves brutes/endettement extérieur à court terme était presque partout bien supérieur au seuil conventionnel de 1. Face à cette situation, et conscient du coût d'opportunité des réserves, le Mexique a cherché à en limiter la croissance en vendant automatiquement la partie excédant un certain seuil.

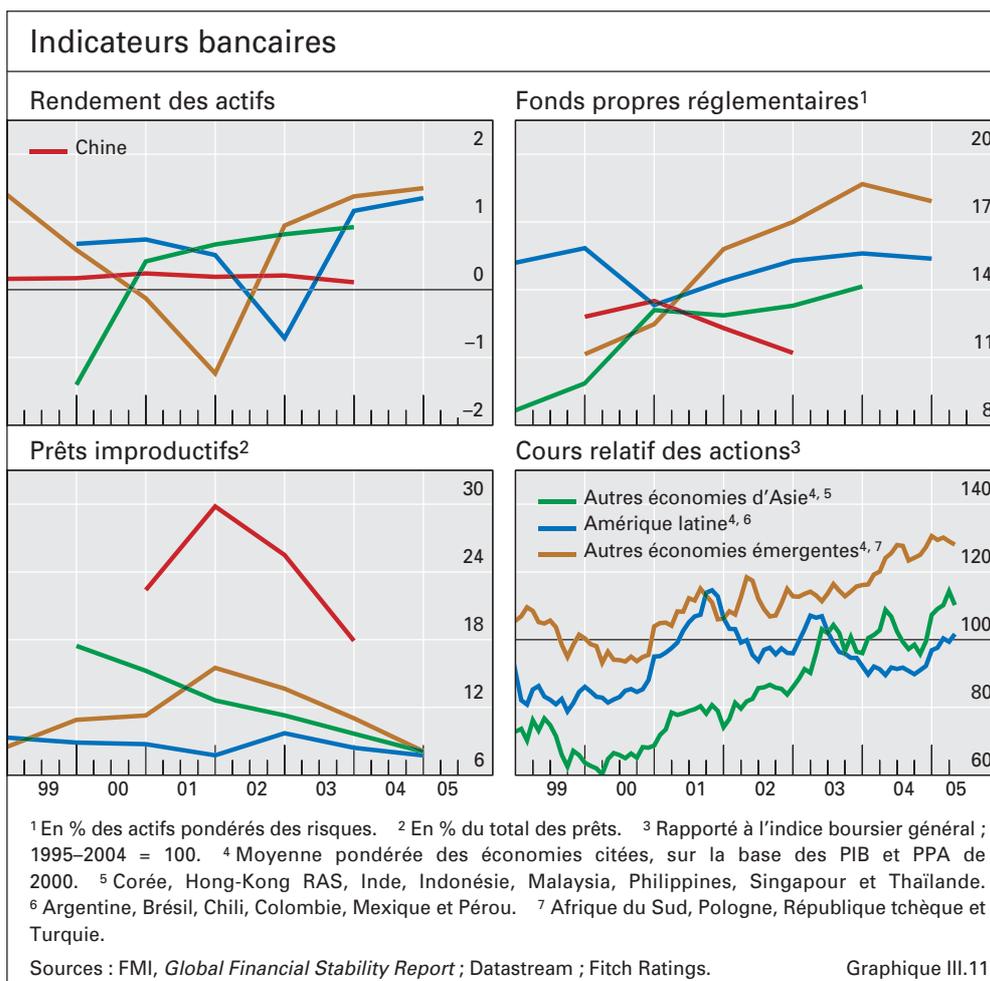
Les systèmes bancaires sont-ils plus solides ?

De meilleurs
résultats...

Les perspectives à moyen terme des économies émergentes se sont améliorées grâce à une hausse sensible et généralisée des résultats des banques. Premièrement, la rentabilité, mesurée par les rendements sur actifs (graphique III.11, cadre supérieur gauche), a eu tendance à s'accroître, surtout en 2004, année de bénéfiques records dans plusieurs pays. Des facteurs conjoncturels, tels qu'une forte croissance et de faibles taux d'intérêt dans le monde, ont certainement joué un rôle. En Inde, par exemple, la vigueur de la demande et la reprise de l'activité industrielle ont entraîné une augmentation des prêts et des revenus d'intérêts correspondants, tandis que la baisse des taux longs, de 2001 à 2004, a permis aux banques de réaliser des profits sur ventes de titres d'État. En outre, plusieurs systèmes financiers sont en passe de surmonter des difficultés initiales. En Corée, par exemple, les établissements ont multiplié leurs résultats par cinq en 2004, avec l'atténuation des problèmes liés aux crédits aux particuliers.

...des bilans
plus solides...

Deuxièmement, les banques ont amélioré la qualité de leurs bilans. Leurs ratios de fonds propres réglementaires se sont souvent renforcés (graphique III.11, cadre supérieur droit), comme au Brésil ces dernières années, où ils se sont établis en moyenne à 18,3 % en 2004, bien au-delà du minimum requis (11 %). Leur niveau avoisinait 12 % en Corée et en Thaïlande et dépassait 20 % en Turquie. Il arrive que l'élévation des ratios reflète une recapitalisation du système bancaire soit par les pouvoirs publics, après les crises de la fin des années 90, soit par l'investissement direct étranger. Cependant, la progression de la rentabilité, parfois associée à une contraction notable des prêts improductifs, a également joué un rôle important. La réduction de ce type de prêts a été particulièrement prononcée en Asie (graphique III.11, cadre inférieur gauche), même si leur volume reste problématique aux Philippines, en Thaïlande et en Chine (infra). Bien que les chiffres traduisent manifestement des améliorations, il convient de les interpréter avec prudence. En effet, l'augmentation des ratios de fonds propres peut n'être due, dans certains cas, qu'à une diminution temporaire des actifs pondérés des risques, car une baisse de la volatilité des prix des actifs bancaires dans l'environnement financier relativement favorable peut conduire à sous-estimer les risques de marché. Ces ratios peuvent donc de nouveau fléchir si la volatilité s'accroît. D'autres questions sur la mesure de l'adéquation des fonds propres dans les économies émergentes sont examinées ci-après.



L'amélioration des résultats des banques a eu des répercussions positives sur le sentiment des marchés. Comme le montre le graphique III.11 (cadre inférieur droit), le ratio de l'indice des actions bancaires par rapport à l'indice large a eu tendance à augmenter, ces dernières années, ou n'a pas varié dans la plupart des grandes régions, même lorsque les cours des actions ont généralement monté. Dans les économies d'Asie, à l'exception de la Chine, les actions des banques se sont fort bien comportées en moyenne, avec cependant des différences marquées d'un pays à l'autre. En Inde, l'indice relatif a plus que doublé depuis 2000, mais il n'a pas bougé en Indonésie. Il s'est même affaibli en Corée et à Singapour et a chuté aux Philippines et en Thaïlande. En Amérique latine, il a fait mieux au Mexique que la moyenne de la région (inchangée). Enfin, il a augmenté dans l'ensemble en Europe centrale ainsi qu'en Turquie et en Afrique du Sud, mais a fortement baissé en Russie depuis la crise de 1998.

Un indice largement utilisé, qui mesure la capacité de résistance sous-jacente des systèmes bancaires en évaluant la probabilité qu'un établissement financier nécessite un apport financier externe, justifie moins l'optimisme. En règle générale, cet indice n'a pas varié ou s'est juste amélioré ces dernières années, ce qui laisse penser que les bons résultats comptables des banques sont dus en partie à des facteurs conjoncturels. Les récents relèvements, en particulier, de la notation de la dette extérieure des banques dans les

...des marchés plus positifs...

...mais une amélioration incertaine de la solidité financière

économies émergentes ne traduisent pas uniquement l'amélioration des données bancaires fondamentales, mais également la capacité accrue des pouvoirs publics à soutenir le secteur financier, comme en témoignent les rehaussements de notes souveraines.

Banques chinoises :
évaluation difficile

La situation des banques en Chine est difficile à évaluer. D'un côté, les données disponibles suggèrent une baisse de rentabilité des actifs et une diminution des fonds propres réglementaires ces dernières années, mais, de l'autre, un net recul des prêts improductifs. La Chine a investi massivement afin de recapitaliser les banques et de régler les problèmes liés à ces prêts. En 1998, le gouvernement a émis pour 270 milliards de yuans (soit quelque \$32,5 milliards) de bons du Trésor spéciaux pour ces recapitalisations et a créé, l'année suivante, des sociétés de gestion d'actifs pour reprendre 1 000 milliards de yuans de prêts improductifs. Depuis 2003, l'État a prélevé \$60 milliards sur les réserves de change pour recapitaliser les grandes banques, ce qui s'est accompagné d'annulations de créances.

Si la proportion des prêts improductifs a diminué ces dernières années, c'est peut-être aussi en raison d'une expansion rapide du crédit. Cependant, si la qualité de crédit des nouveaux prêts se révélait médiocre, cette tendance pourrait s'inverser. Cela dépendra pour beaucoup de l'utilisation de critères d'octroi davantage fondés sur la rentabilité économique escomptée que sur les directives du gouvernement. Selon une étude réalisée par la Banque populaire de Chine, plusieurs éléments ont contribué, par le passé, à l'apparition de prêts improductifs : affectation dirigée par les pouvoirs publics, défaut de paiement d'entreprises d'État sur ces prêts et participation des administrations locales aux décisions en matière de crédit. Le sentiment à l'égard des entreprises, y compris des banques, a été affecté par des problèmes de gouvernance largement relayés par les médias et que les pouvoirs publics s'efforcent de corriger, dans le secteur bancaire, par des modifications au niveau de la gestion et par une diversification du capital.

Facteurs influant sur les risques dans le secteur bancaire

Quatre sources de
risque

La capacité de résistance du secteur bancaire dépend des types de risques auxquels il est exposé. Quatre aspects méritent attention : les expositions résultant de l'expansion rapide du crédit aux ménages ; les risques inhérents aux positions asymétriques en devises ; l'exposition significative du secteur bancaire vis-à-vis de la dette publique à long terme ; les risques découlant des changements structurels du secteur et de l'intensification de la concurrence.

Augmentation
du crédit aux
ménages

La reprise dans les économies émergentes, ces dernières années, s'est accompagnée d'une forte augmentation des prêts aux ménages, pour des considérations de demande (supra), mais aussi d'offre : le crédit aux ménages est perçu par les banques comme une diversification rentable et comparativement peu risquée par rapport aux prêts aux entreprises. Cette réorientation pourrait toutefois devenir problématique. Les créances sur cartes de crédit se sont rapidement accrues, et la nette progression des défauts de paiement dans ce domaine a déjà été à l'origine de sérieux problèmes en Corée. Si les crédits au logement sont plus solides pour les banques en raison de la sûreté hypothécaire, la vive hausse des prix immobiliers appelle à la

prudence. Une inversion de tendance exposerait les banques directement à des risques de défaut de paiement et indirectement, à travers un affaiblissement du patrimoine et une baisse de la consommation des ménages (voir chapitre VII pour une analyse de ces effets dans les économies développées), à des répercussions macroéconomiques et à d'autres pertes sur prêts.

Les réactions de certaines autorités font également craindre que les dispositions prudentielles et les mécanismes de marché ne puissent contenir les risques d'une envolée des prix immobiliers pour les banques. Par exemple, même si la hausse de ces prix s'est modérée en Corée, le gouvernement a maintenu les mesures sanctionnant la spéculation immobilière et a, dans certains cas, interdit toute transaction sur biens immobiliers jusqu'à ce que les pressions spéculatives se dissipent. Début 2005, les autorités chinoises ont cherché à freiner l'augmentation dans plusieurs villes, en particulier à Shanghai, par divers moyens administratifs. Elles ont relevé de 20 % à 30 % le montant de l'apport initial et supprimé le taux d'intérêt préférentiel appliqué jusque-là aux prêts hypothécaires ; elles ont imposé, en outre, une taxe de 5,5 % sur les plus-values réalisées sur des biens immobiliers revendus dans les douze mois suivant leur acquisition. En Thaïlande aussi, l'apport initial a été revu en hausse.

Réactions des autorités

Les récentes innovations financières peuvent réduire les risques associés aux prêts aux ménages ou permettre de les répartir plus largement. Dans le premier cas, la multiplication de centres d'information financière aide à évaluer la capacité de l'emprunteur à honorer le service de sa dette. Dans le second cas, on observe une tendance croissante à la recombinaison des créances, par titrisation ou autre, ce qui limite le risque encouru par les créanciers. Ainsi, le marché coréen des titres adossés à des hypothèques s'est nettement développé en 2004 et plusieurs opérations de titrisation transfrontières ont été effectuées. Divers pays, comme la Chine et la Thaïlande, ont aussi pris des initiatives dans ce sens. Toutefois, un grand nombre de ces innovations pourraient être sources de risques encore mal mesurés.

Les innovations financières atténuent les risques

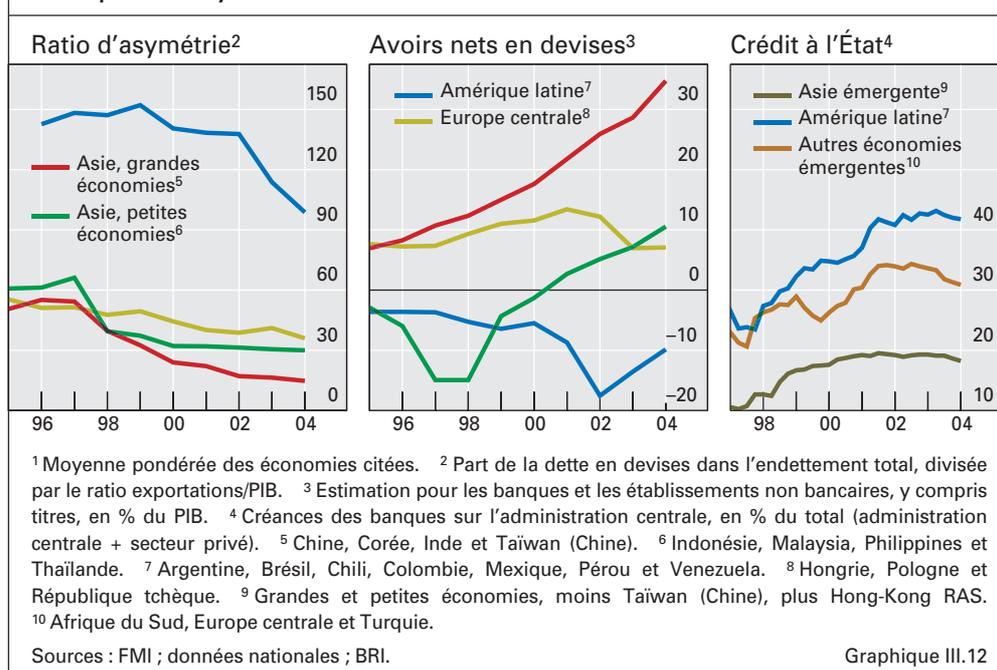
Le deuxième aspect concerne l'asymétrie de devises dans l'ensemble de l'économie. Au cours de la décennie écoulée, son importance a, en général, nettement baissé, comme l'indique le ratio dette en devises/exportations. Les soldes nets en devises se sont également améliorés (graphique III.12, cadres de gauche et du milieu). Dans certains cas, cependant (surtout en Asie), cette évolution reflète l'abondance des réserves de change de la banque centrale ; en fait, l'asymétrie de devises dans le secteur privé reste souvent non négligeable. Il importe donc de veiller à ce que le secteur financier se donne les moyens de gérer ce risque.

L'asymétrie de devises dans le secteur privé est préoccupante...

Le troisième aspect concerne l'exposition du secteur bancaire sur titres d'État, qui tend partout à augmenter (graphique III.12, cadre de droite). Parfois, cet accroissement traduit la recapitalisation des banques au lendemain des crises. Dans d'autres cas (comme l'Inde), les banques sont traditionnellement les principales contreparties aux emprunts d'État, ce qui peut les exposer au risque de marché correspondant (hausse des taux longs), pas toujours couvert dans les économies émergentes.

...tout comme l'exposition sur titres d'État

Banques : asymétrie de monnaies et crédit à l'État¹



Intensification de la concurrence

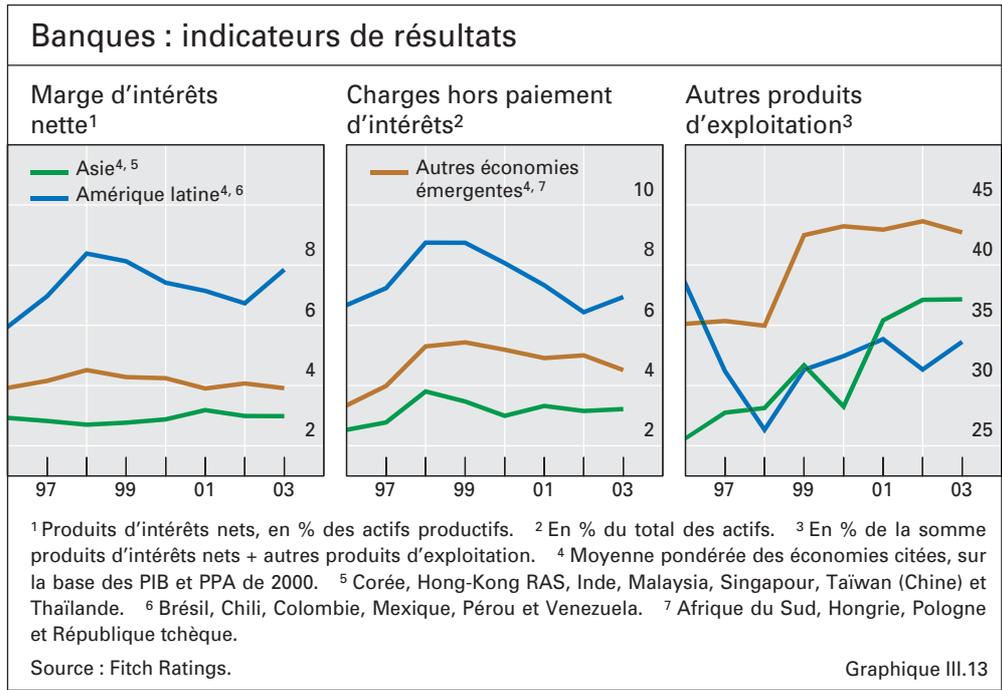
Enfin, la résistance du secteur bancaire dépend également des pressions de la concurrence et de caractéristiques structurelles. Ces pressions se sont intensifiées un peu partout, ce qui peut accroître l'efficacité des banques, mais aussi, en affectant leur rentabilité (et donc leur spécificité), les inciter à se tourner vers de nouvelles lignes de métier plus risquées (la rentabilité des banques au sein des marchés développés est examinée en détail au chapitre VII). Une concurrence exacerbée ne se traduit pas nécessairement par une baisse des marges d'intérêt nettes, car d'autres facteurs interviennent également (graphique III.13). Ainsi, ces marges, qui ont progressivement diminué au Mexique, sont remontées dernièrement au Brésil. Par ailleurs, les dépenses hors intérêts ont été réduites dans certains cas, ce qui reflète une plus grande efficacité, et la part des commissions s'est renforcée. Ces tendances positives sont déjà bien établies dans le monde industrialisé en raison d'un environnement très concurrentiel (chapitre VII).

Concentration...

Dans le même temps, il convient de souligner trois évolutions dans la structure du marché, qui pourraient contribuer à renforcer la résistance du secteur bancaire. Tout d'abord, le ralentissement des concentrations, qui a duré jusqu'au milieu des années 90, paraît depuis se stabiliser, voire s'inverser, dans plusieurs économies. Des études montrent qu'une concentration bancaire plus poussée réduit la probabilité de crises dans le secteur. En effet, les grandes banques sont plus aptes à diversifier les risques ; elles peuvent réaliser des bénéfices plus importants et sont plus faciles à surveiller par les déposants.

...diminution du rôle du secteur public...

La deuxième évolution est la diminution de la part d'actifs détenue par les banques publiques, même si elle reste quelquefois importante. Une forte présence des banques publiques tend à entraver les marchés financiers. De plus, à l'aune des critères de performance conventionnels, ces banques n'ont pas obtenu d'aussi bons résultats que les banques privées dans les pays



émergents, car elles sont censées répondre à des objectifs fixés par les pouvoirs publics, quelle qu'en soit l'incidence sur la rentabilité. Selon des estimations de la Banque interaméricaine de développement, les banques publiques d'Amérique latine prêtent à des taux inférieurs à ceux des établissements privés ; elles ont, en outre, des proportions de prêts improductifs plus élevées et de moins bons rendements sur actifs. Les établissements publics servent également des taux sur dépôts plus bas, ce qui laisse penser qu'ils subventionnent les emprunteurs.

Enfin, il convient de mentionner la présence croissante des banques étrangères, notamment en Amérique latine et en Europe centrale et orientale. Outre qu'elles stimulent généralement la concurrence, les banques étrangères jouent un rôle actif dans l'innovation, en améliorant le plus souvent les méthodes de gestion des risques. Elles peuvent renforcer le système financier du pays d'accueil, car elles sont moins exposées au risque-pays (risque systémique), moins sensibles au cycle économique local et peuvent se procurer des liquidités en devises en période de difficultés financières. Ces questions ont été analysées récemment dans des rapports du Comité sur le système financier mondial.

Si ces évolutions sont de nature à renforcer le secteur bancaire dans les économies émergentes, plusieurs préoccupations demeurent. Dans certaines situations, une concentration plus forte pourrait affaiblir le système bancaire, si elle débouche, par exemple, sur une plus grande opacité, si les autorités ont du mal à se désengager ou si elle résulte de la fusion d'établissements peu performants. L'arrivée de banques étrangères suscite également certaines préoccupations : l'exposition possible à des chocs affectant la société mère ; les pertes d'informations lorsqu'une banque nationale est rachetée et cesse d'être cotée sur le marché boursier local ; la difficulté d'accès aux organes décisionnels de la banque mère, dont les initiatives peuvent avoir

...et arrivée de banques étrangères

Sujets de préoccupation

d'importantes répercussions sur la filiale étrangère et le pays d'accueil ; les contraintes liées à l'instauration du niveau de communication nécessaire entre les autorités de contrôle du pays d'origine et celles du pays d'accueil.

Le contexte réglementaire

Meilleurs
réglementation
et contrôle des
banques...

Nombre d'économies émergentes ont pris des mesures pour améliorer la réglementation et le contrôle des banques, certaines ayant déjà mis au point des approches assez sophistiquées. Il reste que les avancées de ces dernières années en matière de réglementation ont été parfois limitées. Les évaluations de stabilité financière conduites récemment par le FMI et la Banque mondiale, qui mettent l'accent sur les progrès réalisés dans la mise en œuvre des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace édictés par le Comité de Bâle, montrent que des insuffisances persistent.

...mais des
préoccupations
subsistent

Quatre points suscitent des préoccupations particulières. En premier lieu, l'absence de contrôle consolidé dans certains pays. Cela augmente le risque que des filiales d'établissements bancaires soient confrontées à des difficultés peu aisées à déceler, qui seraient préjudiciables au secteur financier et à l'économie. En deuxième lieu, les déficiences dans la gestion des risques. De nombreux pays n'ont pas réussi à instaurer une culture de gestion du risque dans les établissements, de sorte que la conformité aux réglementations bancaires reste largement formelle. De même, la réglementation relative aux expositions de crédit et aux prêts aux parties liées n'apparaît pas assez stricte. En outre, les dispositions régissant la gestion des risques de marché sont parfois inadéquates. En troisième lieu, certaines mesures clés des résultats bancaires peuvent donner une représentation erronée des risques encourus par le système financier. Quelquefois, par exemple, les ratios de fonds propres ne sont pas calculés sur une base consolidée et la pondération des risques souffre d'un mode de calcul inadapté ou de la prise en compte d'éléments inappropriés dans les fonds propres. Enfin, les mesures correctives sont le plus souvent défailtantes, ce qui diminue l'incitation à gérer le risque avec diligence. Ces défailtances incluent : permissivité (lorsque les instances prudentielles diffèrent les actions requises lors de franchissements de seuils) ; manque de pouvoir ou de ressources pour intervenir rapidement ; absence de protection juridique pour les superviseurs. Quant aux procédures de faillite, si la législation s'est améliorée dans certains pays, les problèmes rencontrés pour appliquer les droits des créanciers demeurent considérables.

IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées

Faits marquants

La politique monétaire est restée très accommodante dans les économies du G 3 durant la période analysée. Aux États-Unis, où l'expansion économique s'est poursuivie et où les risques ont été perçus comme ne venant plus tant de la désinflation et du niveau d'activité que de possibles tensions inflationnistes, la Réserve fédérale a commencé à resserrer les conditions monétaires en relevant le taux cible des fonds fédéraux de façon progressive et mesurée. Dans la zone euro, une croissance économique décevante et des tensions inflationnistes toujours contenues par l'appréciation de l'euro ont incité la BCE à ne pas modifier son taux directeur. La Banque du Japon a maintenu le sien à zéro, face à des handicaps économiques et financiers suffisamment forts pour différer la fin de la déflation ; avec l'amélioration de la situation du marché financier, l'abandon de sa politique non conventionnelle – assouplissement quantitatif – semble néanmoins plus proche. Dans le sillage de la reprise sur fond de taux directeurs bas, les autorités monétaires du G 3 ont pris soin d'expliquer la stratégie qu'elles adopteraient pour infléchir leur orientation.

Dans les autres économies industrialisées avancées, les banques centrales ont suivi une orientation parfois très accommodante, parfois plus neutre, et nombre d'entre elles ont légèrement relevé leurs taux directeurs quand la croissance intérieure et mondiale a été perçue comme plus solide ; dans certains cas, des contraintes de capacités de production ont fait craindre pour la stabilité des prix. Le niveau d'endettement, l'envolée des prix du logement et des considérations relatives au cours de change ont continué de peser sur les décisions de politique monétaire.

Les facteurs extérieurs, en particulier la hausse des cours des produits de base, pétrole surtout, ont exercé une influence dominante et généralisée sur la période analysée, comme à la fin des années 60 et au début des années 70. Le parallélisme avec cette époque est frappant, et il ne se limite pas à ces facteurs extérieurs. Il convient d'en tirer les enseignements et de préciser les risques auxquels les autorités monétaires pourraient se trouver confrontées.

Synthèse des évolutions

États-Unis

La Réserve fédérale a suivi une orientation moins accommodante, augmentant à huit reprises de 25 points de base le taux cible des fonds fédéraux, qui a cependant terminé la période encore en deçà, à 3 %, des

La Réserve fédérale a relevé ses taux à un rythme mesuré...

estimations prudentes du taux d'intérêt neutre ou naturel pour les États-Unis. À la fin du printemps, les marchés financiers s'attendaient à de nouveaux relèvements.

...et dans la transparence

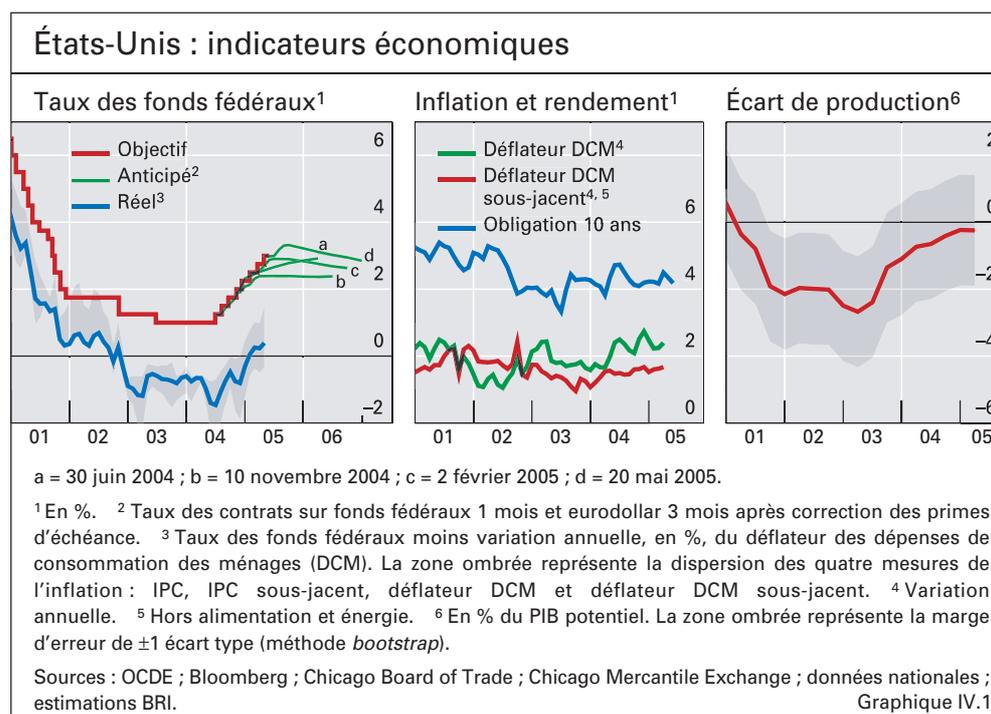
Un aspect important de ce resserrement aura été sa transparence. En partie pour atténuer le plus possible les éventuelles tensions sur le système financier, les relèvements de taux ont été amplement préparés, notamment par les communiqués du Comité fédéral de l'open market (CFOM), ses comptes rendus de séance et les déclarations de ses membres. Les marchés financiers ont, dans l'ensemble, réagi avec calme et il n'y a guère eu de surprises quant à l'orientation ou à l'ampleur de l'action du CFOM.

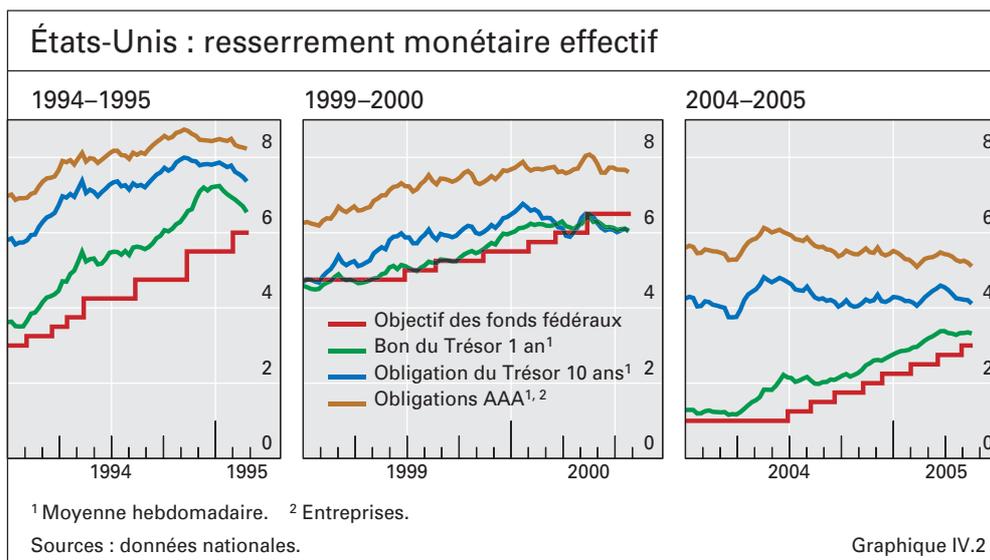
Les taux directeurs réels sont cependant restés proches de zéro...

Cette approche mesurée visait à préserver la croissance tout en maintenant la stabilité des prix, alors que l'expansion économique des quatre années passées avait réduit la marge de capacités inutilisées (graphique IV.1). D'aucuns se sont néanmoins demandé si les relèvements de taux suffisaient à durcir l'orientation autant que le CFOM le souhaitait. L'une des préoccupations était que, du fait de la hausse de l'inflation, les taux directeurs réels ne se révèlent *ex post* très faibles sur toute la période – inférieurs à zéro en 2004 et à peine positifs début 2005.

...et les taux longs se sont comportés de façon atypique...

Le comportement des taux longs face à ce resserrement modéré a suscité d'autres préoccupations. Par le passé, les grandes phases de resserrement allaient normalement de pair avec une remontée sensible des taux courts et longs du marché (graphique IV.2). Cette fois, si les taux courts ont bien augmenté, les rendements à long terme n'ont pas suivi, évoluant même plutôt à la baisse (chapitre VI). Certains en sont venus à se demander si l'action des autorités avait l'impact restrictif voulu sur la demande globale. Toutefois, pour la Réserve fédérale, la stabilité atypique des taux longs s'explique, en partie, par le fait que les anticipations d'inflation à long terme sont apparues plus





fermement ancrées à leur bas niveau. Il était donc moins nécessaire de restreindre la demande.

La courbe des rendements relativement plate pourrait avoir d'autres causes, avec des implications contradictoires pour la politique monétaire. Elle pourrait indiquer des attentes de ralentissement économique à terme, ce qui nécessiterait un assouplissement. À l'inverse, elle pourrait, avec la baisse des rendements et la hausse des prix des actifs, signaler une prise de risque excessive de la part des investisseurs durant la phase prolongée de politique accommodante. L'envolée des prix du logement en constituerait une illustration. Dans ce cas, c'est un relèvement plus marqué des taux directeurs qui serait nécessaire pour absorber les liquidités excédentaires.

...ce qui fait redouter un excédent de liquidités

Les choix de la politique monétaire américaine durant la période ont été encore compliqués par la nécessité de tenir compte d'évolutions imprévues et potentiellement inflationnistes. L'envolée des prix de l'énergie, en particulier du pétrole, a suscité des préoccupations quant à la stabilité des prix et à la croissance. Néanmoins, avec une inflation sous-jacente largement inférieure à 2 %, les autorités ont estimé que la menace de l'inflation, tout en méritant un suivi attentif, était raisonnablement contenue. La forte dépréciation du dollar a aussi posé problème. Malgré tout, la faiblesse persistante des prix à l'importation et la transmission manifestement amortie des variations de change aux prix, ces dernières années, ont rendu moins nécessaire une action vigoureuse des autorités. En fin de période, il est cependant apparu que le pouvoir de marché des entreprises s'était accru. Si la tendance se confirme, elle appellerait un abandon un peu plus rapide de la politique accommodante.

D'autres préoccupations sont aussi nées de l'envolée des prix de l'énergie...

...de la dépréciation du dollar...

Le CFOM a aussi dû tenir compte d'un possible ralentissement de la croissance structurelle de la productivité, avec une diminution de la production horaire et une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, même si la rupture de tendance n'a pas été vraiment établie avec certitude. À court terme, les marges bénéficiaires restaient suffisamment amples pour atténuer les effets inflationnistes ; il était donc moins urgent de prévoir des relèvements de taux vigoureux. À moyen terme, un ralentissement de la productivité

...et de l'évolution de la productivité

tendancielle pourrait se traduire par une baisse du taux d'intérêt naturel, ce qui signifie que le niveau du taux des fonds fédéraux pourrait être moins élevé à la fin de la phase de resserrement.

Un objectif explicite d'inflation a été envisagé

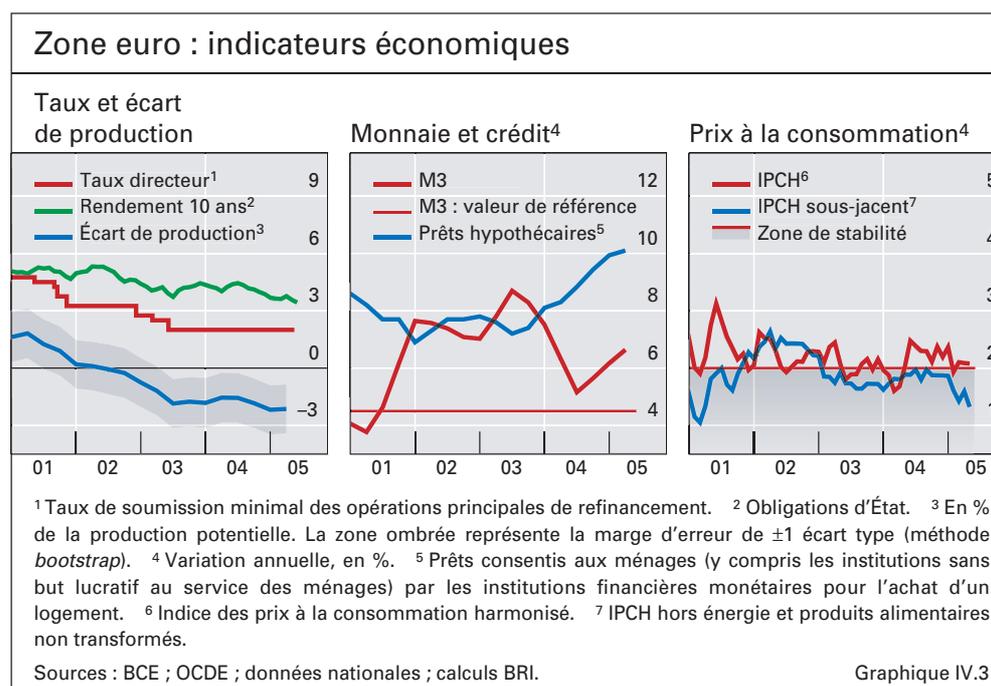
Début 2005, la Réserve fédérale s'est demandée si la définition d'un objectif explicite d'inflation pourrait mieux stimuler l'activité. Pour le CFOM, l'examen des avantages et inconvénients d'un tel objectif s'inscrit dans le cadre d'une révision beaucoup plus large de son dispositif institutionnel, dans un souci de transparence illustré par sa décision d'accélérer la publication du compte rendu de ses séances et d'allonger l'horizon de ses prévisions publiées. Le CFOM a souligné que, d'une part, un objectif explicite d'inflation pouvait donner à l'économie un meilleur point d'ancrage des anticipations, tout en améliorant la visibilité des délibérations internes et la communication. D'autre part, il pouvait constituer un obstacle à l'exécution de ses missions à l'égard de l'activité et de l'inflation, en limitant sa souplesse d'intervention face à l'évolution de la situation économique et financière.

Zone euro

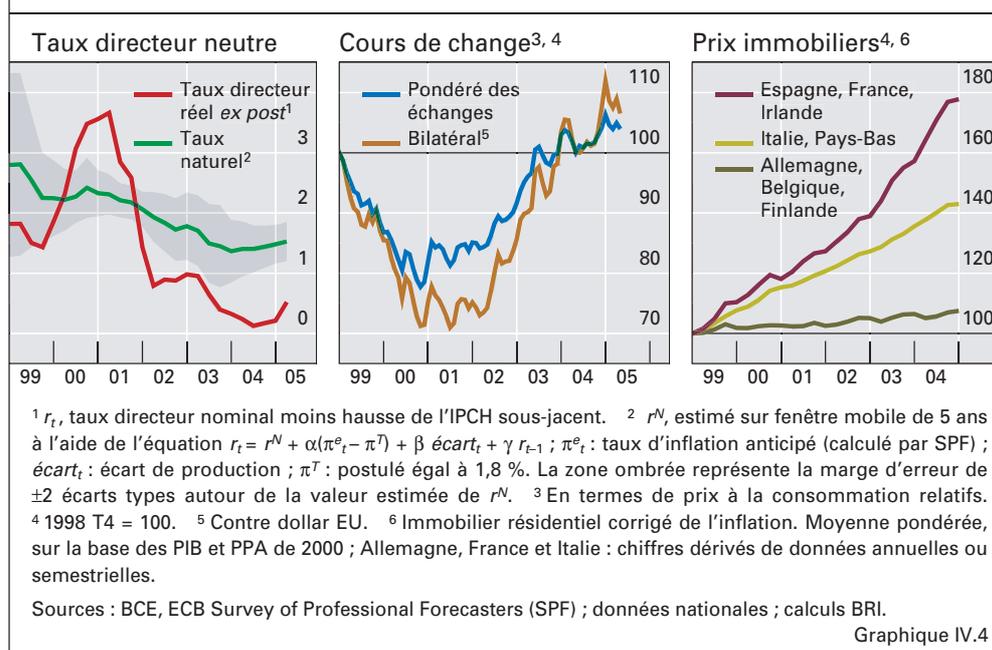
La BCE a maintenu ses taux...

Face à une inflation généralement modérée et au manque de dynamisme de l'activité, la BCE a conservé son orientation de stimulation monétaire, avec un taux directeur maintenu à 2 % depuis deux ans (à la fin du printemps), par souci d'équilibre entre un taux d'inflation supérieur à la définition de la stabilité des prix à moyen terme et des résultats économiques inférieurs à la moyenne. La flambée des cours pétroliers a fait redouter une détérioration des perspectives d'inflation à court terme, voire un retour de la stagflation. Mais la hausse des prix de l'énergie et des produits de base ne s'est guère répercutée sur l'inflation sous-jacente, ni sur les comportements salariaux, ni même sur les anticipations d'inflation à moyen terme. La BCE a donc estimé qu'il n'était pas nécessaire de relever ses taux, car les risques de réveil de l'inflation

...face au manque de dynamisme de l'activité et à une inflation supérieure à l'objectif à moyen terme



Zone euro : taux directeurs et évolution des marchés



n'étaient pas suffisamment réels, notamment du fait de capacités de production non utilisées en raison de l'atonie économique (graphique IV.3). Avec une inflation proche de 2 %, voisine de la définition de la stabilité des prix à moyen terme, le taux directeur réel est resté quasiment nul, ce qui, comme aux États-Unis, est bien inférieur au taux naturel estimé. On peut en conclure qu'avec la reprise la BCE devra durcir les conditions monétaires pour prévenir des tensions inflationnistes (graphique IV.4).

Comme aux États-Unis, le maintien d'une politique accommodante amène à s'interroger sur ses conséquences. Si les indicateurs de tensions inflationnistes dans la sphère réelle (supra) ne signalaient guère de menaces imminentes, le taux de croissance de M3 continuait de dépasser sa valeur de référence (4 1/2 %). Normalement, la croissance rapide de l'agrégat monétaire large témoigne d'une politique accommodante qui peut entraîner une accélération de l'inflation; jusque-là attribuée à un accroissement de la demande d'encaisses de précaution, elle a été plus difficile à expliquer l'an passé. La BCE a donc souligné le risque d'inflation à moyen terme associé à une telle expansion monétaire.

La stratégie des deux piliers placée par la BCE dans une perspective de moyen terme aura aussi constitué un mode moins conventionnel d'évaluation des risques monétaires. La progression plus rapide de M3 après le premier semestre 2004 a coïncidé avec une accélération de l'expansion du crédit, prêts hypothécaires notamment. De ce point de vue, poursuivre la politique de taux d'intérêt bas, avec ses conséquences logiques sur les rendements à long terme, risquait d'accélérer la hausse des prix non seulement des biens et des services, mais aussi des logements, et de favoriser un endettement record. Selon les vues classiques, un relèvement des taux directeurs aurait alors été nécessaire pour éviter un emballement de l'activité et une accélération de l'inflation. Selon une approche moins conventionnelle, ce relèvement devrait

La croissance rapide de M3 a renforcé les interrogations concernant l'évaluation à moyen terme...

...de même que le gonflement du crédit et la hausse des prix du logement

être opéré pour prévenir les déséquilibres financiers avant qu'un cycle expansion-contraction des prix des actifs ne menace la stabilité des prix, en les tirant cette fois vers le bas.

Par leur disparité d'évolution entre pays, les prix du logement ont également mis en évidence les enjeux de la politique monétaire. Leur stagnation en Allemagne et en Autriche, par exemple, a contrasté avec leur augmentation supérieure à 10 % en Espagne et en France (chapitre II). La BCE a exprimé ses préoccupations face aux hausses de prix dans plusieurs États membres, mais elle a rappelé que son mandat ne l'obligeait à réagir qu'à partir du moment où elles avaient des répercussions sur les conditions macroéconomiques de la zone tout entière. Elle a également souligné que, au sein des divers États membres, la stabilité financière relevait naturellement des superviseurs et banques centrales nationales.

La forte appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar en 2004 a représenté un défi pour la BCE. Si elle a atténué les tensions inflationnistes à court terme, elle a surtout fait peser le poids de la correction sur le secteur exportateur. De plus, avec le niveau sans précédent du déficit courant des États-Unis, un nouveau recul du dollar ne pouvait être exclu (chapitre V).

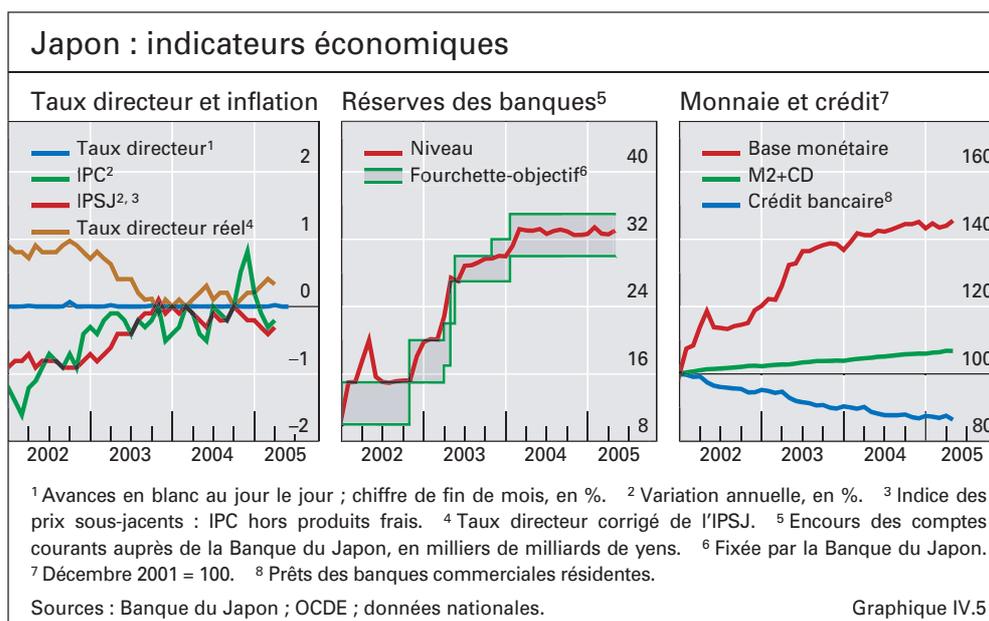
Japon

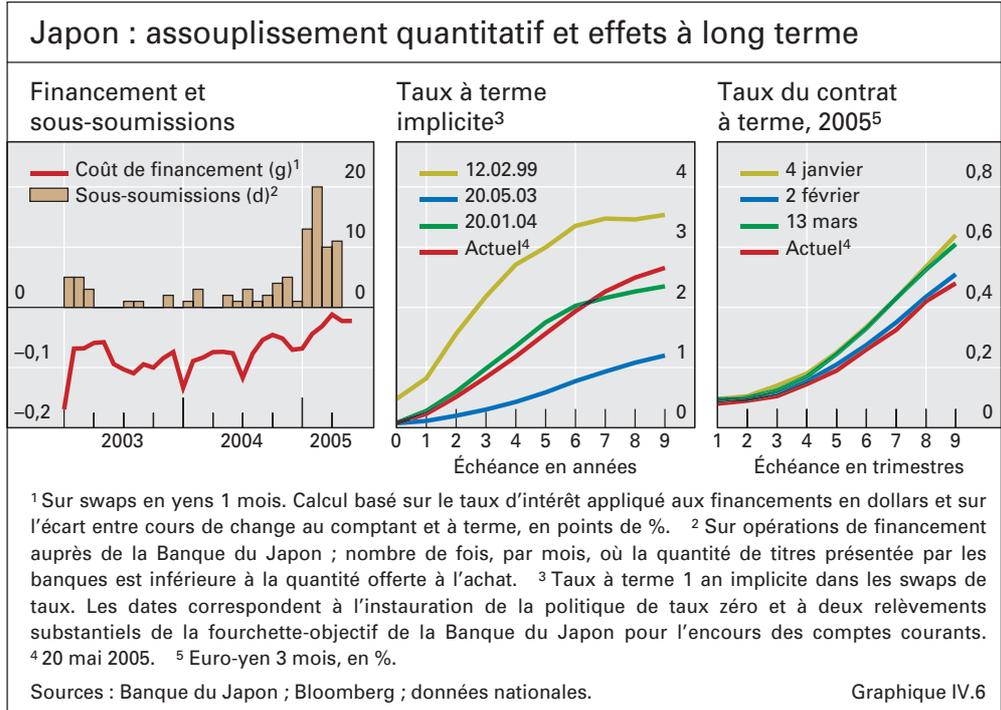
La Banque du Japon a maintenu sa politique très accommodante d'assouplissement quantitatif, avec un taux directeur quasiment toujours à zéro (graphique IV.5). Elle a été motivée en partie par la trop grande difficulté à contrer les pressions déflationnistes résultant d'un volume important (quoique en diminution) de capacités inutilisées, du fait de la stagnation économique. De nettes améliorations dans le secteur financier, encore sous le coup de l'effondrement des prix des actifs dans les années 90, ont apaisé les craintes d'une spirale déflationniste (chapitre VII). Pourtant, l'orientation accommodante n'a abouti qu'à une légère élévation des agrégats monétaires larges, les crédits bancaires commençant tout juste à se redresser.

Des disparités de prix du logement entre pays compliquent la politique monétaire

La forte appréciation de l'euro a représenté un défi

La Banque du Japon a maintenu son taux directeur à zéro face à la persistance de la déflation





La Banque du Japon a maintenu son objectif de ¥30 000–35 000 milliards pour l'encours des comptes courants détenus sur ses livres. Cependant, certains membres de son Conseil de politique monétaire doutent de plus en plus que cette fourchette soit compatible avec l'objectif d'inflation faible et stable. D'ailleurs, la Banque du Japon a envisagé de la baisser pour la première fois depuis l'adoption de sa politique d'assouplissement quantitatif en 2001, et certains membres du Conseil ont exprimé une préoccupation grandissante quant à d'éventuels effets secondaires d'une telle politique : endettement excessif, mauvais fonctionnement des marchés monétaires, perte de flexibilité de la politique monétaire et affaiblissement de la discipline budgétaire.

Les difficultés techniques de mise en œuvre des injections de liquidités par la Banque du Japon ont accentué les doutes sur l'adéquation de la fourchette des comptes courants. Lors de ses appels d'offres, la fréquence des sous-soumissions (nombre de fois où la quantité de bons présentée à la vente par les banques est inférieure à la quantité offerte à l'achat) a sensiblement augmenté en mars 2005 (graphique IV.6). On en a généralement déduit que la demande de liquidités avait baissé sous l'effet de l'amélioration de la situation du secteur bancaire. En particulier, comme les banques affichaient des bilans plus solides, elles n'avaient plus besoin de supporter un coût élevé pour lever des fonds en dollars au moyen de swaps en yens. Pendant des années, les banques ayant reçu des dépôts en dollars, surtout celles d'origine étrangère, avaient conclu des swaps de devises correspondant en fait à des emprunts en yens à taux d'intérêt négatifs, et elles trouvaient rentable de conserver ces yens sous forme d'actifs peu rémunérés, même sur des comptes à taux zéro auprès de la Banque du Japon. Lorsque la prime sur les taux des swaps a disparu, début 2005, cette demande s'est tarie.

La fourchette-cible est restée inchangée...

...mais la politique choisie a suscité des questions de fond...

...et des difficultés techniques

Les réactions du marché ont mis en évidence l'importance de la stratégie de communication de la banque centrale...

Alors que le phénomène avait un caractère technique et n'était pas lié à l'orientation monétaire, l'inaptitude de la Banque du Japon à susciter une demande suffisante lors de ses opérations, essentiellement de court terme, a, dans un premier temps, incité le marché à pressentir un changement de politique. La courbe des taux à terme s'est pentifiée, tout en devenant plus instable. La Banque du Japon a ainsi été amenée à réaffirmer que le problème de l'insuffisance des soumissions était de nature purement technique et n'annonçait pas une modification d'orientation. Elle a aussi réitéré son attachement à sa politique de taux zéro, laquelle est apparue, plus que les objectifs de comptes courants, centrale dans le processus de transmission de la politique monétaire. En tout état de cause, la stratégie de communication de la Banque du Japon jouera un rôle important lorsqu'elle modifiera sa politique.

...et ont souligné les avantages potentiels d'un objectif explicite d'inflation

Pour réorienter les anticipations vers une inflation faible et stable, il a été suggéré de formuler et d'annoncer un objectif explicite d'inflation. Cette possibilité, fréquemment évoquée par le passé, a suscité un regain d'intérêt pendant la période analysée : l'inflation étant devenue plus probable, l'approche a gagné en crédibilité. Les régimes à objectif d'inflation ont montré qu'ils pouvaient contribuer à réduire les anticipations d'inflation et à les maintenir à un faible niveau. La problématique de la Banque du Japon est, toutefois, assez différente. Il lui faut susciter et maintenir des anticipations de faible inflation dans un contexte de croissance économique, après une décennie de déflation et d'activité atone. Ce qu'elle peut surtout attendre d'un objectif explicite d'inflation, une fois consolidés l'économie et le système financier, est sans doute, étant donné la surabondance de réserves, qu'il réduise le risque de surréaction des anticipations d'inflation. Une telle surréaction pourrait accroître le coût des emprunts et accentuer les fragilités persistantes de l'économie, notamment les problèmes associés aux entreprises en difficulté luttant encore pour leur survie.

Pays à objectif d'inflation

Dans de nombreux pays à objectif d'inflation, la banque centrale a durci sa politique

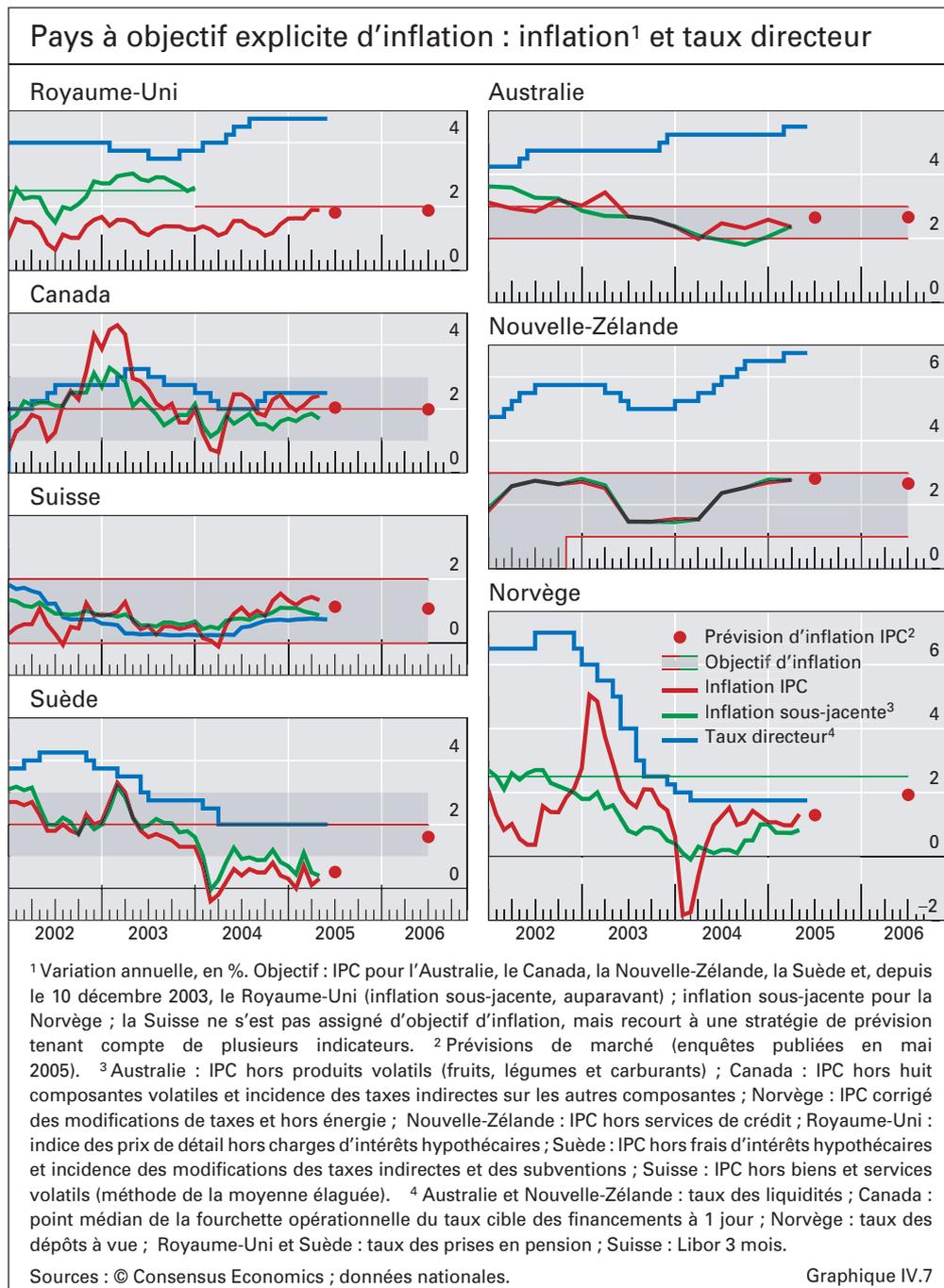
Dans les pays définissant un objectif d'inflation chiffré, les taux directeurs ont souvent été légèrement relevés pendant la période examinée. En général, le dynamisme mondial a contribué à améliorer l'activité et à renchérir les produits de base, pétrole en particulier, ce qui a fait redouter l'apparition de tensions inflationnistes. Quelques banques centrales ont estimé qu'un relèvement des taux pourrait aussi prévenir un alourdissement de la dette et une accélération de la hausse des prix des actifs, éléments qui, dans certaines circonstances, pourraient accroître le coût potentiel d'une correction ultérieure.

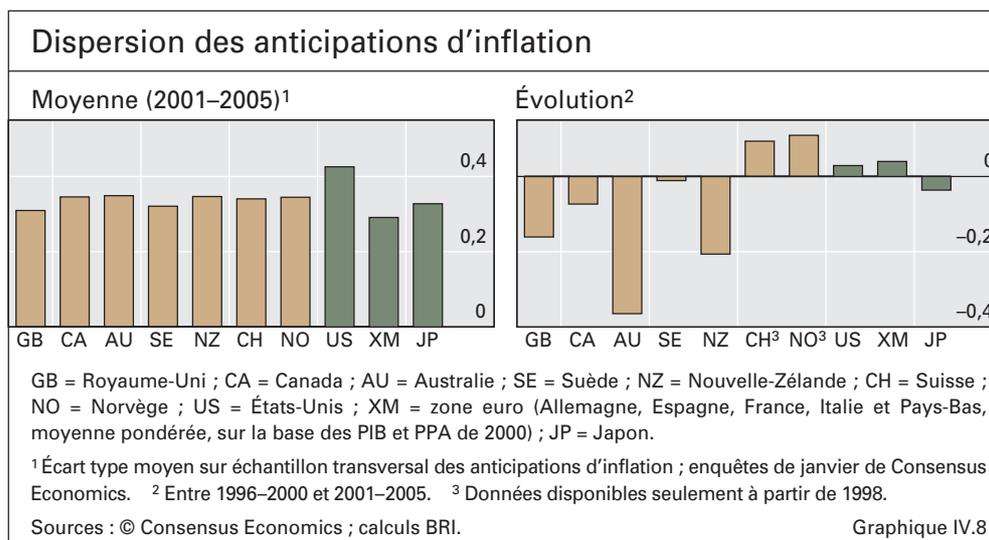
Pour les banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande, les augmentations de taux de 2004 prolongeaient une orientation plus ancienne (graphique IV.7). Pour la Banque du Canada et la Banque nationale suisse (laquelle avait pratiquement ramené ses taux à zéro), elles marquaient une inversion de tendance. En revanche, la Sveriges Riksbank et la Banque centrale de Norvège ont, depuis début 2004, conservé leur taux directeur à son niveau le plus bas. La Bank of England, malgré une inflation très faible au départ, n'a pas changé son taux directeur après août 2004.

En Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, les taux directeurs sont actuellement proches du niveau jugé propice à une croissance

durable non inflationniste. La Banque de Réserve d'Australie redoute qu'après treize ans d'expansion économique la faiblesse des ressources inutilisées ne se traduise par des tensions inflationnistes ; faute d'un relèvement du taux directeur, l'inflation pourrait s'approcher du haut de sa fourchette. La Nouvelle-Zélande, où l'inflation avoisinait déjà sa limite supérieure et où l'économie présentait des signes de surchauffe, a affiché le taux directeur le plus élevé des économies industrialisées (6,75 %) et la Banque de Réserve a laissé explicitement entrevoir la possibilité de nouvelles hausses. La Bank of England a relevé plusieurs fois son taux au premier semestre 2004, pour le porter à 4,75 % en août. Parallèlement, son Comité de politique monétaire a clairement indiqué qu'il surveillait de près

L'orientation est quasi neutre en Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni...





l'augmentation rapide de l'endettement et le niveau élevé des prix du logement, deux sources de vulnérabilité pour les ménages. La Bank of England a d'ailleurs précisé que ses relèvements de taux se justifiaient en partie par la volonté de contenir tout excès dans ces domaines. Cela a aussi été la motivation des banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande.

La Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont terminé la période examinée avec une orientation encore jugée accommodante. Au Canada, un resserrement significatif a été opéré vers la mi-2004, afin de prévenir une surchauffe de l'économie. Toutefois, à la fin de l'automne, le repli des cours du pétrole et l'appréciation de la monnaie par rapport au dollar ont permis de différer tout durcissement supplémentaire, compte tenu d'un moindre risque d'inflation à court terme. La Banque nationale suisse, après avoir porté son taux directeur de 0,25 % (son plus bas niveau historique) à 0,75 %, s'est également abstenue de le relever davantage, une détérioration inattendue des perspectives de croissance en Europe pesant sur la reprise en Suisse. Les banques centrales de Suède et de Norvège ont, elles aussi, maintenu leur taux directeur à un niveau très bas. Les pays nordiques ont bénéficié de conditions d'offre exceptionnelles, qui ont stimulé l'activité tout en contenant les tensions inflationnistes et le taux de chômage. La baisse des prix à l'importation et l'augmentation de la productivité intérieure ont même fait planer le risque d'une baisse des prix en Suède. En Norvège, malgré une activité peu dynamique, des risques d'inflation demeuraient, en partie du fait de perspectives d'investissement plus favorables dans le secteur de l'énergie.

Durant la période, la conjonction de prix élevés des actifs et d'un fort endettement a encore représenté un risque significatif pour diverses banques centrales. En Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, par exemple, il s'est produit un ralentissement marqué du marché du logement, dû en partie à la politique plus rigoureuse suivie ces dernières années et d'autant plus bienvenu jusqu'ici que des scénarios plus déstabilisants étaient envisageables. Mais une chute des prix n'est pas à exclure (les chapitres II et VII analysent l'évolution des prix du logement et ses implications). En Suède, la situation était

...et nettement accommodante ailleurs

Les prix élevés des actifs et le degré d'endettement ont représenté un risque significatif

différente : malgré des prévisions d'inflation inférieures à l'objectif sur l'essentiel des deux années à venir, la hausse rapide de l'endettement des ménages et l'augmentation des prix du logement ont plaidé contre un assouplissement monétaire. La Sveriges Riksbank a souligné qu'une baisse des taux, s'il fallait l'annuler rapidement par la suite, risquait de remettre en cause la vigueur de la consommation, étant donné le degré d'endettement. Elle a également fait valoir qu'une déflation induite par l'offre est qualitativement différente d'une déflation découlant d'une insuffisance de la demande ou de l'effondrement des prix des actifs (73^e Rapport annuel, chapitre IV).

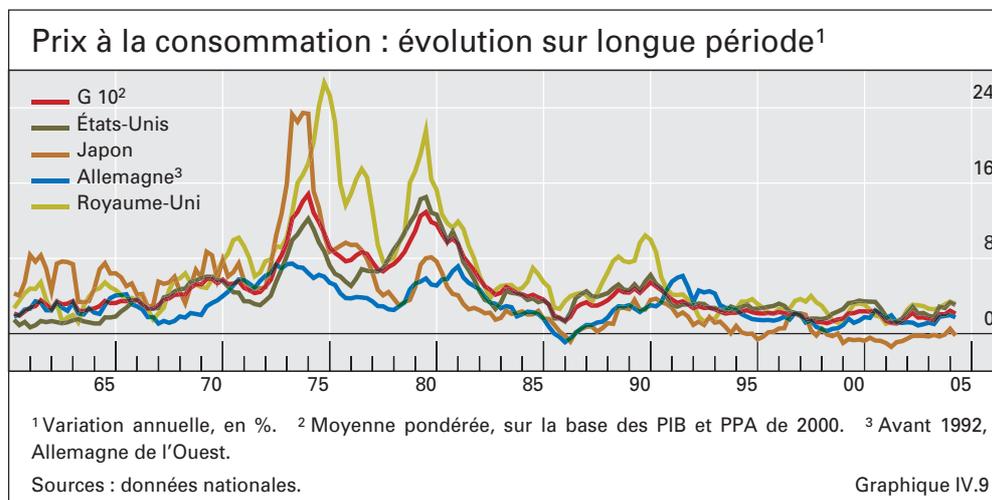
Dans les pays à objectif d'inflation, les banques centrales ont affiché ces dernières années des performances impressionnantes en matière d'inflation, malgré divers aléas (graphique IV.8). Les anticipations du secteur privé sont restées pour l'essentiel conformes à leurs objectifs. En outre, la dispersion moyenne des anticipations est faible et correspond désormais globalement à celle du G 3, en dépit des résultats relativement médiocres des décennies antérieures. Cela atteste de la transparence et de la crédibilité de ces régimes. Des perfectionnements sont néanmoins envisageables. La Banque du Canada, par exemple, réexamine actuellement l'horizon de 18-24 mois sur lequel elle cible son objectif. Même si cette durée assure une grande transparence, un horizon plus souple, et si possible plus éloigné, pourrait permettre de mieux réagir à certains types de chocs économiques.

Les perspectives d'inflation s'alignent sur celles du G 3

Un sentiment de « déjà vu »

La période analysée présente des analogies avec la fin des années 60 et le début des années 70. Les plus évidentes sont une longue phase de politiques monétaires accommodantes au sein du G 3, des incertitudes sur le degré de sous-utilisation des capacités, les préoccupations suscitées par la position extérieure des États-Unis et ses conséquences pour les cours de change, une forte hausse des cours pétroliers et des produits de base, et un relâchement de la discipline budgétaire. De tels parallèles ont naturellement fait redouter

Analogies avec la situation d'il y a une trentaine d'années



que, comme précédemment, l'inflation s'emballe et que, une fois encore, les autorités monétaires réagissent trop tardivement.

Ces préoccupations sont héritées de la douloureuse flambée inflationniste d'alors (graphique IV.9). La spirale avait commencé à la fin des années 60, s'était amplifiée au début des années 70, pour s'accélérer avec la première crise pétrolière. On relèvera en particulier que les taux d'inflation sont restés élevés, même après l'accalmie des cours du pétrole et le ralentissement des économies. Dans ce contexte, il convient d'examiner plus en détail cet antécédent, en expliquant à la fois les analogies et les différences, de façon à en tirer des enseignements pour la politique monétaire.

L'histoire se répète-t-elle ?

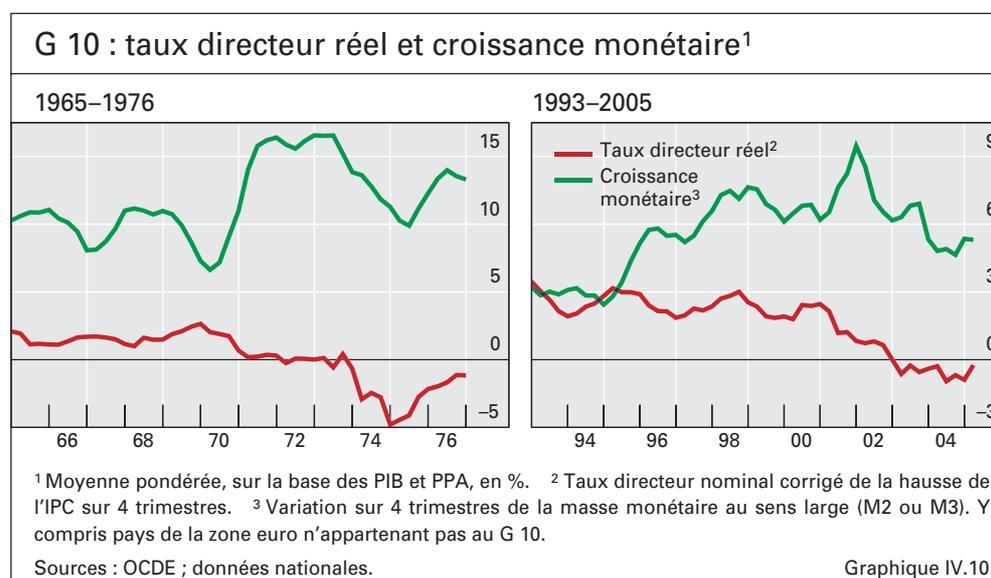
Des similitudes :

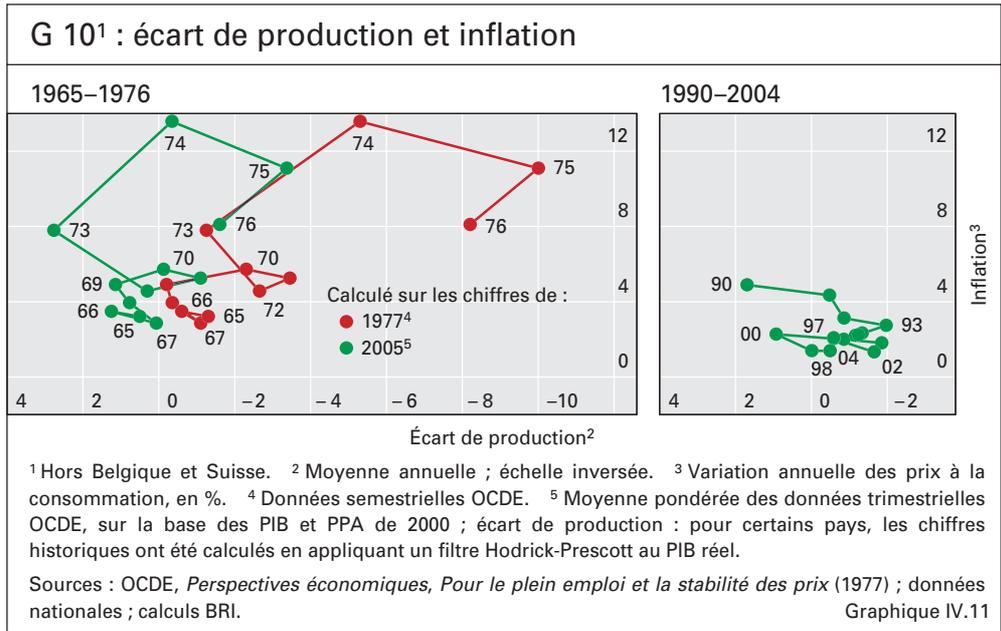
À la fin des années 60 et au début des années 70, l'accumulation de tensions inflationnistes avait été favorisée par six facteurs, qui se retrouvent dans la situation actuelle.

...période prolongée de politique monétaire accommodante...

Premièrement, les taux directeurs réels étaient bas et la croissance des agrégats monétaires rapide (graphique IV.10) ; l'orientation accommodante était générale dans les grandes économies industrialisées. La faiblesse des taux longs réels avait aussi contribué à cette situation, d'autant plus que les taux nominaux étaient restés relativement bas et qu'ils avaient dans l'ensemble réagi lentement à l'accélération de l'inflation. Cette politique contribua certes à remédier à l'atonie de l'activité lors de la récession de 1970–71, mais elle aboutit ensuite à une stimulation excessive de la demande durant le boum économique de 1972–73.

Ces dernières années, comme on l'a vu, la politique monétaire au sein du G 3 a aussi été très accommodante. Les taux directeurs nominaux et réels ont été bas et les agrégats de monnaie et de crédit ont augmenté rapidement. De fait, les taux directeurs réels n'ont été durablement proches de zéro, voire négatifs, qu'à deux reprises en quarante ans : dans la période récente et les années 70. Dans les deux cas, l'expansion de la liquidité mondiale a été substantielle. De plus, les taux longs sont restés assez faibles.





Deuxièmement, les « règles du jeu » du système monétaire international avaient transmis au reste du monde les politiques accommodantes des grandes économies, en particulier des États-Unis. Dans un premier temps, la diffusion s'était opérée via le régime de changes fixes du système de Bretton Woods. En pratiquant une politique d'expansion monétaire et budgétaire pour régler des problèmes économiques internes, les États-Unis avaient exporté l'inflation en raison de leur taille et du rôle de monnaie internationale du dollar. Après l'effondrement du système de Bretton Woods, les autres pays n'étaient plus obligés d'accepter l'inflation américaine et pouvaient laisser s'apprécier leur monnaie. Mais, en pratique, ils ont souvent préféré contrer la hausse du cours de change, surtout lorsqu'elle leur semblait due à des entrées de capitaux spéculatifs. Le caractère incitatif des conditions monétaires s'en est trouvé renforcé dans le monde entier.

...régime de change à biais inflationniste...

Le système actuel, ni régime de changes fixes, ni système purement flottant, présente des similitudes avec les dispositifs antérieurs. L'une des principales est la réticence des pays, à des degrés divers, à accepter une appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Un volume sans précédent d'interventions a entraîné une accumulation massive de réserves en dollars et, dans certains cas, des taux directeurs excessivement bas. L'opposition à la dépréciation du dollar a sans doute pu contribuer à l'expansion rapide de la liquidité mondiale (analysée dans le 74^e Rapport annuel).

Troisièmement, dans les années 60, l'aplatissement de la courbe de Phillips – laquelle tenait une place prépondérante dans l'analyse de la relation entre politique monétaire et économie réelle – avait fait croire à tort aux autorités, comme aux économistes, que la stimulation de l'activité n'entraînerait pas d'accélération de l'inflation (graphique IV.11).

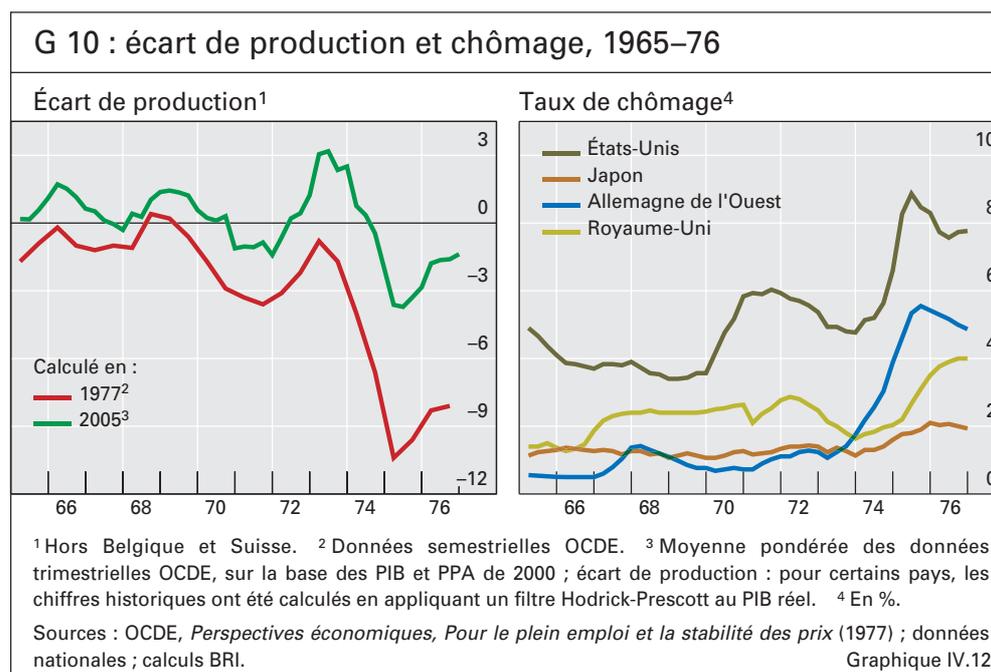
...courbe de Phillips apparemment plate à court terme...

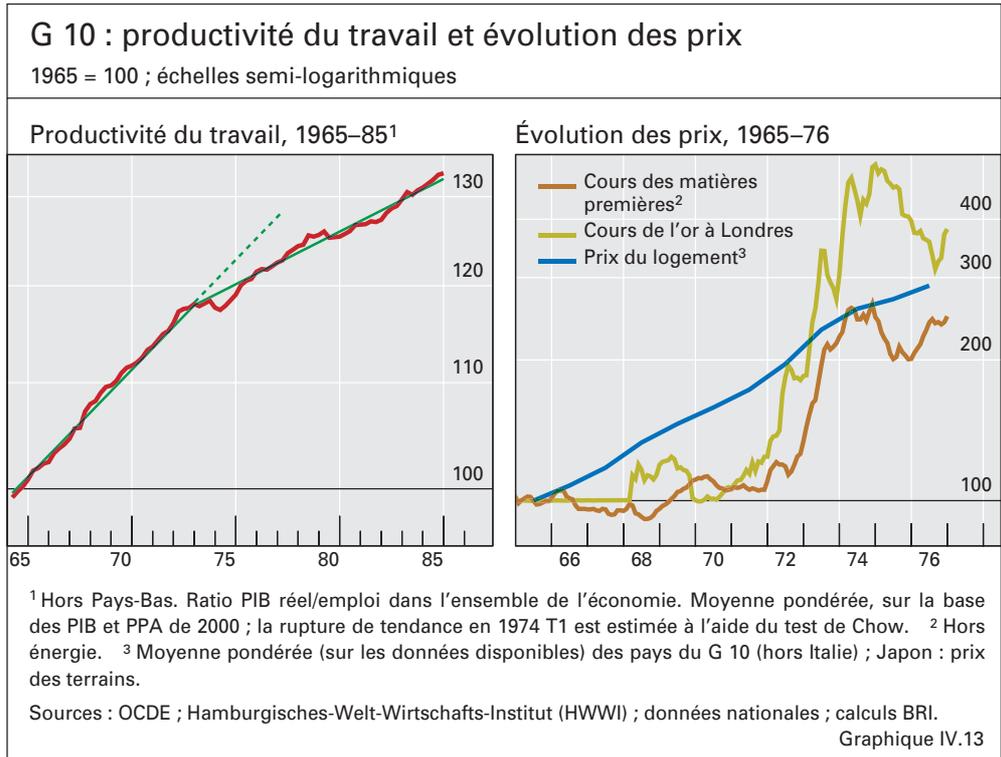
Aujourd'hui aussi, cette courbe, qui représente l'arbitrage à court terme entre activité économique et inflation, s'est considérablement aplatie – au point d'être un peu plus étale et plus basse que durant les années 60. L'activité

semble avoir eu récemment peu de répercussions sur des anticipations d'inflation bien ancrées (graphique IV.11). En outre, après être tombée en disgrâce dans les années 80, la méthodologie de la courbe de Phillips a connu un regain d'intérêt dernièrement : l'actuelle variante keynésienne ouvre des perspectives nouvelles, même si l'on pense généralement qu'elle n'est pas pertinente pour le long terme.

...signaux faussés des indicateurs de sous-utilisation des capacités...

Quatrièmement, durant l'épisode antérieur, les indicateurs classiques des tensions inflationnistes sous-jacentes avaient émis des signaux mitigés, et certainement faussés. Une des principales erreurs venait du fait que les écarts de production passaient pour importants et négatifs. En outre, les taux de chômage augmentaient. À l'époque, la dissociation apparente entre sous-utilisation croissante des capacités et hausse des prix fut expliquée par un changement fondamental dans le processus d'inflation. Certains analystes n'estimaient pas urgent de resserrer la politique monétaire dans de telles circonstances, car ils tablaient sur un retour naturel de l'inflation à des niveaux plus bas, vu le degré de sous-utilisation des capacités. D'autres avaient délaissé l'approche de la courbe de Phillips classique pour une hypothèse selon laquelle l'économie serait soumise à des « limitations de vitesse » : l'accélération de l'inflation du début des années 70 aurait résulté d'une modification non du niveau d'utilisation des ressources, mais de leur mode d'utilisation. Ce n'est que plus tard, avec le recul, qu'il est apparu qu'il y avait eu simplement erreur de mesure (graphique IV.12) ; en réalité, la situation se caractérisait par un excès de demande. L'un des problèmes était que les gains de productivité avaient commencé à ralentir, ce qui n'avait pas été perçu à l'époque (graphique IV.13). En outre, l'augmentation des taux de chômage, qui passait pour conjoncturelle, était en fait largement attribuable aux tendances démographiques et à la générosité des régimes de protection sociale. Dans le même temps, les autorités ont dû tenir compte d'importantes évolutions de





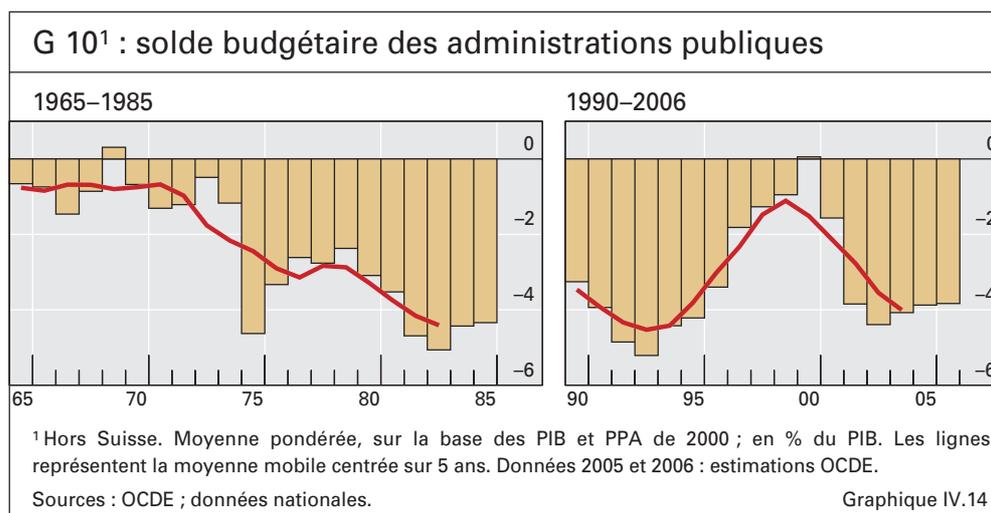
l'offre, notamment des cours pétroliers au milieu des années 70, qui rendaient la situation encore plus opaque.

De nos jours également, les autorités ne peuvent évaluer les tensions inflationnistes avec précision en raison d'incertitudes sur les estimations en temps réel des écarts de production, des taux de chômage non accélérateurs de l'inflation, variables dans le temps, et d'autres indicateurs de sous-utilisation des capacités. Des questions fondamentales sur l'évolution de la productivité et du marché du travail continuent d'obscurcir la visibilité, de même que des questions concernant l'incidence sur l'offre du renchérissement des produits de base. Selon certains, la récente résurgence de l'inflation, malgré la sous-utilisation des capacités qu'ils perçoivent à l'échelle mondiale, s'explique par de nouvelles limitations de vitesse dans plusieurs secteurs, en particulier ceux à forts intrants en produits de base.

Cinquièmement, les cours du pétrole et autres produits de base s'étaient envolés au début des années 70, excédant nettement leurs fourchettes traditionnelles, le pétrole atteignant même des records en termes réels, pourtant dépassés pendant la deuxième crise pétrolière, à la fin de la décennie (chapitre III). En outre, les prix de nombreux actifs offrant une protection contre l'inflation, comme les produits de base hors pétrole et l'immobilier, avaient aussi enregistré des sommets (graphique IV.13). Toutefois, le retournement de ces indicateurs n'avait pas été vraiment synchronisé. Bien entendu, le comportement récent de toutes les matières premières fait largement penser à la période antérieure ; on se souvient peut-être moins que l'immobilier s'était également renchéri. Ce parallèle est intéressant, lui aussi (chapitre II).

Enfin, les politiques budgétaires du début des années 70 étaient devenues plutôt expansionnistes à mesure que les déficits budgétaires se creusaient

...cherté du pétrole et des matières premières...



...politiques
budgétaires
expansionnistes

(graphique IV.14). Elles étaient généralement évaluées, comme les politiques monétaires, à travers le prisme des objectifs de stabilisation keynésiens de l'époque. Elles étaient censées lisser l'activité, même si leurs délais de mise en œuvre avaient parfois tendance à amplifier le cycle plutôt qu'à l'atténuer. Vers 1975, de véritables déficits structurels étaient apparus, alors que les récessions devenaient moins fréquentes et moins irrégulières. Aujourd'hui, après de gros progrès à la fin des années 90 dans la maîtrise des budgets, des déficits structurels encore plus amples apparaissent (chapitre II).

Ces analogies, bien que frappantes, n'augurent pas nécessairement d'un retour imminent de la spirale inflationniste des années 70. Pour mieux saisir les enjeux, il est instructif d'examiner les enseignements tirés de cette expérience et quelques différences importantes entre les deux périodes.

Les enseignements du passé

Des enseignements
majeurs pour
la politique
monétaire :

Aucun élément ne peut raisonnablement être tenu seul responsable d'un des pires dysfonctionnements économiques des cinquante dernières années. La cause en aura été la conjonction d'évolutions économiques malencontreuses et imprévisibles et de stratégies erronées, dans un environnement économique et financier en mutation, ce dont les autorités n'avaient pas pris toute la mesure. Trois enseignements s'imposent pour la conduite de la politique monétaire.

...la stabilité des
prix doit être
préservée...

Le premier concerne l'importance de la stabilité des prix et les moyens institutionnels d'y parvenir. Dans les années 70, l'énorme coût de l'hyperinflation est devenu évident. Sans oublier, notamment, le temps et les efforts gaspillés pour éviter l'impact de l'inflation sur les actifs nominaux, ainsi que la distorsion de l'investissement liée à l'indexation imparfaite des barèmes d'imposition. Par sa forte variabilité, l'hyperinflation entraînait en outre des fluctuations excessives de la production, en raison du manque de clarté des signaux émanant des variations des prix relatifs. Elle imposait de surcroît des primes d'inflation élevées sur les actifs financiers. Les années 70 ont aussi montré qu'une inflation élevée ne présentait aucun avantage sur la durée – l'idée, défendue à l'époque, d'un arbitrage positif à long terme entre inflation et croissance était tout simplement fautive ; cet arbitrage s'est plutôt révélé

négatif, avec des effets délétères sur l'activité. Il n'y a donc rien d'étonnant qu'un consensus intellectuel, politique et social se soit progressivement forgé sur la nécessité de combattre l'inflation. Cela a aussi contribué à asseoir la tendance mondiale à accorder aux banques centrales plus d'indépendance dans l'exécution d'un mandat privilégiant la stabilité des prix.

Un deuxième enseignement aura été l'utilité d'une réaction rapide et vigoureuse aux tensions inflationnistes. Durant les années 70, les autorités monétaires appliquaient généralement des politiques accommodantes pour stimuler l'activité, même quand l'inflation s'accélérait, en partie parce qu'elles n'avaient pas pleinement conscience des coûts de l'inflation, mais aussi parce qu'elles se fiaient à la courbe de Phillips. Il est également apparu que, plus on tardait à contrer les anticipations de hausse des prix, plus le coût final du retour à la stabilité était élevé. De ce point de vue, les autorités monétaires ont été beaucoup plus attentives, durant la décennie passée, à resserrer leur politique dès l'apparition des premiers signes clairs d'inflation. Cela a été déterminant pour instaurer et préserver la stabilité des prix.

...il faut agir en anticipant l'inflation...

Une illustration particulière aura été la reconnaissance de la nécessité de réagir vigoureusement aux effets induits d'un renchérissement du pétrole. L'incidence directe est une accélération de l'inflation, proportionnelle à la composante énergétique de l'indice des prix. Un bond ponctuel du niveau des prix n'a pas nécessairement d'impact durable sur l'inflation et ne justifie donc pas forcément de modifier sensiblement l'orientation de la politique monétaire. Cela étant, si les anticipations d'inflation s'orientent à la hausse (par effets induits), une spirale inflationniste des salaires et des prix peut s'amorcer. Les années 70 ont appris aux autorités monétaires qu'une réaction vigoureuse peut casser cette spirale. La Bundesbank, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, notamment, l'ont démontré lors de la deuxième crise pétrolière : leurs résultats en termes d'inflation ont été bien meilleurs.

Le troisième enseignement des années 70 est qu'il faut évaluer avec prudence la sous-utilisation des capacités – difficile à mesurer précisément, car s'appuyant sur des paramètres non observables, comme la production potentielle ou le taux de chômage non accélérateur de l'inflation, dont la variation peut être imprévisible et identifiable très tardivement. Le ralentissement de la productivité structurelle dans les années 70, pour des raisons qui ne sont toujours pas entièrement claires, montre bien que l'évolution conjoncturelle peut fausser l'évaluation de la sous-utilisation des capacités et amener une politique monétaire trop accommodante. Cela signifie qu'il faut disposer de données actualisées de qualité et les recouper avec d'autres sources ; mais il est avant tout nécessaire d'intégrer, dans les choix de politique monétaire, les incertitudes inhérentes à l'environnement.

...et évaluer avec prudence la sous-utilisation des capacités

À présent : un scénario différent

Fortes de ces enseignements, les banques centrales ne risquent guère de commettre les mêmes erreurs, de sorte que l'histoire ne se répétera pas. Certes, cela n'exclut pas une recrudescence inattendue des tensions inflationnistes, voire de l'inflation elle-même. Mais cela montre que, si elles

Trois grandes mutations de l'environnement économique :

Corrélation inflation/hausse des salaires : comparaison historique						
	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
1965–1979	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Corrélation entre variations annuelles, en %, des prix à la consommation et des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Sources : OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Tableau IV.1

devaient se matérialiser, ces tensions seraient fermement contrées et que le problème serait réglé plus rapidement que par le passé.

Notre confiance est, en outre, confortée par l'existence de différences claires entre les deux époques, concernant le comportement des salaires, l'impact de la mondialisation et l'influence des cours du pétrole.

...un comportement plus modéré des salaires...

Dans l'épisode antérieur, le comportement des salaires était, en général, plus étroitement corrélé à l'inflation (tableau IV.1), pour deux grandes raisons. Premièrement, la période se caractérisait par un pouvoir syndical fort et des revendications salariales dures. Les conflits sociaux, notamment en Europe continentale, débouchaient en outre sur des grèves. Du point de vue des pouvoirs publics, un peu plus d'inflation en contrepartie d'un peu moins de grèves pouvait alors apparaître comme une option intéressante, surtout à une époque où les autorités monétaires étaient moins indépendantes. Deuxièmement, les politiques des revenus étaient bien plus répandues, ce qui a eu de lourdes conséquences dans les années 70 lors de la hausse des cours du pétrole et autres produits de base. L'indexation des salaires a généré des gains de revenus nominaux incompatibles avec l'augmentation des transferts vers les pays producteurs de pétrole et de produits de base. Ces mécanismes d'indexation plus ou moins institutionnalisés ont aussi matériellement contribué à pérenniser l'inflation des prix des biens et des services.

Aujourd'hui, les marchés du travail sont bien plus concurrentiels et soumis aux lois de l'offre et de la demande. Le pouvoir des syndicats s'est émoussé et les négociations salariales sont devenues moins rudes. Cela s'explique en partie par l'augmentation de l'élasticité de l'offre de main-d'œuvre, directement, sous l'effet des migrations et, indirectement, par les échanges et la perméabilité des marchés à la concurrence. Quelles qu'en soient les raisons, il en découle un relâchement du lien entre hausse des salaires et inflation, ainsi qu'une diminution de la part du travail dans les revenus. Cela a contribué à réduire la transmission des divers chocs inflationnistes et a ensuite permis de bien ancrer les anticipations d'inflation (chapitre II).

...une accentuation de la mondialisation...

Autre différence, corollaire de la première, les tensions inflationnistes ont aussi été atténuées par une modification des conditions de l'offre mondiale, sous l'effet de plusieurs tendances. Outre d'importants gains de productivité, qui ont permis d'économiser de la main-d'œuvre et de stimuler la croissance tout en maîtrisant les coûts, la mutation la plus spectaculaire a été l'ampleur de la mondialisation. Certes, la pénétration des exportations japonaises et

coréennes était forte dans les années 60 et 70, mais, actuellement, celle des exportations d'Asie (de Chine notamment) contribue encore davantage à la modération des prix à l'importation et des salaires dans la plupart des pays industrialisés (chapitre II). Les efforts de déréglementation ont également joué un rôle, surtout dans les économies émergentes, en intensifiant la concurrence sur les prix.

La troisième différence concerne le rôle macroéconomique du pétrole. Il y a plusieurs bonnes raisons de penser que la cherté du pétrole aura moins d'incidence sur l'inflation dans le contexte économique actuel (chapitre II). Les principales économies industrialisées sont aujourd'hui beaucoup moins dépendantes du pétrole en termes de barils par unité de PIB, en raison d'un recours accru à des technologies énergétiquement plus efficaces et d'un déplacement de l'activité, des industries de transformation vers les services. Selon les estimations actuelles, l'élasticité de l'inflation et de la production par rapport au cours du pétrole s'est réduite.

...et des liens moins forts entre cours du pétrole et macroéconomie

Modification des risques ?

Si les enseignements tirés des erreurs passées peuvent nous rassurer, nous ne sommes pas pour autant à l'abri de nouvelles erreurs. Les principaux risques pour les autorités proviennent rarement de la répétition d'événements connus, mais plutôt d'évolutions imprévues dans l'économie et l'environnement général. Enfin, comme le montre l'expérience du début des années 70, c'est normalement l'interaction entre la politique des autorités et cet environnement qui peut poser de nouveaux problèmes inattendus.

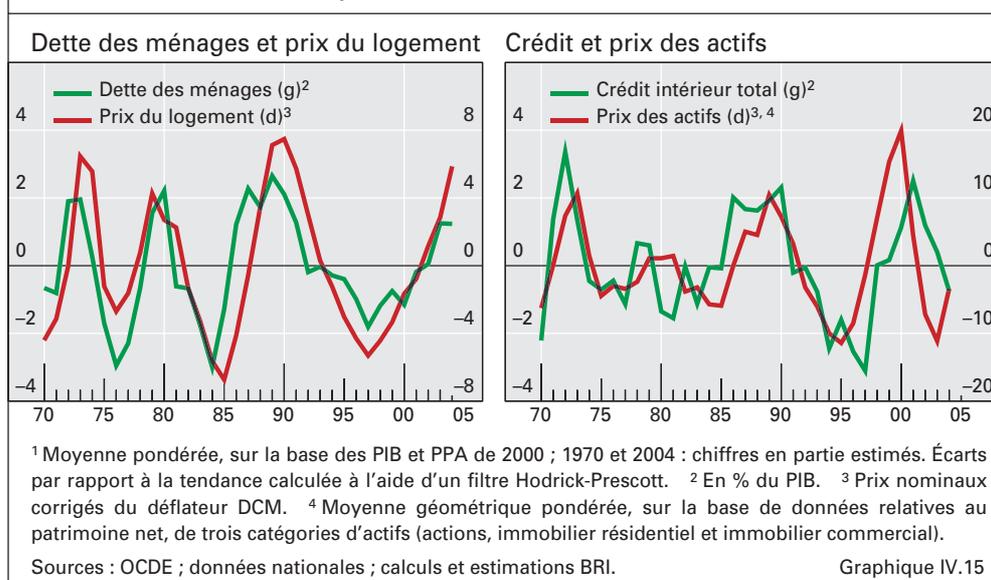
Une répétition de l'histoire est peu probable, mais il existe néanmoins un risque important en raison...

De ce point de vue, les inévitables évolutions imprévues viennent opportunément nous rappeler les limites de nos connaissances sur la dynamique d'une économie moderne. Premier exemple : les prévisions d'inflation ont été systématiquement surestimées durant une bonne partie de la période de désinflation et, de nouveau, plus récemment ; en outre, l'inflation semble désormais moins sensible aux indicateurs nationaux des pressions de la demande (chapitre II). C'est l'image miroir des sous-estimations systématiques de l'épisode antérieur. Deuxième exemple : la conjonction de taux (directeurs et du marché) qui semblent bien inférieurs aux niveaux compatibles avec une croissance non inflationniste à long terme, dans un contexte d'inflation plutôt modérée. Troisième exemple : la persistance des cycles expansion-contraction du crédit et des prix des actifs, avec leurs conséquences chaque fois déstabilisantes pour l'économie (graphique IV.15), malgré l'acquis de la stabilité des prix, ce qui met à mal l'idée qu'ils disparaîtraient avec la fin de l'hyperinflation.

...de l'évolution du processus d'inflation ; de taux directeurs très bas ; de la hausse des prix des actifs et du crédit

Il est certes possible de trouver des explications à ces évolutions déconcertantes. On pourrait dire que, paradoxalement, ces nouveaux défis pour les banques centrales résultent en partie de la confluence de trois mutations incontestablement bénéfiques : la mondialisation de l'économie réelle, facteur fondamental de désinflation ; la libéralisation des marchés des capitaux, synonyme de réduction des contraintes financières pesant sur les processus cumulatifs de formation des prix des actifs ; la crédibilité nouvelle des banques centrales dans la lutte contre l'inflation, ancrage des anticipations

G 10 : dette, crédit et prix des actifs¹



empêchant que les pressions de la demande se traduisent rapidement en poussée d'inflation (Conclusion).

Malgré tout, il est difficile de saisir pleinement l'incidence de chaque mutation, et encore davantage les interactions entre elles. Manifestement, une grande incertitude plane sur les processus en jeu. À n'en pas douter, cela complique la formulation de l'orientation monétaire. Les mutations, en effet, peuvent modifier le mécanisme de transmission des chocs extérieurs et de la politique monétaire, mais aussi la nature des risques.

Certains défis récemment rencontrés par les banques centrales illustrent ces difficultés. Dans plusieurs pays, comme la Suède, le recul de l'inflation bien en deçà des objectifs, malgré la vigueur de l'activité, a conduit à se demander si la banque centrale ne devrait pas assouplir davantage sa politique. Mais cela pourrait bien accentuer les premiers signes de déséquilibres financiers sur le marché du logement, au risque d'un dénouement malvenu par la suite. La sensibilité limitée de l'inflation aux pressions de la demande intérieure peut exacerber le dilemme en plaidant pour un assouplissement plus marqué. Plus généralement, dans de nombreux pays, le niveau relativement élevé de l'endettement des ménages et des prix du logement complique la stratégie d'abandon de l'orientation accommodante. Ce niveau rend d'autant plus difficile le choix de l'ampleur et du rythme du resserrement, en augmentant l'incertitude quant à la réaction des prix des actifs et des décisions de dépenses qui en découlent. En Australie, un relèvement modeste (25 points de base) s'est accompagné d'un ralentissement prononcé du marché du logement. Une mesure plus radicale pourrait s'avérer nécessaire en cas de soudaine poussée d'inflation, par effet décalé des pressions de la demande ou des prix de l'énergie. On ne saurait exclure, alors, qu'un relèvement des taux jugé approprié déclenche, à terme, un épisode de désinflation.

Les banques centrales pourraient être placées face à de nouveaux défis

Ces exemples montrent simplement que, aujourd’hui comme hier, les banques centrales doivent être conscientes des limites de leur savoir et éviter de confondre consensus et vérité. En outre, elles doivent être vigilantes et se préparer à l’apparition de risques venant de domaines inattendus. Rien ne saurait remplacer une évaluation méticuleuse de conditions et processus économiques en mutation. Il est important de tirer les enseignements du passé, mais, comme le souligne la Conclusion, on n’a jamais fini d’apprendre.

V. Marchés des changes

Faits marquants

La période considérée a été caractérisée par un repli généralisé du dollar EU en 2004. Comme les deux années précédentes, celui-ci s'est nettement déprécié par rapport à l'euro, au yen et à d'autres monnaies flottantes ; cette fois, cependant, il s'est également affaibli vis-à-vis de plusieurs monnaies d'économies émergentes d'Asie. Entre janvier et mi-avril 2005, la tendance à la baisse s'est toutefois en partie inversée.

Trois grands facteurs paraissent à l'origine de ces trajectoires changeantes du dollar. L'augmentation du déficit des paiements courants des États-Unis et l'impression d'une surabondance de dollars dans les avoirs des banques centrales asiatiques ont pu peser sur le change. D'un autre côté, les anticipations sur la croissance et l'évolution des taux d'intérêt ont généralement été favorables au dollar dans les premiers mois de 2005, comme en témoigne l'engouement pour les stratégies de *carry trade*. Enfin, l'accumulation de réserves officielles en Asie a limité sa dépréciation face à diverses monnaies d'économies émergentes de la région. Les hausses vis-à-vis du dollar ont cependant été plus marquées et plus nombreuses que les années précédentes.

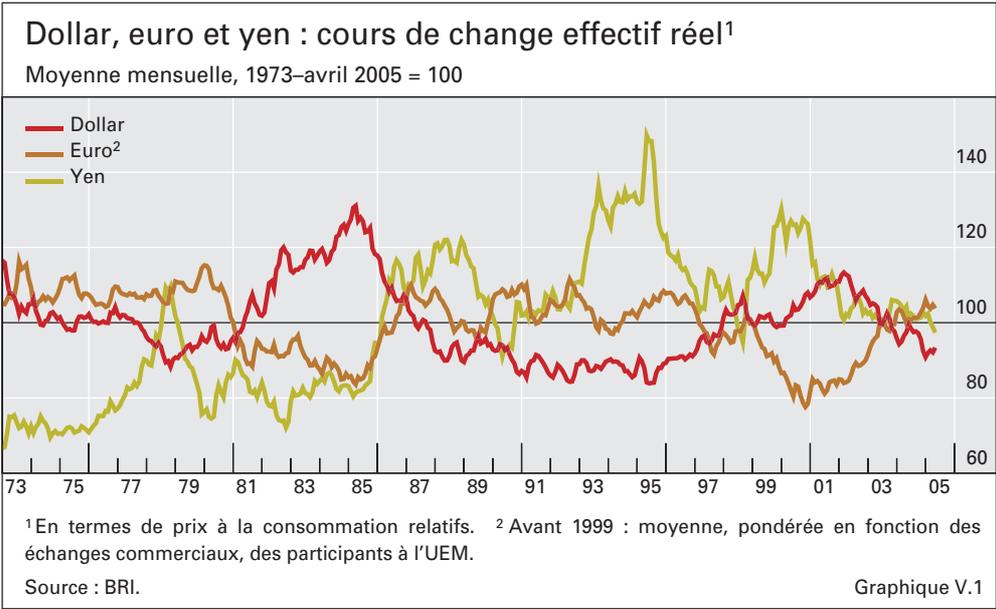
Dans un contexte de faible volatilité, d'importants volumes ont été négociés, surtout par les investisseurs institutionnels et les intervenants ayant recours à l'effet de levier.

Il y a lieu de se demander si le système monétaire international est affecté par les déséquilibres des paiements courants, la composition des portefeuilles mondiaux, ou simultanément par ces deux éléments interdépendants mais distincts. Certes, les premiers ne sont pas tenables à terme, mais ils n'ont peut-être pas encore atteint le point critique communément admis où ils pourraient s'infléchir ; les considérations politiques pourraient d'ailleurs s'imposer avant les impératifs économiques. Quant au déséquilibre potentiel des portefeuilles, il est moins évident qu'on ne l'affirme souvent. Quoiqu'il en soit, un nouvel allègement substantiel du poids du bloc dollar au sens large dans l'économie mondiale pourrait bien, à la longue, entraîner un déséquilibre dans la pondération en devises des portefeuilles.

Variations de change : constat

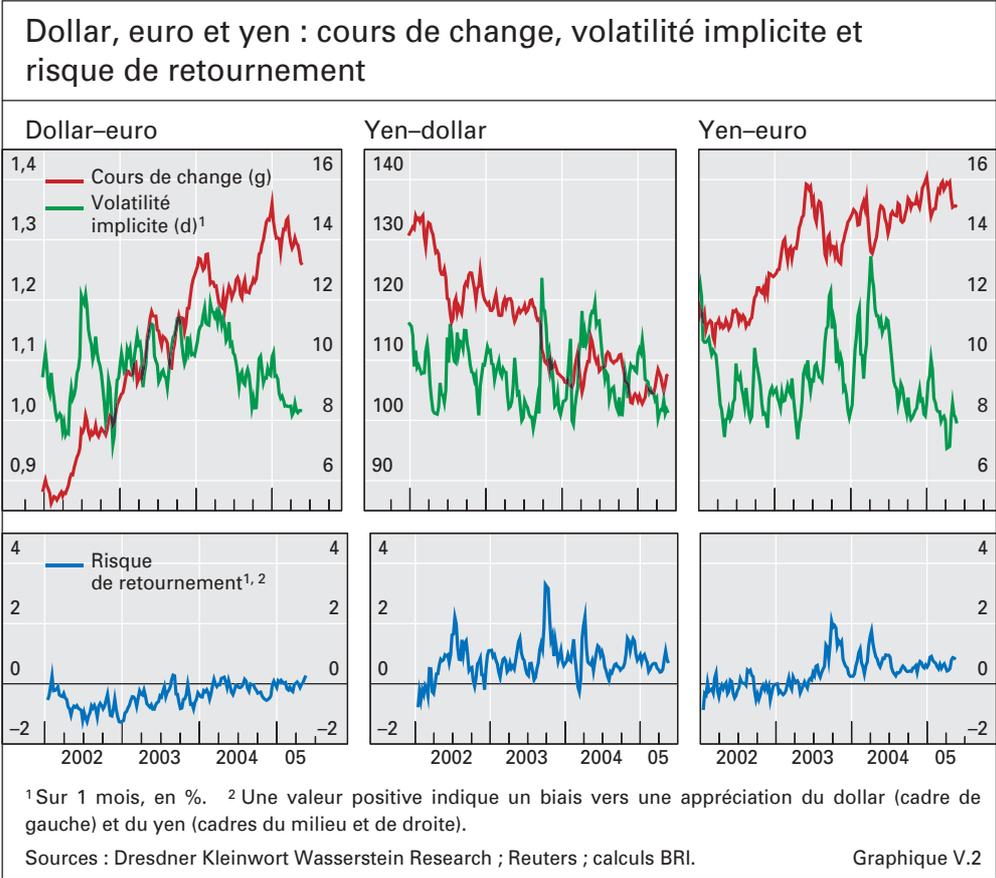
La période examinée peut se subdiviser en deux grandes phases. De mi-mai à fin décembre 2004, le repli généralisé du dollar, amorcé début 2002, s'est poursuivi, avec une nette accentuation au dernier trimestre : fin 2004, il avait ainsi cédé quelque 22 %, en termes effectifs réels, par rapport au pic de janvier 2002

La baisse assez générale du dollar en 2004...



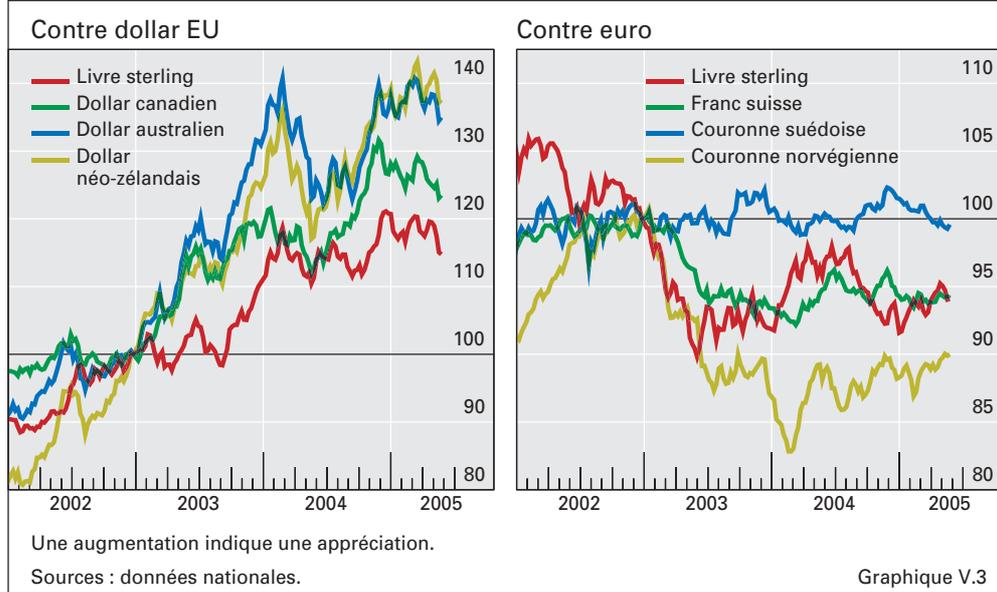
(graphique V.1). L'euro, en revanche, a terminé l'année en hausse de 23 % sur son creux de janvier 2002, tandis que le yen se situait à peu près à son niveau d'il y a trois ans.

L'appréciation des monnaies à l'égard du dollar en 2004 n'a pas été uniforme. Entre mai et décembre, celui-ci a perdu 13 % face à l'euro, qui a inscrit son record absolu le 30 décembre, à \$1,36 (graphique V.2), et 7 % vis-à-vis



Pays industrialisés hors G 3 : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



du yen. Après la mi-mars 2004, cependant, le ministère japonais des Finances n'est pas intervenu pour freiner la hausse du yen. Parmi les monnaies ayant le plus progressé figurent les dollars néo-zélandais, canadien et australien ainsi que la livre sterling, avec respectivement 14 %, 13 %, 7 % et 8 % (graphique V.3). Le dollar s'est aussi affaibli par rapport à la plupart des monnaies européennes hors zone euro.

L'euro a gagné 6 % face au yen, qui est donc demeuré à mi-chemin entre l'euro et le dollar. Également en hausse vis-à-vis du dollar australien (5 %) et de la livre sterling (4 %), l'euro n'a guère varié par rapport aux monnaies de la Suisse, de la Suède, de la Norvège, du Canada et de la Nouvelle-Zélande.

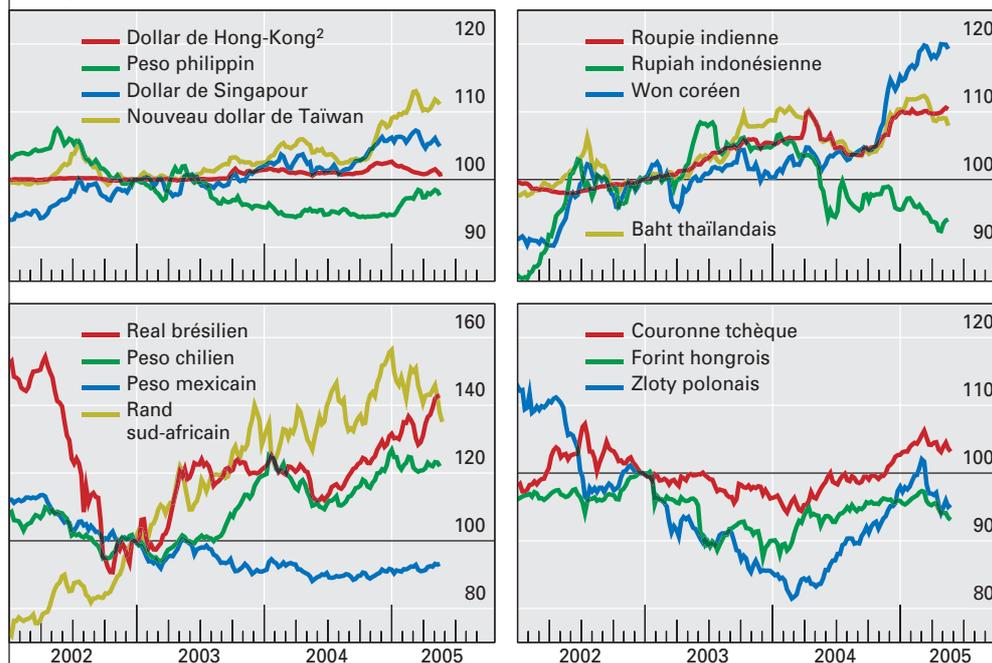
Comme ces dernières années, un certain nombre de monnaies d'économies émergentes ont sensiblement progressé face au dollar (graphique V.4). Fait nouveau, ce mouvement incluait plusieurs monnaies asiatiques, en particulier le won et, dans une moindre mesure, le baht, la roupie et le nouveau dollar de Taïwan. À part le won, les monnaies asiatiques se sont le plus souvent dépréciées vis-à-vis du yen. En Amérique latine, la hausse du real brésilien et du peso chilien par rapport au dollar entre mi-mai 2004 et début 2005 mérite d'être soulignée. La vive appréciation du rand à l'égard du dollar s'est poursuivie, tandis que plusieurs monnaies d'Europe orientale – couronne tchèque, zloty et forint – ont effectué une nette remontée face au dollar et à l'euro, lui-même en hausse.

Durant la seconde phase, de début janvier à mi-avril 2005, le dollar s'est quelque peu repris dans l'ensemble, sous l'effet de la publication de données macroéconomiques positives aux États-Unis. Il s'est apprécié d'environ 6 % contre l'euro et le yen et de 3-4 % par rapport à la livre sterling et aux dollars canadien, australien et néo-zélandais. Les monnaies des économies émergentes d'Asie ont fait exception, en poursuivant leur hausse face au dollar et au yen.

...s'est en partie
inversée début
2005

Économies émergentes : cours de change¹

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



¹ Contre dollar EU (monnaies du cadre inférieur droit : contre euro) ; une augmentation indique une appréciation. Cadre inférieur gauche : échelle comprimée. ² Contrat à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.4

Ces évolutions se sont accompagnées d'une modification du sentiment des marchés, reflétée par les prix des options. Durant la majeure partie de 2004, leur évaluation des probabilités (risque de retournement) était clairement orientée à la baisse du dollar (graphique V.2), surtout vis-à-vis du yen. Début 2005, cependant, la situation a commencé à changer, les prix des options révélant une perception plus positive à l'égard du dollar, avec une quasi-disparition de l'asymétrie des probabilités.

Modification du sentiment des marchés...

Toutes ces variations de change se sont inscrites dans un contexte marqué par deux grandes tendances. Premièrement, comme le suggèrent l'édition 2004 de l'enquête triennale des banques centrales et des sources de marché, le négoce a bien progressé entre 2001 et 2004 (tableau V.1), avec un

...dans le contexte d'un négoce actif...

Transactions de change : volume déclaré par les courtiers¹

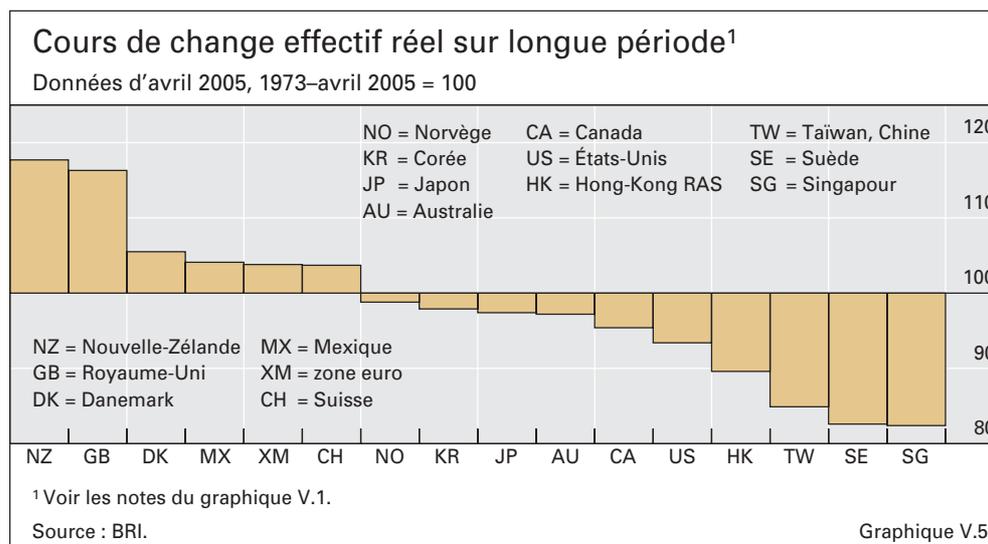
Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars EU

	1992	1995	1998	2001	2004
Contreparties :					
Autres courtiers	540	729	908	689	936
Établissements financiers	97	230	279	329	585
Clientèle non financière	137	178	242	156	252
Lacunes dans les déclarations (e)	44	53	60	26	107
Total change « classique »	818	1 190	1 490	1 200	1 880

¹ Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières.

Source : BRI, *Triennial Central Bank Survey*, mars 2005.

Tableau V.1



...et d'une faible volatilité

Baisse du dollar inférieure à celle du milieu des années 80

volume journalier moyen de \$1 900 milliards en avril 2004. Cette hausse (36 %, à cours de change constants, par rapport à avril 2001) a largement annulé la chute observée entre 1998 et 2001. La part des échanges entre courtiers et clientèle financière a notablement augmenté, passant de 28 % à 33 % du volume total, ce qui serait dû, dans une large mesure, à la présence accrue des investisseurs institutionnels, des spéculateurs et des trésoriers d'entreprise. Deuxièmement, comme sur les autres marchés financiers (chapitre VI), la volatilité historique et implicite a eu tendance à diminuer ou à se stabiliser à des niveaux relativement bas. Globalement, les marchés des changes ont donc continué à bénéficier de conditions ordonnées et d'une abondante liquidité.

S'agissant de l'ampleur des variations de change, deux aspects valent d'être soulignés. Premièrement, les modifications des cours des monnaies du G 3 entre janvier 2002 et décembre 2004 n'ont pas atteint l'amplitude du milieu des années 80, quand le dollar avait perdu environ la moitié de sa valeur à l'égard des deux autres, après une période de hausse excessive jusqu'en 1985 (graphique V.1). Deuxièmement, en termes effectifs réels, les grandes monnaies ne sont guère éloignées à présent de leur cours moyen de l'après Bretton Woods (graphique V.5). En avril 2005, le dollar ne se situait qu'à 6 % au-dessous de sa moyenne d'après 1973, tandis que l'euro et le yen étaient proches de leur cours moyen à long terme. Seuls le dollar néo-zélandais, le livre sterling, le nouveau dollar de Taïwan, la couronne suédoise et le dollar de Singapour s'en étaient écartés de plus de 15 %.

Variations de change : déterminants

Trois grands facteurs paraissent avoir contribué à l'évolution du change durant la période considérée. Tout d'abord, l'attention portée par les marchés au déséquilibre extérieur des États-Unis et au poids du dollar dans les portefeuilles internationaux semble avoir eu une incidence notable sur la monnaie américaine. Ensuite, les perspectives de croissance intérieure et les écarts de taux d'intérêt ont également joué un rôle dans les fluctuations des principales devises (début 2004, puis durant les premiers mois de 2005) et,

dans une moindre mesure, dans l'évolution des monnaies d'économies émergentes. Enfin, les politiques de change et les interventions dans le monde émergent, en Asie surtout, ont influencé le comportement des monnaies.

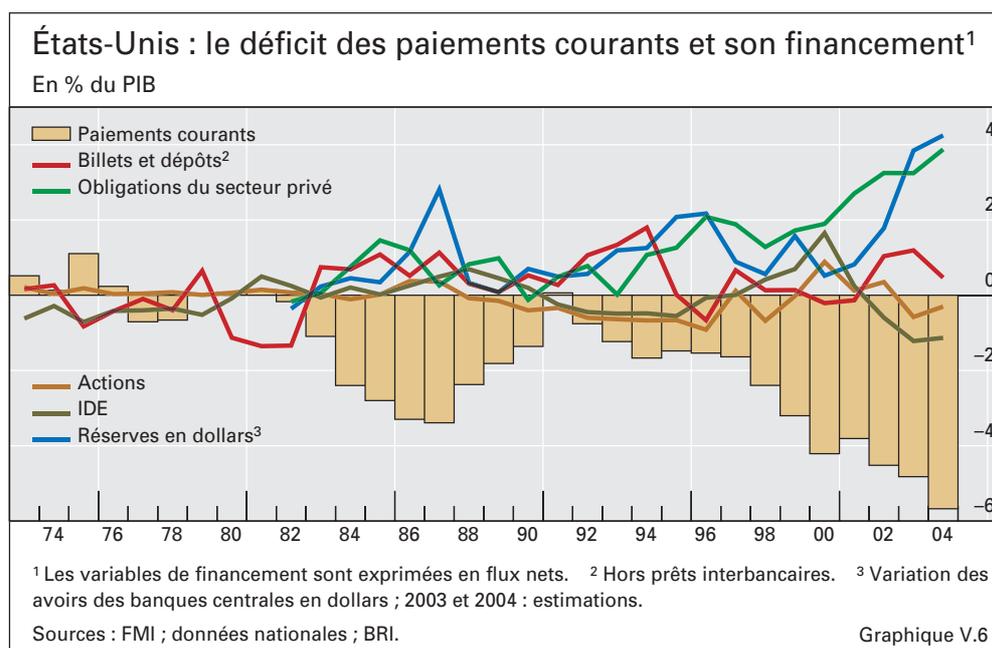
Le déficit courant américain et l'impression d'une surabondance de dollars

Comme les deux années précédentes, l'attention suscitée par l'accroissement du déséquilibre extérieur des États-Unis et par ce que certains jugeaient être une surabondance potentielle de dollars dans les portefeuilles a été la principale cause du repli généralisé du dollar en 2004. Les marchés se sont focalisés sur le déficit des paiements courants, qui a atteint 5,7 % du PIB (graphique V.6), et sur les engagements extérieurs nets du pays, supérieurs à 25 % du PIB ; ils ont paru moins sensibles au fait que les États-Unis, malgré leur endettement extérieur net, restaient destinataires nets de revenus d'investissements.

Le marché focalisé sur le déficit courant américain et la surabondance potentielle de dollars

Pendant la majeure partie de 2004, les anticipations d'une poursuite de la dépréciation du dollar ont semblé se traduire par une moindre propension du secteur privé à financer le déficit courant américain : on a constaté un nouveau recul de la part des financements privés, en particulier sous forme d'actions et d'IDE, avec une augmentation des capitaux publics (graphique V.6). Durant l'année, les choix des banques centrales – qui, par ailleurs, avaient accumulé des réserves de change sans précédent – vis-à-vis des actifs en dollars ont suscité un intérêt croissant. Les pertes sur les réserves en monnaie américaine ont focalisé l'attention dans plusieurs pays, et les marchés sont devenus très sensibles à tout signe de diversification des réserves officielles.

Une analyse de régression montre que le déséquilibre extérieur des États-Unis et l'impression d'une surabondance potentielle d'actifs officiels en dollars ont pu peser sur la monnaie américaine. Premièrement, le cours moyen du dollar a fléchi par rapport à l'euro après l'annonce d'un ample déficit de la



Cours dollar–euro : incidence des annonces ¹			
	Coefficient	t de Student	Valeur p
Emplois non agricoles ²	-0,0011	-2,95	0,00
Balance commerciale ²	-0,0005	-2,62	0,00
Achats de valeurs du Trésor EU ³ :			
Total	-0,0000	-2,84	0,00
Par les autorités	0,0000	8,30	0,00
Réserves : pas de diversification ⁴	-0,0009	-0,50	0,61
Réserves : diversification ⁵	0,0038	2,50	0,01

¹ Résultats d'une régression, estimée sur la période janvier 2002–avril 2005, expliquant les variations journalières, en %, du cours dollar–euro après les annonces suivantes : indicateurs macroéconomiques ; entrées de capitaux aux États-Unis ; modifications éventuelles dans la composition en devises des réserves officielles de change. ² Différence entre la valeur courante de chaque indicateur et sa valeur selon les enquêtes de marché, divisée par leur écart type. ³ Données TIC ; variation mensuelle (en %) des achats nets de titres américains par des non-résidents. ⁴ Annonces, même non confirmées, indiquant que la part du dollar ne diminue pas dans les réserves de change officielles. ⁵ Annonces, même non confirmées, indiquant que la part du dollar diminue dans les réserves de change officielles.

Sources : Bloomberg ; Treasury International Capital System (TIC) ; estimations BRI. Tableau V.2

balance commerciale (tableau V.2). Deuxièmement, le dollar a aussi réagi aux statistiques sur les achats de valeurs du Trésor EU par les non-résidents : il s'est plutôt apprécié quand le total était en hausse et déprécié quand les achats officiels augmentaient ; cela corrobore l'idée que les marchés ont interprété ces modifications dans la composition du financement du déficit américain (privé–officiel) comme un signe de son caractère insoutenable. Troisièmement, le dollar a eu tendance à s'affaiblir quand il a semblé, même s'il ne s'agissait que de rumeurs, que les banques centrales envisageaient de diversifier leurs réserves de change. L'impact de ces annonces a été asymétrique, c'est-à-dire plus fort quand le dollar était attendu en baisse. L'effet des données concernant la balance commerciale américaine ou les réserves de change officielles est devenu statistiquement significatif aux alentours d'août 2004, moment où le recul du dollar a été particulièrement marqué.

Écarts de taux d'intérêt

Incidence
ponctuelle des
écarts de taux
d'intérêt

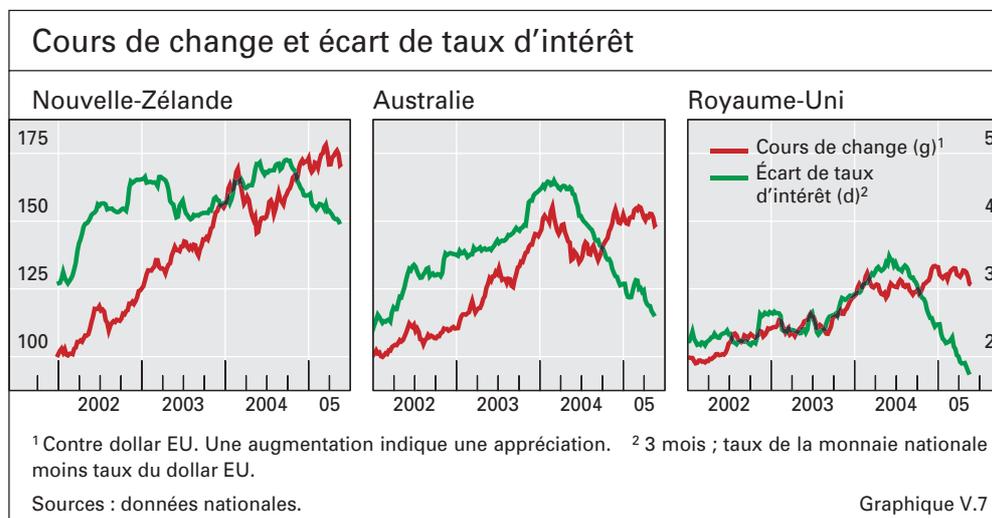
L'évolution du change a aussi été tributaire des anticipations de croissance et des écarts de taux d'intérêt. Chacun sait qu'il est difficile d'établir l'existence d'une corrélation étroite entre les variations de change et les écarts de taux constatés ou anticipés. Des indications en ce sens ont pu cependant être observées, ces dernières années, pour certaines économies à des moments donnés (graphique V.7). Ainsi, entre janvier 2002 et février 2004, des capitaux en quête de rendement ont recherché hors dollar des taux plus rémunérateurs, au bénéfice de plusieurs devises – la livre sterling et les dollars canadien, australien et néo-zélandais, surtout. Ce facteur a renforcé l'influence des cours des produits de base et de l'évolution favorable des termes de l'échange. De même, les deux épisodes d'appréciation du dollar face à ces monnaies, de février à mai 2004 puis de janvier à mi-avril 2005, ont reflété une diminution, voire une inversion, des écarts de taux avec les États-Unis.

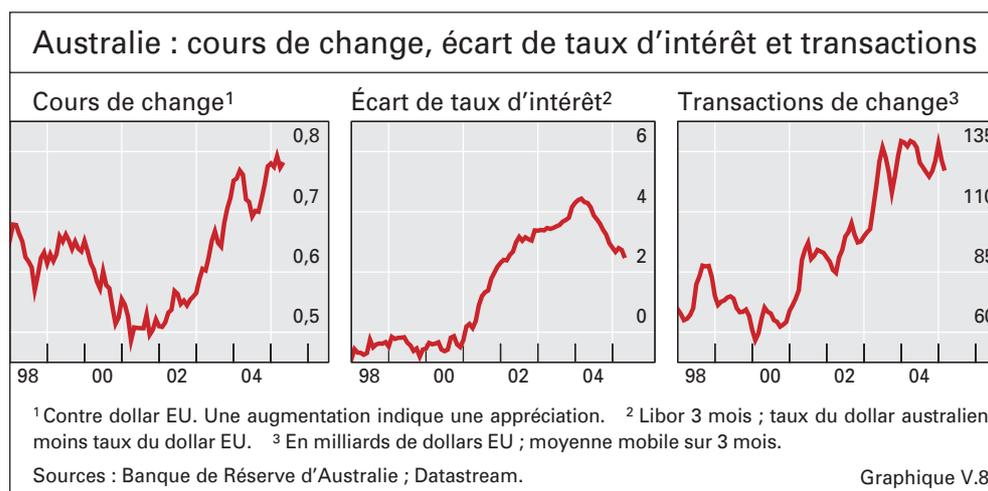
Dans un contexte toujours marqué par une quête générale de rendement, les écarts de taux d'intérêt sont également demeurés importants pour certaines monnaies d'économies émergentes. Ainsi, jusqu'en 2004, en présence de conditions de financement attrayantes (au vu du bas niveau des taux) et d'un goût marqué pour le risque (qui a pesé sur les primes), les monnaies offrant des rendements supérieurs – en particulier le peso chilien, le rand et le real – ont eu tendance à s'apprécier face au dollar. À l'inverse, quand le coût des capitaux a augmenté et que la tolérance à l'égard du risque a diminué, celles dont le différentiel d'intérêt était positif mais décroissant se sont plutôt dépréciées vis-à-vis du dollar. On peut citer, là encore, le peso chilien et le rand, qui ont cédé respectivement quelque 5 % et 10 % dans les premiers mois de 2005.

Prisés par les investisseurs internationaux en quête de rendement, les écarts de taux d'intérêt constatés et anticipés ont influé sur les cours de change par l'intermédiaire des stratégies de *carry trade*, qui consistent à lever des fonds dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre, mieux rémunérée, en postulant que l'éventuelle dépréciation de la seconde ne sera pas suffisante pour annuler l'écart de taux. Diverses catégories d'investisseurs y ont eu recours pendant une grande partie de 2004, à commencer par les fonds spéculatifs et les intermédiaires sur produits de base, qui auraient été très présents. Depuis 2002, les investisseurs institutionnels ont multiplié les opérations de ce genre, souvent dans le cadre de stratégies de couverture dynamique, le risque de change étant géré activement et indépendamment du sous-jacent dans la perspective de rendements supplémentaires.

Vif succès des stratégies de *carry trade*

Évoqué par des sources de marché, le rôle de ces stratégies est appuyé par deux autres éléments. Premièrement, l'enquête triennale des banques centrales montre que c'est l'activité entre les courtiers et leur clientèle financière qui a le plus progressé (tableau V.1), avec un accroissement exceptionnel pour deux grandes devises cibles – les dollars australien (+98 %) et néo-zélandais (+152 %) – entre avril 2001 et avril 2004. Des données à fréquence plus élevée sur l'Australie confirment que l'augmentation de l'écart





de taux a coïncidé avec une appréciation de la monnaie et une forte expansion des transactions (graphique V.8). Deuxièmement, une analyse de régression sur un groupe de fonds spéculatifs des États-Unis montre que leurs rendements en 2003 et 2004 étaient corrélés de manière statistiquement significative à une variable prenant en compte les écarts de taux et les variations de cours des dollars canadien et néo-zélandais.

Ces conclusions font apparaître que les stratégies de *carry trade* ont contribué à l'appréciation de certaines monnaies face au dollar EU et au yen en 2004. Le dénouement des positions correspondantes, consécutif aux modifications effectives et anticipées des taux directeurs aux États-Unis, début 2005, pourrait, à l'inverse, avoir conforté le rebond généralisé du dollar.

Politiques de change en Asie

Un troisième facteur, déjà important les années précédentes, a continué d'affecter les cours de change durant la période considérée : les interventions des autorités, notamment en Asie, en réaction aux tensions sur leur monnaie. Deux différences sont toutefois à noter par rapport au passé.

Premièrement, le ministère japonais des Finances a cessé d'intervenir sur les changes en mars 2004. L'attention s'est alors portée principalement sur la Chine, où les autorités monétaires ont continué d'accumuler de substantielles réserves en dollars pour préserver la parité avec la monnaie américaine (tableau V.3). Le cours au comptant étant fixe, l'effet des vagues spéculatives a été ressenti au niveau des contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards*, NDF) au troisième trimestre 2004, puis à partir de décembre 2004 (graphique V.9). Le cours des NDF a évolué en fonction du degré de probabilité attribué par les marchés à une modification de l'ancrage par la banque centrale. Les spéculations sur le renminbi ont également affecté le dollar de Hong-Kong, dont le cours à terme a souvent suivi de très près celui des NDF.

Deuxièmement, bien que dans plusieurs économies asiatiques – Corée, Taïwan (Chine) et Thaïlande surtout – le rythme d'accumulation des réserves

Persistence d'importantes interventions en Asie...

...malgré l'absence des autorités japonaises...

Réerves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Encours (février 2005)
	À cours de change courants						
Total	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Pays industrialisés	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
États-Unis	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Zone euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japon	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asie	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
Chine	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corée	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Hong-Kong RAS	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
Inde	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonésie	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Philippines	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Singapour	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taïwan, Chine	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thaïlande	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Amérique latine ¹	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentine	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brésil	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chili	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Mexique	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
PECO ²	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

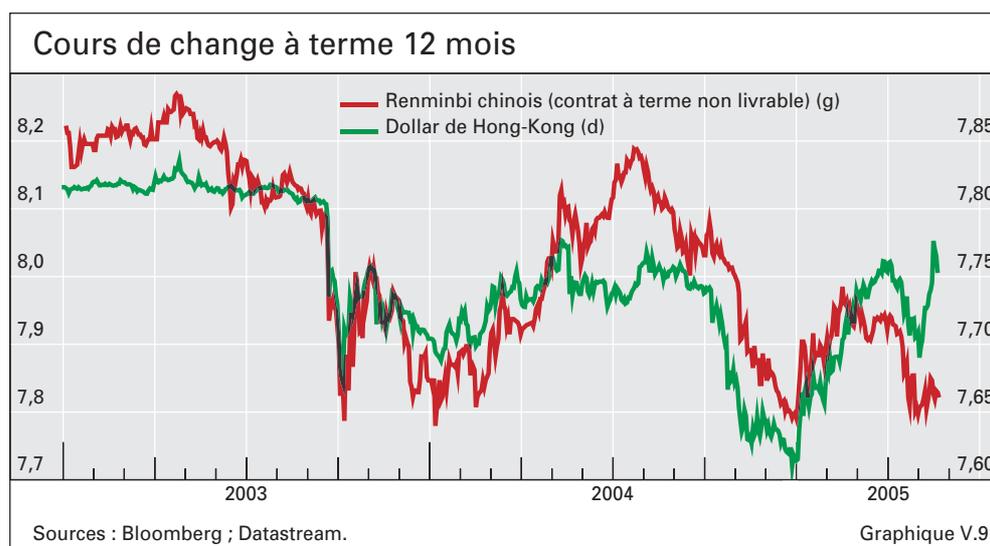
¹ Pays cités plus Colombie, Pérou et Venezuela. ² Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.3

de change se soit accéléré en 2004, les monnaies ont moins étroitement suivi le dollar (graphique V.10). Au second semestre, le won a reproduit plus de la moitié des variations du yen face au dollar, bien plus donc que lors des années précédentes. En particulier, à chaque appréciation de 1 % (en glissement hebdomadaire) du yen, le won a gagné en moyenne 0,6 % vis-à-vis du dollar. Ce parallélisme pourrait notamment résulter de l'orientation des politiques de change en Asie vers des cours effectifs, processus qui semble s'être amorcé vers 2001. On en trouve la confirmation indirecte en Corée, à Singapour, à Taïwan (Chine) et en Thaïlande, où la volatilité du cours effectif nominal a généralement moins augmenté – ou plus diminué – que celle du cours bilatéral avec le dollar (tableau V.4). Par conséquent, si le rôle du dollar en Asie demeure important, le cours effectif prime peut-être désormais, pour les autorités, sur le cours bilatéral. Cette réorientation se matérialise notamment dans la place que l'évolution des anticipations relatives au renminbi semble occuper sur les marchés d'Asie. Même si les mouvements du cours yen-dollar influencent sensiblement les monnaies locales, l'importance du cours NDF paraît de plus en plus grande. Cela pourrait s'expliquer par le fait que les

...et l'appréciation plus marquée de certaines monnaies asiatiques



monnaies locales non rattachées au dollar sont utilisées comme substituts du renminbi. Les pressions spéculatives sur ce dernier se seraient alors répercutées sur les premières.

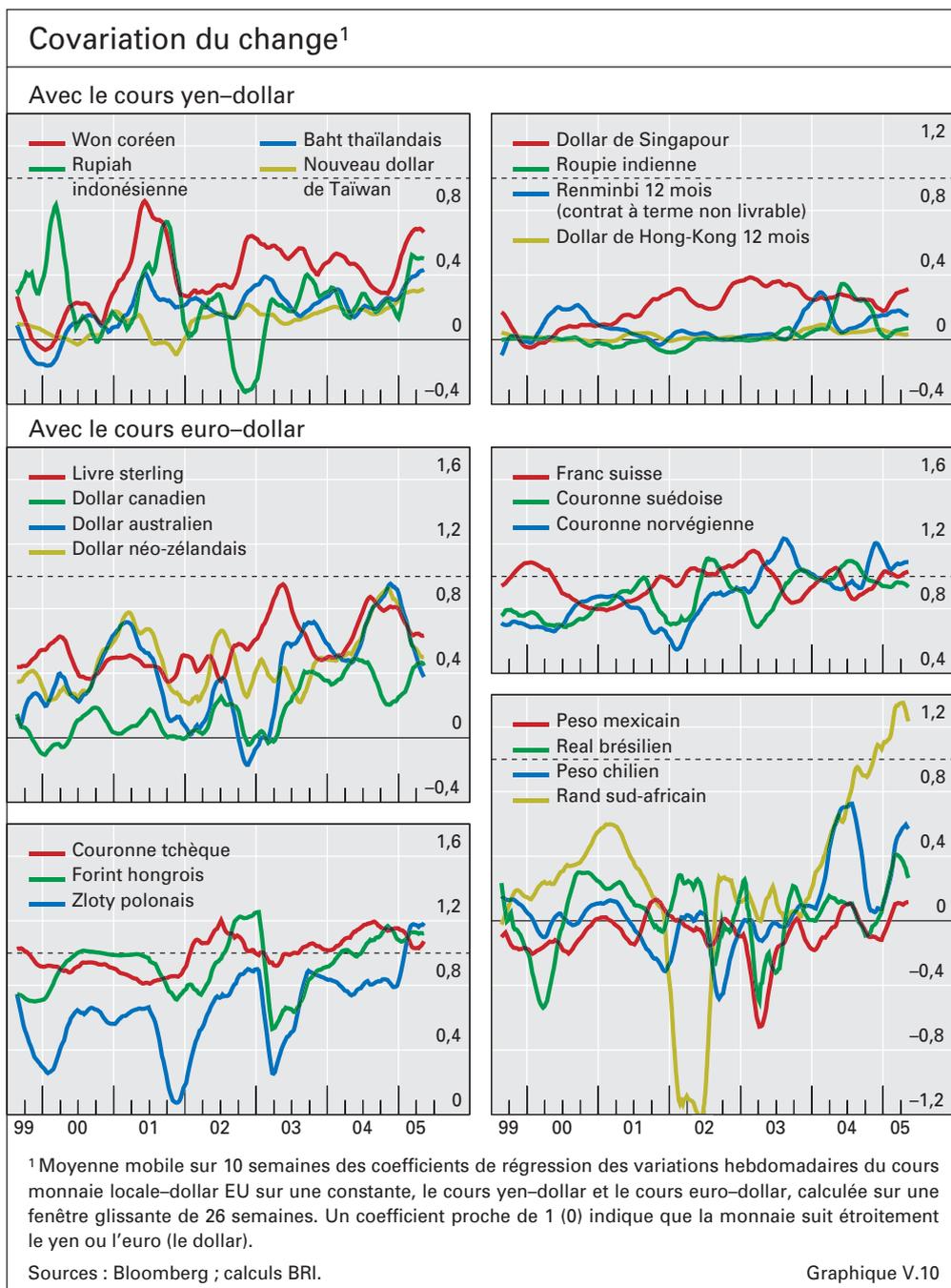
Une évolution similaire des corrélations avec les trois principales devises s'est produite pour les monnaies qui, dans le passé, suivaient de près le dollar, même en l'absence d'interventions sur les changes. Courant 2004, quand celui-ci a fléchi, le cours des dollars australien, canadien et néo-zélandais vis-à-vis du dollar a montré une corrélation exceptionnellement étroite avec celui de l'euro.

Il reste à savoir si ces phénomènes ne sont que transitoires ou s'ils annoncent un changement plus durable du rôle d'ancrage de la monnaie américaine.

Volatilité du cours de change et variation des réserves						
	Janvier 1999–décembre 2001			Janvier 2002–avril 2005		
	Volatilité du cours ¹		Variation des réserves ²	Volatilité du cours ¹		Variation des réserves ^{2,3}
	bilatéral	effectif nominal		bilatéral	effectif nominal	
Chine	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Corée	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Hong-Kong RAS	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
Inde	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonésie	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Philippines	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Singapour	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, Chine	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thaïlande	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

¹ Écart type, calculé pour la période, des variations hebdomadaires annualisées (en %). ² Variation cumulée sur la période, en milliards de dollars EU. ³ Jusqu'à mars 2005.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales ; BRI. Tableau V.4



Déséquilibres des paiements courants et de portefeuille

Deux grandes tendances affectant le système monétaire international ont fait l'objet d'une attention particulière ces dernières années. La première est liée à l'accentuation des déséquilibres extérieurs. La seconde, connexe mais différente, concerne la progression notable des engagements nets en dollars des États-Unis, qui ont financé à la fois le déficit des paiements courants et l'acquisition d'actifs en monnaies étrangères. Les résidents d'autres pays sont à présent détenteurs d'une importante position longue en dollars qui continue à s'accroître, pour un tiers sous forme de réserves de change officielles.

Ces développements pourraient déboucher sur une correction désordonnée des déséquilibres ou mener au protectionnisme, ce qui pourrait nuire à la croissance économique et aux échanges commerciaux ou être source de tensions financières. En outre, des fluctuations erratiques des cours de change pourraient modifier le rôle de monnaie de réserve du dollar EU et de l'euro, avec des conséquences imprévisibles.

Origine du problème : déséquilibres dans les paiements courants...

On distingue deux hypothèses sur l'origine du problème et les solutions envisageables. L'une met en accusation les déficits des paiements courants, qui alourdissent l'endettement et le service de la dette et compromettent à terme la solvabilité. Lorsqu'une génération dépense trop, la suivante doit se restreindre, entraînant ainsi une érosion de la valeur réelle de la monnaie. Se pose alors la question : la persistance des déséquilibres des paiements courants fait-elle problème pour le système monétaire international ?

...ou dans la composition des portefeuilles ?

La seconde hypothèse se fonde sur le principe que les actifs détenus dans des monnaies différentes ne sont pas parfaitement substituables. Ainsi, quand la proportion d'actifs libellés dans une monnaie donnée augmente dans un portefeuille, il en va de même pour la prime de risque correspondante, de sorte que la valeur de la monnaie doit baisser pour rétablir un équilibre entre rendements. Se pose alors cette autre question : la composition des portefeuilles mondiaux constitue-t-elle un problème pour le système monétaire international ?

Des origines systémiques pour les déséquilibres chroniques ?

Ceux qui répondent par l'affirmative à ces deux questions estiment également que le système monétaire international lui-même est peut-être en partie responsable de la situation actuelle. Ils ajoutent qu'il existait autrefois une certaine discipline imposant l'ajustement avant que les déficits ou la surabondance d'une monnaie ne prennent de dangereuses proportions. Sous le régime de l'étalon-or, les corrections avaient un caractère automatique, même si les pays avaient la possibilité, dont ils faisaient usage, de tourner la difficulté en empruntant ou en prêtant à l'étranger. À l'époque de Bretton Woods, le FMI était le garant du système, notamment en imposant aux pays endettés certaines contraintes. Aujourd'hui, il n'existe apparemment aucun moyen réglementaire ou discrétionnaire de forcer créanciers ou débiteurs à réagir en cas d'accroissement des déséquilibres et des positions nettes. Ceux qui concluent à l'existence d'un problème sont conduits alors à proposer de modifier le système lui-même, soit pour résoudre les difficultés rencontrées, soit pour en prévenir d'autres.

À l'inverse, ceux qui répondent par la négative ne voient pas la nécessité d'une réforme systémique, certains laissant même entendre qu'un « nouveau Bretton Woods » est déjà en place. Dans ce schéma, les pays asiatiques stabilisent leur monnaie face au dollar afin de vendre des marchandises aux États-Unis et prêtent simultanément les fonds requis pour leur règlement. Les tenants de cette thèse soutiennent que cet arrangement mutuellement bénéfique pourrait durer des dizaines d'années.

Il convient de déterminer si problème il y a et, dans l'affirmative, de considérer s'il est plutôt dû au déséquilibre des paiements courants ou à la composition des portefeuilles. La distinction est importante parce que la solution proposée dépend du diagnostic. Ainsi, un déséquilibre au niveau

des portefeuilles pourrait être atténué par l'émission, par les résidents des États-Unis, d'obligations en euros, yens ou or (comme les « obligations Carter » du Trésor libellées en marks allemands, francs suisses et yens à la fin des années 70). Cela risque cependant d'aggraver un problème de déficit et d'endettement, car une dépréciation du dollar amplifierait alors la position débitrice des États-Unis.

Dans un souci de clarté, les questions se rapportant à ces deux types de déséquilibres sont examinées séparément, au risque d'estomper leurs nombreux liens. En effet, si le déficit des paiements courants et les engagements internationaux nets des États-Unis s'avèrent intenable à terme, un tel constat pourrait conduire à réexaminer les allocations de portefeuille. De même, les levées massives de fonds en dollars par les États-Unis – que le rôle de réserve du dollar peut avoir facilitées –, visant à financer des avoirs extérieurs rentables, ont nettement réduit les charges du service de la dette et atténué du même coup les préoccupations liées au déficit. En effet, l'expansion des avoirs en dollars détenus par le reste du monde a contribué à limiter l'augmentation, à travers le service de la dette, des engagements internationaux nets des États-Unis résultant des déficits commerciaux.

Les déséquilibres sont liés

Un problème de déséquilibre des paiements courants ?

Les arguments présentés ici concernent les contraintes intertemporelles des budgets nationaux et, par conséquent, l'accumulation d'endettement extérieur, mais non la monnaie. Ils pourraient donc valoir également pour le déséquilibre courant d'une région à monnaie unique comme la zone euro. La différence, dans ce cas, viendrait de ce que seules les tendances divergentes des prix, et non les variations de change nominales, pourraient modifier le cours de change réel (en termes de prix relatifs des biens entrant dans les échanges internationaux par rapport aux autres). Ce type de déséquilibre représente-t-il un problème au niveau mondial ? L'analyse des arguments exposés reconnaît le caractère économiquement insoutenable des comptes extérieurs américains, mais suggère que l'accumulation d'endettement se trouve à un stade moins avancé que la plupart des analystes ne le supposent. En fait, des contraintes politiques pourraient se faire sentir avant les impératifs purement économiques.

Le premier point de discordance concerne le degré d'insoutenabilité, sous l'angle économique ou politique, du déficit des paiements courants américains. Le second tient aux raisons avancées pour expliquer cette dérive. La divergence de vues sur cette question se retrouve sur celle du rôle du système monétaire international.

Oui

La préoccupation dominante est que les comptes extérieurs américains soient insoutenable parce que l'on ne perçoit aucune limite claire à l'augmentation de l'endettement par rapport à la production sous-jacente. Le déficit courant, qui atteint environ 6 % du PIB des États-Unis ou 1 % du PIB mondial, représente déjà deux tiers des excédents courants et près de 8 % de l'épargne

Les déficits des États-Unis sont-ils insoutenable en termes économiques...

totale du reste du monde. De plus, en supposant que les importations américaines restent fortement corrélées au revenu, l'écart de croissance en faveur des États-Unis par rapport à leurs principaux partenaires commerciaux implique que le déficit continuera à se creuser. Plusieurs études prévoient une détérioration rapide : l'une estime le déficit à 7,8 % du PIB en 2008, d'autres à 8,5 %, voire 13 %, en 2010.

Des déficits d'une telle ampleur supposeraient un doublement des engagements internationaux nets, qui passeraient en seulement quelques années du quart à la moitié du PIB des États-Unis. Les réduire par une absorption moindre, tout en maintenant l'emploi dans le secteur américain des biens n'entrant pas dans les échanges internationaux, exigerait un important ajustement de change en termes réels.

...ou en termes politiques ?

Un autre aspect du caractère potentiellement insoutenable du déficit courant est d'ordre politique. C'est peut-être des autorités – qui, aux États-Unis, tolèrent de tels déficits et, en Europe, acceptent les conséquences internes de leur réduction – qu'il faut attendre une réaction. À cet égard, le risque ne réside pas tant dans une crise d'endettement que dans un glissement vers le protectionnisme.

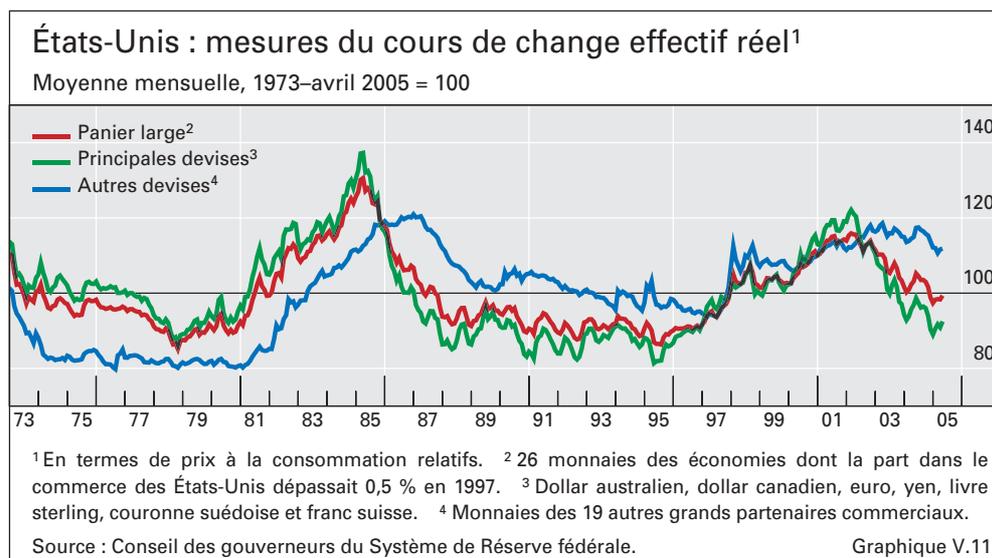
Les déficits des États-Unis reflètent-ils un excédent d'épargne mondial...

Pour expliquer un tel déséquilibre, d'aucuns estiment que la politique des autres pays, reposant sur une croissance tirée par les exportations, et les excédents courants correspondants sont la cause de ces déficits insoutenables aux États-Unis. La première économie mondiale s'ajuste, tout simplement, puisqu'il ne peut y avoir que $n-1$ comptes courants indépendants. Ainsi, le solde courant américain s'est détérioré après la crise financière asiatique de 1997–98, lorsque la région est passée en situation d'excédent courant. Sous cet angle, l'endettement extérieur et le déficit courant américains, qui se situent respectivement à 25 % et 6 % du PIB, permettent l'accumulation de richesse et la persistance d'excédents dans les autres pays. Un classement établi selon le montant en dollars des positions extérieures nettes donne : Japon (actifs nets : 38 % du PIB ; excédent : 3 % du PIB en 2003), Suisse (149 %, 14 %), Hong-Kong RAS (252 %, 11 %), Taiwan, Chine (108 %, 11 %), Allemagne (7 %, 2 %), Belgique (42 %, 4 %), Singapour (83 %, 31 %) et Norvège (28 %, 13 %).

...ou une consommation américaine excessive ?

D'autres avancent comme explication la prédisposition de l'économie américaine à la surconsommation. Le taux d'épargne privée aux États-Unis a chuté à un creux historique et le déficit budgétaire est élevé. L'investissement net privé diminue alors même que le déficit courant augmente. En outre, l'investissement dans le secteur des biens n'entrant pas dans les échanges internationaux ne crée pas les ressources nécessaires au service de la dette extérieure et ne fera que rendre l'ajustement plus difficile.

Au-delà de ces causes immédiates de la persistance des déficits et excédents, certains observateurs, particulièrement dans les pays à régime de change souple dont la monnaie s'apprécie, mettent l'accent sur les failles du système monétaire international. Ils soulignent notamment l'absence de moyens pour empêcher les pays excédentaires de s'opposer à l'appréciation de leur monnaie par le biais d'interventions stérilisées, contrairement à ce qui se passait sous le régime de l'étalon-or. Ils expliquent qu'à l'époque



l'accroissement des réserves gonflait la masse monétaire intérieure et faisait monter les prix, poussant à la hausse le cours de change réel. En outre, l'opinion largement répandue sur les marchés selon laquelle le placement des réserves de change officielles de l'Asie a maintenu les taux longs américains à de bas niveaux laisse penser que le resserrement récent de la politique monétaire aux États-Unis n'a peut-être pas vraiment limité la capacité d'absorption de l'économie américaine. Toujours selon ce point de vue, par leurs interventions stérilisées et leurs placements en obligations américaines, les économies d'Asie se dispensent, et dispensent les États-Unis, de la nécessité d'un ajustement. Le fardeau s'en trouve reporté sur les pays à régime de change plus souple. Il est précisé à cet égard que, si le cours de change réel des « Autres devises » était à son niveau de 1995–96, l'indice global du dollar serait déjà tombé, fin 2004, à ses creux de 1980 ou 1995 (graphique V.11).

Non

Ceux qui considèrent le déficit des paiements courants américains comme un problème moins pressant avancent deux arguments. En premier lieu, s'il y a un problème d'endettement aux États-Unis, il n'en est encore qu'à un stade très précoce ; en outre, la dynamique des comptes extérieurs américains reste très favorable. Selon le département américain du Commerce, la position créditrice extérieure nette est allée en diminuant au cours des années 80 et elle n'est devenue débitrice nette qu'en 1989. De plus, même en 2003, les États-Unis ont encore perçu un montant net de revenus d'investissements internationaux de \$38 milliards (et de \$30 milliards en 2004). Cette situation tient au fait que le rendement des avoirs américains à l'étranger (4 %) est supérieur à celui des engagements des États-Unis (2,6 %), ce qui compense largement l'écart entre les avoirs et les engagements bruts (71 % et 96 % du PIB respectivement). La différence de rendement global traduit une double réalité : les États-Unis placent auprès du reste du monde davantage d'instruments à court terme et à faible risque qu'ils n'en souscrivent ; leurs multinationales à

Les déficits courants des États-Unis pourraient perdurer...

l'étranger génèrent un taux de rendement plus élevé que celui des groupes étrangers aux États-Unis. Quelle qu'en soit la cause, si la rémunération des engagements d'un pays est inférieure à son taux de croissance nominal, ses engagements extérieurs peuvent être stabilisés même en présence d'un déficit commercial. De nombreuses projections sur les comptes extérieurs américains négligent cet élément.

À un degré moindre, un autre facteur limite la hausse de l'endettement extérieur des États-Unis : c'est le reste du monde qui assume le risque de change. Lorsque leur monnaie se déprécie, les économies émergentes empruntant en dollars subissent des pertes de change. En revanche, quand le dollar baisse, les avoirs extérieurs américains enregistrent des gains de change (infra). Cet effet, assimilé par certains à un « allègement de dette » induit par la dépréciation du dollar, contribue à modérer la progression du ratio des engagements extérieurs nets américains par rapport au PIB.

Le second argument avancé accepte l'idée que le déficit courant américain traduit une situation passive de type $n-1$, mais la juge légitime et soutenable, du moins pendant un certain temps. Si le compte en capital est l'élément dynamique, on peut penser que la liberté de mouvement des capitaux les incite à rechercher des rendements plus élevés ou plus sûrs aux États-Unis. De cette façon, la désépargne qui affecte la première économie mondiale n'est que la contrepartie d'une abondance d'épargne à l'étranger (ou peut-être d'une pénurie d'investissement). Si c'est plutôt la balance des paiements courants qui impulse le dynamisme, l'argument s'apparente alors à la thèse d'un « nouveau Bretton Woods » pour caractériser la relation entre les États-Unis et l'Asie. Selon ce schéma, la croissance tirée par les exportations satisfait la demande d'emplois en Asie. Les États-Unis reçoivent des biens de consommation et l'Asie des titres à faible risque libellés en dollars. L'arrangement apparaît stable, quels que soient les déséquilibres qui en résultent.

...à en juger par
l'exemple australien

Certains analystes ont établi un parallèle avec l'Australie, dont les paiements courants sont depuis longtemps déficitaires : sa position débitrice extérieure nette, avec 70 % du PIB, est près du triple de celle des États-Unis. En fait, les autres pays rechercheraient des rendements plus élevés ou plus sûrs en investissant dans les entreprises australiennes (actions et obligations) et en étant prêts à accepter le risque d'un endettement en monnaie locale. À en juger par ce précédent, la situation des paiements courants américains pourrait se révéler insoutenable, mais ce serait alors un problème pour une autre génération.

Ceux qui estiment que le déséquilibre courant ne revêt aucun caractère urgent auraient également tendance à nier que le système monétaire international actuel impose moins de discipline aux pays excédentaires que ses prédécesseurs. Ils mettent en garde contre la tentation d'entretenir une vision idéalisée d'un régime antérieur au lieu d'en analyser le fonctionnement. La stérilisation était une pratique courante à la fois sous le régime de l'étalon-or classique et sous celui de l'étalon de change-or de l'entre-deux-guerres. Les flux d'or et l'expansion de la base monétaire étaient le plus souvent, les premiers temps, de signes opposés, de sorte que l'absence, aujourd'hui, de

pressions à l'ajustement sur les pays excédentaires ne constitue pas une nouveauté. En outre, les déséquilibres courants ne sont ni plus importants ni plus tenaces qu'ils ne l'étaient sous l'étalon-or. Les comportements nationaux en matière d'investissement et d'épargne seraient même plus étroitement corrélés de nos jours, ce qui indique que la mobilité nette du capital n'a pas augmenté.

En conclusion, il ne fait guère de doute que les comptes extérieurs américains suivent une trajectoire insoutenable. Si le coût peu élevé du service de la dette peut faire douter de l'urgence du problème, un attentisme prolongé des autorités augmente les risques d'un ajustement désordonné du marché. De plus, quelle que soit l'opinion de chacun sur le caractère soutenable ou non des déséquilibres, les politiques protectionnistes et les accusations publiques à l'encontre de partenaires commerciaux suscitent des préoccupations, ce dernier élément étant de nature à déstabiliser les marchés financiers. Enfin, il reste à savoir si notre système monétaire international, ou combinaison de systèmes, accroît la probabilité d'un tel problème.

Un problème de déséquilibre des portefeuilles ?

La question posée ici est la suivante : la position débitrice nette des États-Unis *en dollars*, qui représente plus de la moitié du PIB et continue d'augmenter, correspond-elle à un excès de dollars dans les portefeuilles mondiaux ? Il convient de faire un rappel historique, en précisant que l'hypothèse a précédé l'apparition d'un déficit courant chronique aux États-Unis. Il y a quarante ans, lorsque le solde des paiements courants américains était excédentaire, les Européens s'inquiétaient déjà de voir des entreprises américaines acheter des sociétés européennes avec des dollars empruntés à l'étranger. À l'époque, comme aujourd'hui d'ailleurs, des engagements en dollars à faible risque finançaient déjà des actifs en monnaies étrangères assortis d'un risque plus élevé. Ces préoccupations sont réapparues depuis, lors de chaque phase descendante des cycles du dollar sous le régime des changes flottants. La question essentielle qui se pose maintenant est de savoir si les portefeuilles officiels sont surpondérés en dollars. Plus généralement, cependant, on peut se demander si ce n'est pas également le cas des portefeuilles privés. Ce débat s'est trouvé relancé récemment, notamment parce que le dollar connaît sa première phase descendante depuis l'entrée en vigueur de l'euro. La profondeur, l'étendue et la liquidité des marchés de l'euro font de lui le premier substitut crédible du dollar.

Surabondance de dollars...

Oui

L'argument selon lequel les portefeuilles internationaux sont déséquilibrés se fonde au départ sur la position extérieure des États-Unis ventilée par monnaie. En 2003, les engagements nets des États-Unis en dollars (engagements libellés en dollars moins créances dans cette monnaie vis-à-vis du reste du monde) atteignaient \$7 200 milliards, soit 66 % du PIB, selon les estimations. C'est très largement supérieur à leur position débitrice extérieure nette en toutes monnaies (ensemble des engagements extérieurs moins

...dans les portefeuilles privés...

ensemble des avoirs extérieurs), soit 25 % du PIB. La différence représente le solde net positif en monnaies étrangères. La position courte des États-Unis en dollars correspond à une très forte position longue nette du reste du monde, équivalant en fait à plus du cinquième du PIB mondial, hors celui des États-Unis, aux cours de change actuels.

Le fait que les créanciers des États-Unis supportent le risque de marché lié à la dépréciation du dollar peut faire craindre qu'ils cherchent à couvrir leurs positions en période de tensions. En outre, la stabilité des répartitions entre grandes monnaies dans les portefeuilles pourrait être menacée par l'absence de risque de marché du côté des débiteurs, dans la mesure où la dépréciation du dollar réévalue les portefeuilles américains et exerce des effets de richesse qui soutiennent la consommation (même si elle rend les produits étrangers plus onéreux). Les responsables de la politique économique américaine pourraient ainsi se sentir moins contraints de s'opposer à la baisse de leur monnaie, et le reste du monde pourrait alors redouter un certain laisser-faire de leur part.

Les pertes engendrées par la dépréciation du dollar n'ont pas la même incidence en Europe et en Asie, mais les observateurs relèvent, dans les deux cas, des éléments déstabilisateurs. En Europe, de telles pertes subies par les entreprises amenuisent les fonds propres et prolongent le processus de désendettement, ce qui les incite à la prudence en matière d'investissement et d'embauche. Cela freine du même coup tout développement de la capacité d'absorption européenne par rapport à la production et, par conséquent, empêche un ajustement des paiements courants ; cela porte à croire que la dépréciation du dollar est appelée à se poursuivre. En Asie, toute réaction est tempérée par le fait qu'une grande partie de la position longue en dollars est détenue par le secteur public. Cependant, lorsque les parlementaires de l'opposition ont interpellé les autorités au sujet des pertes de change officielles, ces dernières ont parfois répondu par des déclarations d'intention sur la diversification des réserves, qui risquaient de déstabiliser les marchés.

Pour beaucoup d'observateurs, la concentration sur les portefeuilles officiels de la position longue en dollars (environ un tiers du total), répartie, de plus, entre seulement quelques économies d'Asie, rend particulièrement problématique le maintien du statu quo. Les gestionnaires des portefeuilles officiels sont, en effet, relativement peu nombreux. Ces mêmes observateurs notent que les autres gestionnaires de réserves et investisseurs privés, y compris ceux qui jouent sur l'effet de levier, sont extrêmement sensibles aux signes, parfois davantage rapportés que réels, de recomposition hors du dollar.

D'aucuns soutiennent que les portefeuilles officiels sont déjà surpondérés en dollars. La part du dollar correspond en effet à 64 % des réserves de change, alors qu'elle ne représente que 45 %, par exemple, de l'encours d'obligations à moyen et long terme internationales (hors émissions en monnaie locale). D'autres font valoir que, même s'il n'y a pas surpondération, elle pourrait se matérialiser prochainement, surtout si les monnaies s'orientent davantage sur leur cours effectif, comme le laisse penser l'expérience récente (supra).

...et les portefeuilles officiels ?

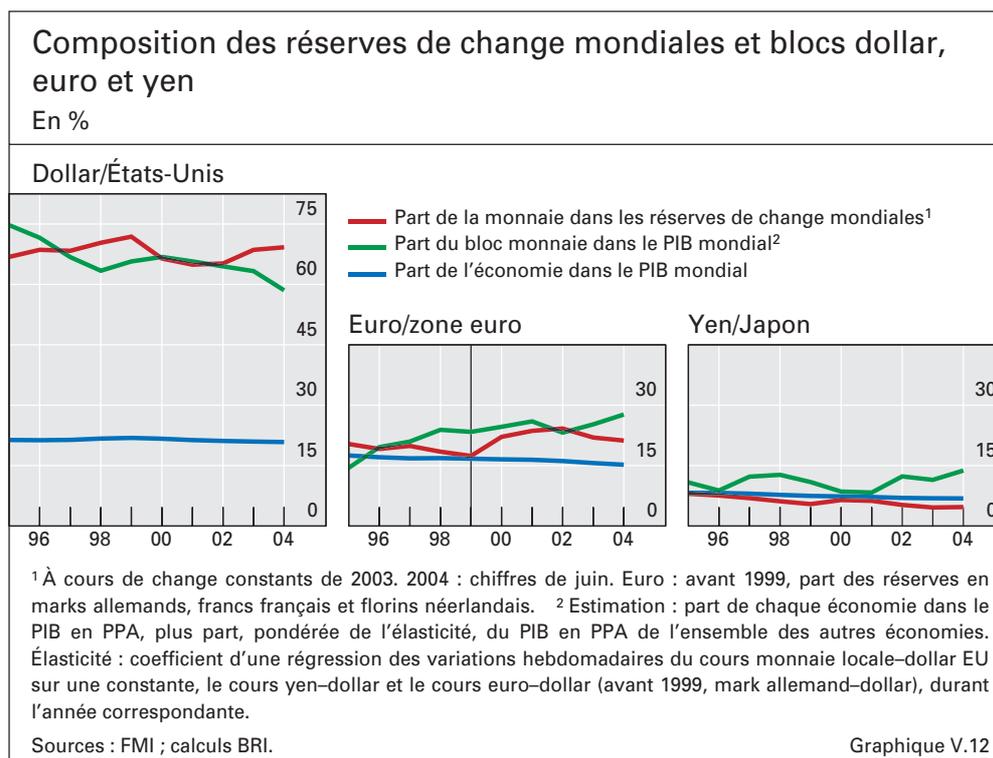
Certes, en principe, une équivalence parfaite entre les volumes négociés sur une monnaie et la composition des réserves officielles n'est pas nécessaire. Ceux qui sont convaincus de l'existence d'une surabondance souligneront toutefois que les parts (connues) des monnaies dans les réserves semblent globalement refléter les tendances sur les changes. Les émetteurs de devises européennes référencées à l'euro présentent une proportion connue assez faible de dollars : 29–30 % en Slovaquie et Croatie, 36 % en Suisse et au Royaume-Uni, et 45 % en Lettonie. Avec une monnaie moins liée à l'euro, l'Australie arrive à 45 % et le Canada à 53 %. Hong-Kong RAS, dont la devise est rattachée au dollar, se situe à 75–80 %.

Toujours selon ce point de vue, il existe un risque de transfert désordonné des placements du dollar vers l'euro si un retournement des changes vient à se produire. À la fin du 19^e siècle, le passage de l'argent et du bimétallisme à l'or dans l'Empire allemand, aux États-Unis et dans l'Union monétaire latine (Belgique, France, Grèce, Italie et Suisse) a comprimé l'offre d'or et contribué à la déflation. La différence, aujourd'hui, réside dans la possibilité d'une offre plus abondante à la fois de titres libellés en euros (par le biais de la gestion de la dette et d'interventions stérilisées) et de la base monétaire de l'euro (à travers des baisses de taux d'intérêt). En principe, cela permettrait mieux de compenser un éventuel transfert désordonné en direction de l'euro.

Non

D'autres analystes soutiennent qu'il n'y a pas surabondance et que les positions longues en dollars dans le monde ne sont pas telles que certains le prétendent. La tendance aux placements en monnaie nationale est en recul, même lorsque les comptes extérieurs d'une économie augmentent plus

Les portefeuilles privés se diversifient...



...et la part du dollar dans les portefeuilles officiels n'est pas manifestement excessive

rapidement que sa production. Les actifs en dollars restent, dans de nombreux cas, le premier vecteur naturel de diversification des portefeuilles.

On peut contester l'idée, en particulier, que les réserves officielles seraient surpondérées en dollars. À l'exception du Japon, la part du dollar dans les réserves de change ne dépassait guère 57 % à la mi-2004 (ce chiffre pourrait être encore inférieur en raison de ventes à terme non communiquées de dollars contre euros). Cette proportion paraît élevée si l'on considère le poids des États-Unis dans l'économie mondiale, mais pas si l'on considère celui du bloc dollar. Un classement des économies, évaluées en termes de parités de pouvoir d'achat, en blocs dollar, euro et yen selon le comportement de leur monnaie (graphique V.10) montre que le bloc dollar représenterait 59 % du PIB mondial (graphique V.12), chiffre pratiquement identique à la part actuelle du dollar dans les réserves mondiales (hors celles du Japon).

Si des transferts officiels (ou privés) se produisaient du dollar vers l'euro, ils pourraient avoir, en outre, une incidence moins marquée sur le marché des changes qu'on ne le prévoit souvent. D'un point de vue analytique, la diversification des portefeuilles en faveur de l'euro s'apparente, par ses effets sur les bilans privés, à une intervention stérilisée. De nombreux observateurs avancent cependant que les émissions de titres d'État libellés dans ces deux monnaies sont interchangeable, si bien qu'il faudrait de très importants reports pour qu'elles aient un effet significatif sur le cours de change. De plus, si de tels réaménagements officiels étaient envisagés, le fait que l'essentiel des avoirs officiels en dollars se trouve concentré sur quelques détenteurs seulement pourrait même constituer un avantage. Un effort de coopération pourrait permettre d'éviter des désinvestissements désordonnés dus au phénomène du « dilemme du prisonnier ».

En résumé, la thèse du déséquilibre dans la composition des portefeuilles, privés et officiels, paraît plus ténue que ne le suggèrent de nombreux analystes. Certes, le bloc dollar s'est amenuisé, et si cette tendance s'accélérait, un déséquilibre dans ces portefeuilles pourrait bien en résulter à terme.

VI. Marchés financiers

Faits marquants

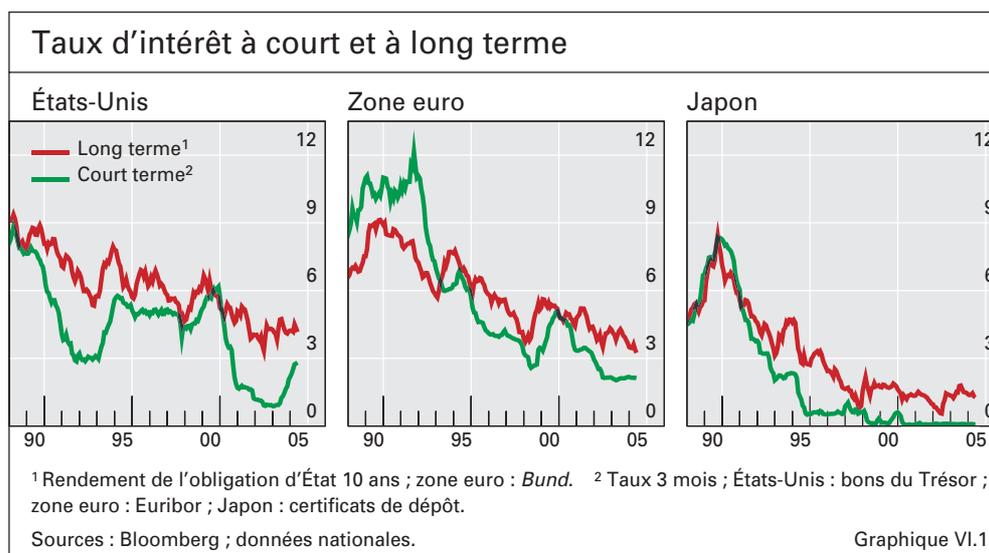
Sur l'ensemble des marchés, les conditions financières se sont assouplies pendant la période considérée, malgré le durcissement opéré par la Réserve fédérale américaine à partir de juin 2004. Même quand les taux d'intérêt à court terme ont commencé à monter aux États-Unis, les principaux taux longs ont baissé, les cours des actions ont augmenté et les marges de crédit se sont resserrées. De nombreux marchés se sont repliés en mars et avril 2005, en raison d'une aversion plus marquée pour le risque et des préoccupations suscitées par une accélération de l'inflation. À la mi-mai, cependant, les cours des obligations et des actions se situaient toujours à des niveaux plus élevés que lorsque la Réserve fédérale avait entrepris de relever ses taux.

Le resserrement des marges de crédit et la hausse des cours des actions durant la majeure partie de la période témoignent de la confiance des investisseurs au sujet des bénéfices des entreprises et des perspectives macroéconomiques. Ces dernières années, cette confiance était nourrie par l'amélioration sensible des fondamentaux. Les changements structurels qui ont joué en faveur des opérations de couverture et de la liquidité peuvent avoir contribué à la faiblesse des marges de crédit, mais les valorisations ont profité tout particulièrement du goût des investisseurs pour le risque. Cette attitude, encouragée par l'orientation durablement accommodante des politiques, a cependant fait place à une réévaluation du risque sur les instruments de dette, en mars et avril, par suite notamment de mauvaises surprises dans le secteur de l'automobile.

Le bas niveau des rendements longs, avec une économie d'apparence vigoureuse et des taux directeurs américains en hausse, a quelque peu surpris – même si les rendements ont augmenté au cours des mois précédant le relèvement des taux de la Réserve fédérale. À première vue, le repli ultérieur des rendements longs laisse penser que les investisseurs en titres d'État étaient moins optimistes à propos des fondamentaux que leurs homologues sur les marchés de la dette et des actions. La bonne tenue des anticipations d'inflation et une meilleure lisibilité de la politique monétaire expliquent en partie le bas niveau des rendements. D'autres facteurs, plus techniques, liés à l'offre et à la demande peuvent également avoir joué un rôle, sans qu'il soit vraiment possible, toutefois, d'en évaluer l'importance.

Les courbes des rendements et l'énigme des taux

Le reflux de rendements à long terme déjà bas sur les principaux marchés, malgré le changement d'orientation des taux directeurs américains, a



Le bas niveau des rendements longs malgré les relèvements des taux directeurs...

beaucoup surpris. Contrairement aux précédents épisodes de durcissement monétaire, qui s'accompagnaient d'une hausse des taux longs, les rendements du Trésor 10 ans ont enregistré un repli cumulé de 50 points de base (pb) en dix mois jusqu'à mi-mai 2005, pour s'établir à 4,12 % aux États-Unis (graphique VI.1). Ils ont également fléchi dans d'autres pays caractérisés par un durcissement monétaire, comme l'Australie, le Canada, le Royaume-Uni et la Suisse. De même, dans la zone euro et au Japon, ils ont cédé respectivement 107 pb et 49 pb de fin juin 2004 à mi-mai 2005. Ils se sont tendus un peu partout en février et mars 2005, mais brièvement et moins nettement que lors de phases antérieures similaires.

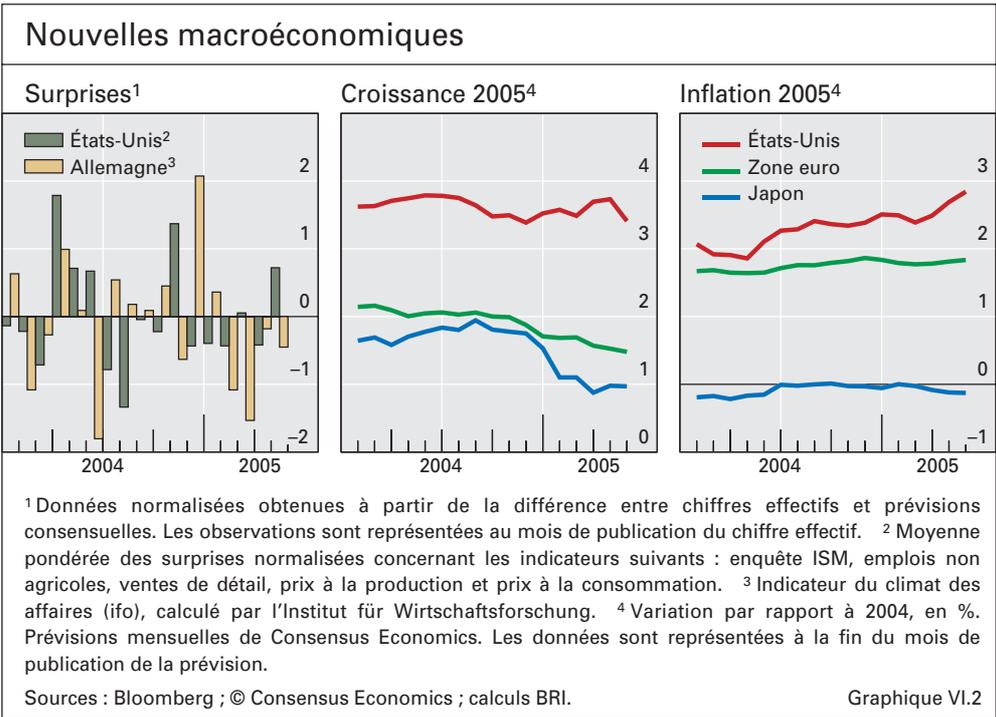
...a été particulièrement surprenant aux États-Unis

Plusieurs explications ont été avancées. La détérioration des perspectives de croissance pourrait en être la cause dans la zone euro et au Japon, mais pas aux États-Unis, où la croissance s'est notablement accélérée après l'été 2004. Les anticipations d'inflation à horizon plus lointain ont été très bien maîtrisées, et les taux réels ont également diminué. Si on a observé une faible volatilité et une réduction des primes de risque, ces facteurs valent surtout pour les échéances courtes et n'expliquent donc pas les niveaux encore exceptionnellement bas des taux longs. Parmi les explications possibles figurent les réformes annoncées des retraites et des conventions comptables, qui peuvent faire anticiper un accroissement de la demande d'actifs de long terme, ou encore l'accumulation d'avois en dollars par les autorités asiatiques – facteurs dont il est toutefois difficile de quantifier l'impact.

Perspectives de croissance

Les perspectives d'un ralentissement conjoncturel fournissent une explication...

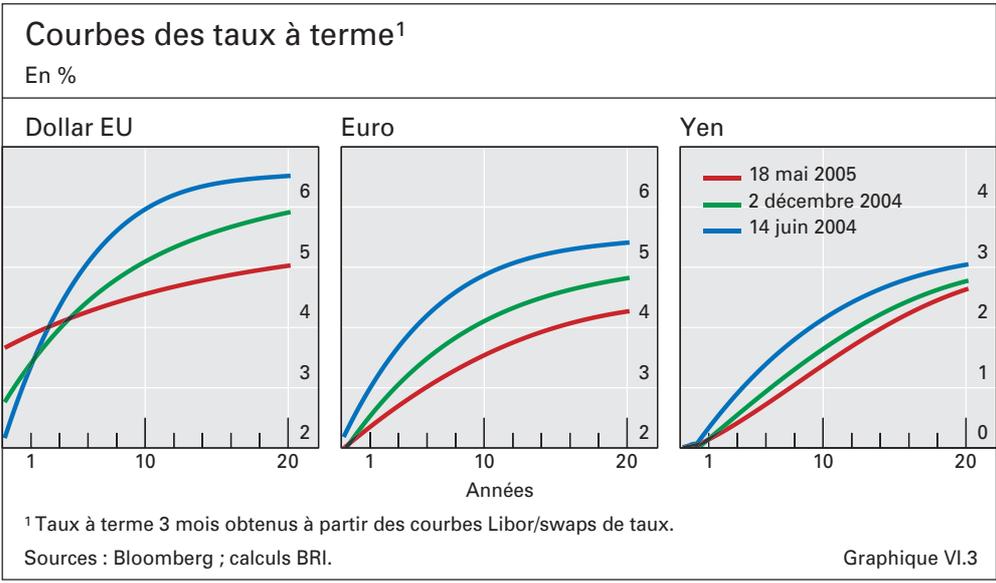
Les perspectives d'un ralentissement conjoncturel ont entraîné un repli des rendements sur l'obligataire (graphique VI.2). Ceux-ci avaient fortement augmenté en avril et mai 2004, en raison de la bonne surprise des chiffres sur l'emploi aux États-Unis et des signaux émis par la Réserve fédérale, qui avaient amené les intervenants à anticiper un relèvement des taux directeurs américains. Puis l'annonce, en juillet et août 2004, de nouvelles statistiques en retrait a provoqué une remontée des marchés obligataires mondiaux, les



investisseurs ne misant plus sur un durcissement monétaire. Les révisions en baisse des perspectives de croissance mondiale n'ont fait que confirmer le pessimisme.

La publication de chiffres meilleurs que prévu a enrayé le recul des rendements en dollars au quatrième trimestre, sans effacer cependant les pertes antérieures. Parallèlement, les rendements en euros et en yens ont continué à fléchir, face à des données macroéconomiques toujours décevantes. D'août 2004 à mai 2005, la prévision consensuelle de croissance du PIB pour 2005 a été révisée en baisse d'un quart pour la zone euro, à 1,5 %, et de moitié pour le Japon, à 1,0 %. En conséquence, l'écart entre les taux à

...mais plutôt en Europe et au Japon



10 ans sur le dollar et l'euro s'est sensiblement accru, culminant autour de 102 pb en mars 2005, son maximum depuis 1999.

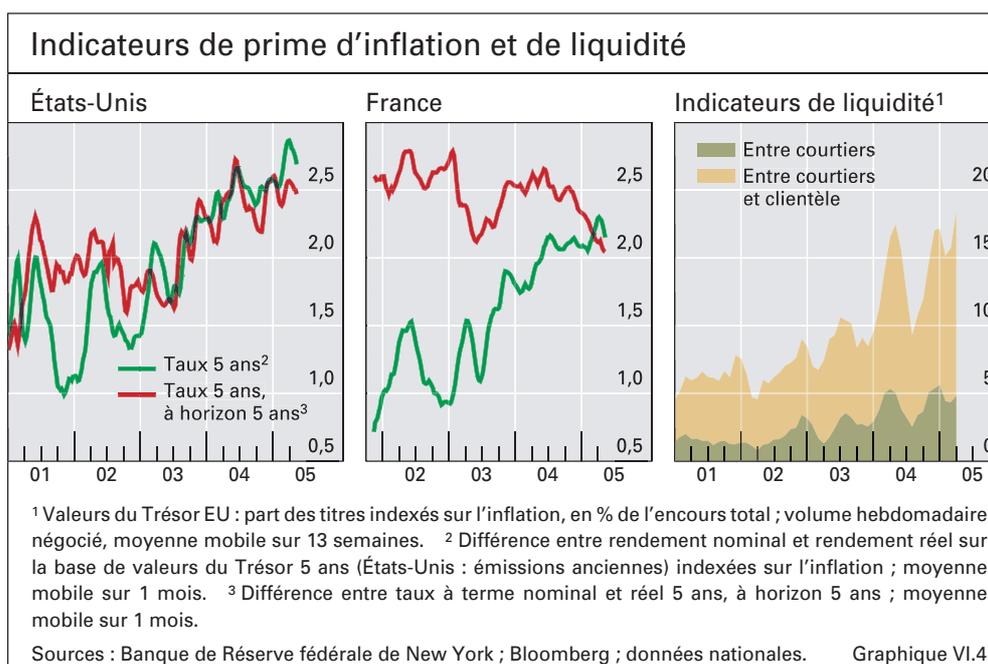
Début 2005, repli limité dans son ampleur et sa durée

Les rendements longs se sont inscrits à un plancher à la mi-février 2005, les investisseurs misant de plus en plus sur une correction. Cela a surtout été le cas après les propos du Président de la Réserve fédérale, qualifiant d'« énigme » la faiblesse des taux, avec l'apparition de signes plus évidents de tensions inflationnistes et d'amélioration du pouvoir de marché des entreprises. À partir du 9 février, le rendement du Trésor 10 ans s'est tendu de près de 70 pb en moins de six semaines et celui du *Bund* d'environ la moitié. Ce mouvement devait cependant s'avérer beaucoup plus bref que ceux de l'été 2003 (+130 pb) et du printemps 2004 (+115 pb). Son ampleur a également été circonscrite ; ainsi, contrairement aux épisodes précédents, le marché japonais n'a pas vraiment réagi. Sous l'effet de la publication de statistiques économiques décevantes en avril, notamment pour l'emploi et les ventes de détail, les rendements du Trésor se sont inscrits dans une fourchette de négociation plus basse, tandis que ceux du *Bund* tombaient, en mai, à des creux sans précédent (graphique VI.3).

Modération des anticipations d'inflation

La maîtrise des anticipations d'inflation a pesé sur les rendements...

Pendant la majeure partie de la période, la modération inhabituelle des taux longs nominaux a été due, entre autres, à la parfaite maîtrise des anticipations d'inflation à long terme, en dépit de l'envolée des prix du pétrole et des prévisions de croissance soutenue aux États-Unis. Pour preuve, les titres indexés sur l'inflation, dont l'écart de rendement par rapport aux titres d'État, en termes nominaux, permet d'évaluer approximativement la prime requise par les investisseurs pour l'inflation attendue. Si, sur les obligations à 5 ans, cette prime a augmenté de quelque 20 pb de mi-2004 à fin avril, pour les taux implicites 5 ans à horizon 5 ans, elle a régressé de 12 pb sur les titres



américains indexés et plus encore sur leurs équivalents français en euros (graphique VI.4). Depuis les précédents chocs pétroliers, les intervenants ne doutent pas de la crédibilité des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation.

Les rendements des obligations indexées sur l'inflation intègrent une prime de liquidité, qui peut compliquer l'interprétation de ces mesures. Néanmoins, les augmentations récentes des transactions sur obligations indexées du Trésor EU dénotent une nette amélioration du marché en termes de profondeur et d'ampleur. Le volume du négoce, par rapport à l'encours, progresse régulièrement depuis 2000, à la fois entre les courtiers principaux et les autres investisseurs ainsi qu'entre courtiers eux-mêmes (graphique VI.4, cadre de droite). Par conséquent, il est possible que la prime de liquidité des obligations indexées donne lieu à des mesures qui sous-estiment la prime d'inflation, mais ce biais a tendance à s'estomper avec le temps.

Les rendements des obligations indexées indiquent également qu'une diminution de la prime d'inflation ne saurait expliquer, à elle seule, le bas niveau des rendements à long terme. Les taux « réels » à terme à horizon plus lointain ont aussi fortement fléchi, depuis la mi-2004, pour les obligations indexées aux États-Unis et en France, respectivement de quelque 80 pb et 50 pb.

...mais les
taux « réels » ont
également fléchi

Faiblesse de la volatilité et des primes d'échéance

Pour expliquer la faiblesse de ces rendements à long terme, on invoque souvent aussi l'atténuation des incertitudes sur l'économie, en général, et l'orientation des taux d'intérêt, en particulier. Si l'incertitude diminue, il en va de même logiquement pour la prime d'échéance, qui mesure le décalage entre taux à terme et taux attendus. De fait, les volatilités effective et implicite sur les contrats à taux fixe, déjà historiquement faibles, ont continué à baisser après le début des relèvements des taux directeurs américains. Pour de nombreux analystes, le fait que la Réserve fédérale ait clairement communiqué ses intentions, en réaffirmant notamment que le rythme du resserrement serait « mesuré », a contribué à cette baisse.

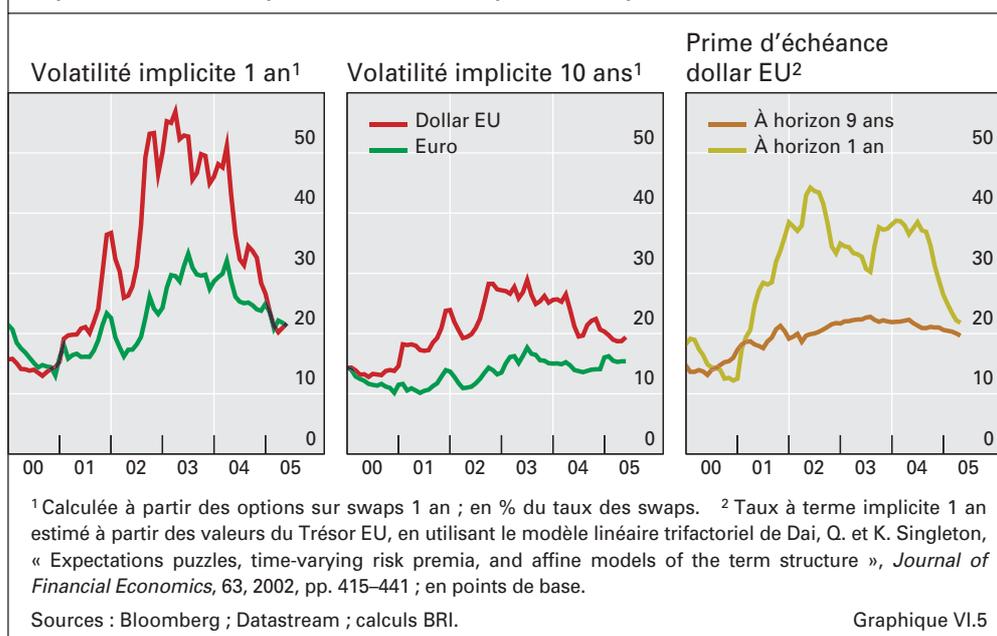
La diminution de
la volatilité et
des primes
d'échéance...

Corroborant cette hypothèse, la diminution de la volatilité sur les marchés obligataires des pays développés depuis 2002 et 2003 a principalement concerné les échéances courtes. Cela est particulièrement sensible pour la volatilité implicite des options sur swaps de taux, référence du coût des ressources pour la plupart des établissements financiers dans le monde (graphique VI.5, cadres de gauche et du milieu). Tandis que la volatilité implicite (annualisée) des swaps 1 an en dollars est revenue de 56,8 %, son plus haut de 2003, à 21 %, fin avril 2005, celle des swaps 10 ans en dollars a évolué de façon beaucoup moins versatile. (La volatilité sur le marché des swaps en euros a suivi une trajectoire similaire, mais à des niveaux encore plus bas.) Ainsi, le recul de la volatilité paraît s'être limité au segment court du dollar. Les segments longs des courbes du dollar et de l'euro sont restés relativement à l'écart.

...surtout pour
les échéances
courtes sur le
dollar...

On peut d'ailleurs constater que la baisse des primes de risque a principalement concerné les échéances courtes. À partir d'estimations

Options sur swaps : volatilité implicite et prime d'échéance



...face à une moindre incertitude sur l'évolution de la politique monétaire...

produites par un modèle trifactoriel de la courbe des rendements, il apparaît que la prime à 1 an a diminué de près de 25 pb depuis début 2002 pour les valeurs du Trésor EU (graphique VI.5, cadre de droite). Cela corrobore l'atténuation des incertitudes sur l'évolution à court terme de la politique monétaire. En revanche, la prime de risque intégrée au taux à terme 1 an à horizon 9 ans n'a que légèrement fléchi sur la même période et s'établit autour de 20 pb.

...ne saurait guère expliquer le bas niveau des taux longs

Par conséquent, si la baisse de la volatilité et des primes d'échéance peut avoir joué un rôle dans le recul des taux à terme proches, elle ne saurait expliquer leur bas niveau dans le compartiment long. Fin avril 2005, par exemple, les taux courts à terme à horizon 10 ans se situaient à 4,8 %. Au vu des anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, de l'ordre de 2,5 %, et des estimations des taux d'intérêt réels à court terme correspondant à une inflation stable de 2,6–3,0 %, le bas niveau des taux à terme pour les échéances longues reste difficilement explicable, en l'absence de repli des primes de risque nettement plus marqué que dans les estimations.

Réformes des retraites et demande d'échéances longues

Le repli des rendements a été prononcé pour les très longues échéances...

Aux États-Unis comme dans la zone euro, le repli des rendements a été particulièrement prononcé pour les échéances supérieures à 10 ans. De mi-2004 à avril 2005, l'écart de taux entre la valeur du Trésor EU la plus longue et le 10 ans s'est réduit de plus de 50 pb, tandis qu'entre le *Bund* 30 ans et le *Bund* 10 ans il s'est resserré de moitié environ. Le Trésor français a ainsi lancé, en mars 2005, un emprunt obligataire à 50 ans et d'autres gouvernements européens ont annoncé des émissions à très longue échéance. L'augmentation de l'offre n'a guère entamé, toutefois, l'engouement des investisseurs pour de tels titres. Même la hausse des primes d'échéance sur le dollar, qui a suivi l'annonce-surprise, en mai 2005, de l'intention du Trésor EU de procéder

à une émission de titres à 30 ans après cinq ans d'interruption, aura été relativement brève.

Selon de nombreux intervenants, les futures réformes des fonds de pension et des conventions comptables ont alimenté la demande de titres de longue durée. Aux États-Unis, les propositions de réforme des retraites, annoncées début janvier 2005 par le ministère du Travail, entraîneraient une augmentation notable de la volatilité (en termes de taux d'intérêt) des asymétries de durée entre actif et passif. Parallèlement, les projets visant à amener la Pension Benefit Guaranty Corporation (société de garantie des fonds de pension) à établir des primes ajustées en fonction des risques en feraient monter le coût. En outre, des initiatives indépendantes visant à réformer les conventions comptables proposent de prendre en compte plus rapidement les asymétries d'échéances dans les états financiers des fonds de pension. Il est apparu que l'effet global de ces mesures, si elles sont appliquées, ferait croître fortement la demande des fonds de pension américains pour des actifs de longue durée. Divers pays européens, tels les Pays-Bas et la Suède, envisagent également d'appliquer les normes internationales de communication financière et de réformer leur système de retraite.

...en raison notamment des futures réformes des retraites

L'expérience récente d'autres pays paraît confirmer l'incidence des réformes des retraites sur les cotations des obligations de longue durée, avant même leur application effective. L'annonce, en 1999, d'une révision de la réglementation sur les retraites au Royaume-Uni a contribué à inverser, dans l'année, la courbe des rendements au-delà de 10 ans, bien que les fonds de pension n'aient pas tout de suite renforcé leurs portefeuilles d'instruments obligataires à long terme, au détriment des actions. Au Danemark, l'évaluation aux prix du marché des engagements des fonds de pension, à partir de 2001, a également eu un puissant impact sur la tarification des obligations de longue échéance.

Accumulation de réserves et achats asiatiques

Selon des intervenants, la demande asiatique en titres américains, en particulier pour le recyclage des réserves de change, pourrait avoir contribué également à la faiblesse des rendements aux États-Unis. Les dispositions prises par les autorités d'Asie pour contrer l'appréciation de leur monnaie face aux afflux de capitaux se sont traduites par l'accumulation de \$535 milliards supplémentaires de réserves pour la région (Japon compris) en 2004, portant leur total à \$2 400 milliards. Durant la période analysée, les interventions du ministère japonais des Finances ont cessé et ont été remplacées par celles des banques centrales d'autres économies d'Asie. Le recyclage d'une partie de ces réserves a contribué aux achats asiatiques (à la fois officiels et privés) de valeurs du Trésor EU, qui ont représenté \$219 milliards en 2004 selon les estimations, soit davantage que pour le reste du monde (graphique VI.6).

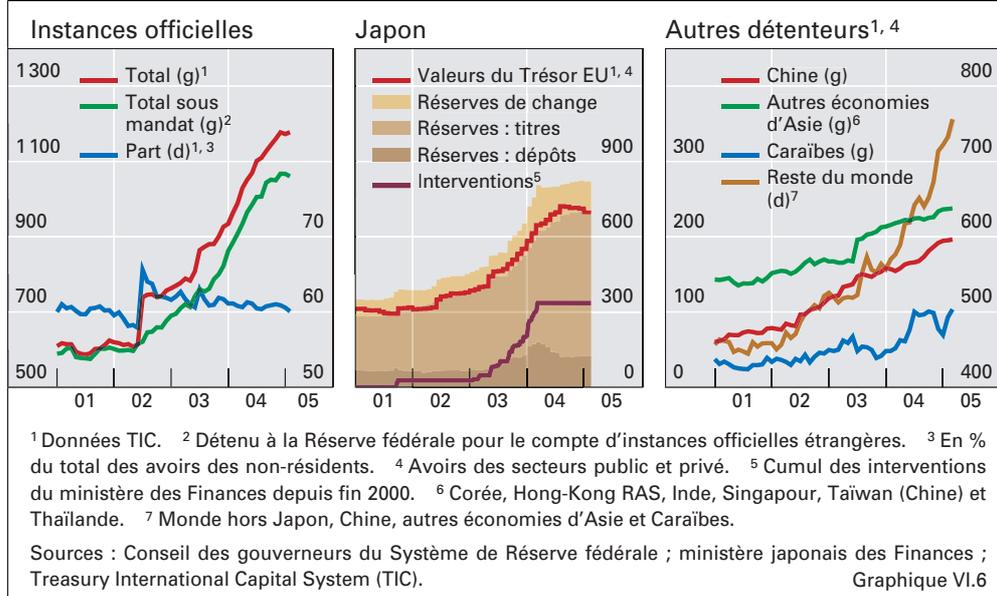
Les autorités d'Asie continuent de renforcer leurs réserves

La contribution de cette forte demande au bas niveau des taux longs aux États-Unis reste à déterminer. Pour certains observateurs, ces achats asiatiques, surtout lors des interventions du Japon, ont pu faire baisser de 60 pb les rendements aux États-Unis, les estimations variant sensiblement

Il se peut que les achats de titres américains aient affecté leurs rendements...

Valeurs du Trésor EU détenues par les non-résidents

En milliards de dollars EU



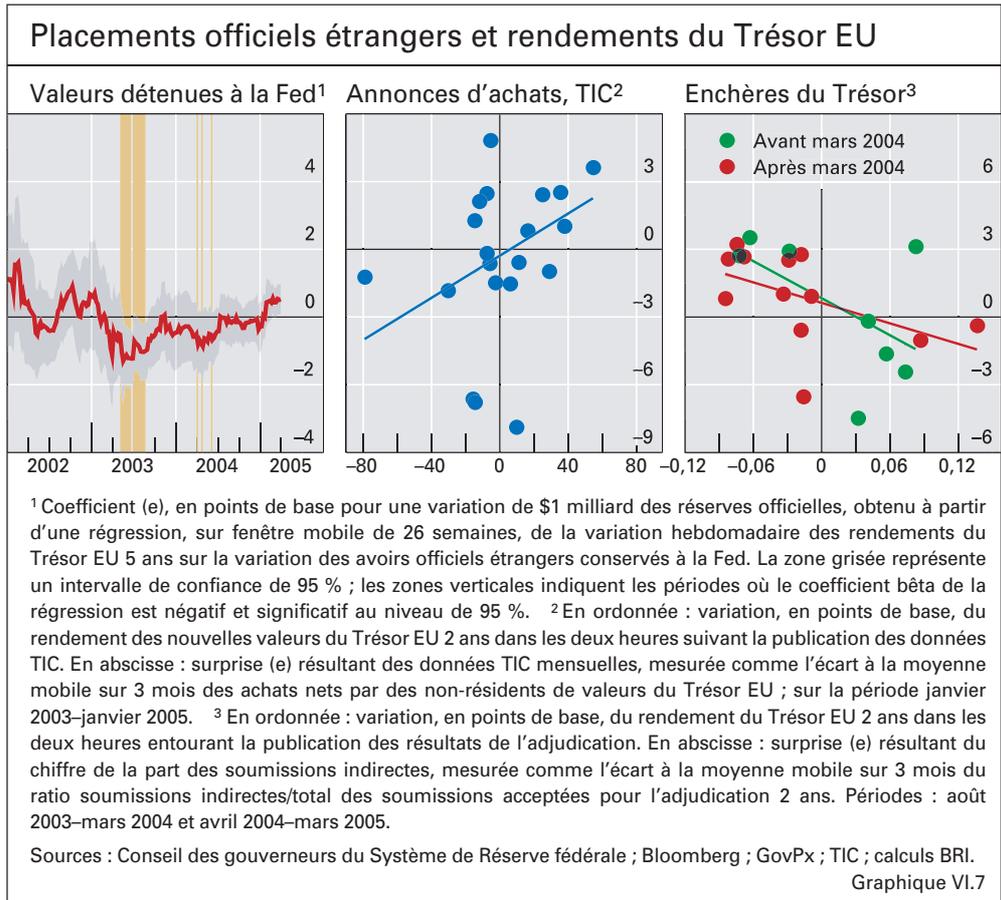
selon l'échéance, le moment et la méthodologie. Toutefois, la relation de cause à effet est difficile à évaluer ; les gestionnaires de réserves peuvent, par exemple, intensifier leurs achats d'actifs en dollars *en réaction* à une diminution des rendements. Tel serait le cas si des interventions en faveur du dollar répondaient à de mauvaises nouvelles économiques aux États-Unis, à des flux de capitaux vers l'Asie et, par suite, à une appréciation des monnaies asiatiques.

Il semblerait que l'impact des achats asiatiques sur les rendements américains se soit amenuisé avant même la fin des interventions du Japon, en mars 2004. Une régression mobile, en termes de variation hebdomadaire des rendements du Trésor EU par rapport à l'encours des valeurs américaines détenues à la Réserve fédérale, révèle qu'on ne peut établir qu'une association intermittente (graphique VI.7, cadre de gauche). La relation négative pour les obligations à 5 et 10 ans n'a été statistiquement significative que de mai à août 2003, pour s'estomper avant mars 2004. Si ces résultats peuvent traduire un lien plus ténu entre rendements américains et achats asiatiques en 2004, ils pourraient aussi indiquer que d'autres banques centrales d'Asie ont souscrit à des titres américains de manière moins visible.

Il existe peu d'éléments laissant penser que la publication de données sur les achats asiatiques de titres américains ait pu orienter les rendements de manière prévisible. Les intervenants s'intéressent de près au rapport mensuel de Treasury International Capital (TIC), qui recense les achats nets de valeurs du Trésor EU par pays et fournit une estimation du montant total des réserves officielles étrangères. Cependant, le marché du Trésor n'a pas été ébranlé par la surprise relativement importante constituée par les \$22,5 milliards (sur la base d'une prévision consensuelle) d'achats nets des non-résidents publiés en novembre 2004, ni par les \$2,8 milliards indiqués en décembre. En remontant encore plus loin, il apparaît que ces données n'ont guère eu

...mais les effets sont difficiles à mettre en évidence

Les rendements n'ont pas réagi aux surprises du TIC...



d'incidence systématique sur le marché des valeurs du Trésor EU : les rendements des émissions à 2 ans (ou 5 ans) les plus récentes ne paraissent pas avoir réagi de manière négative aux variations inattendues des achats nets (ou des achats officiels étrangers) de titres américains ces dernières années (graphique VI.7, cadre du milieu).

Un exercice similaire fondé sur l'annonce des résultats des adjudications de titres du Trésor EU n'est pas plus concluant (graphique VI.7, cadre de droite). Les intervenants considèrent fréquemment que les soumissions indirectes, c'est-à-dire les soumissions présentées par les courtiers pour le compte de tiers, sont souvent révélatrices de l'activité des banques centrales asiatiques. Même s'il apparaît que les rendements sur les émissions les plus récentes diminuent lorsque la proportion de soumissions indirectes augmente, cette relation n'a qu'une signification statistique minimale pour le 2 ans et n'en a pas pour le 5 ans. De plus, l'incidence semble nettement moins prononcée après la fin des interventions japonaises. Avant mars 2004, la surprise d'une hausse de 5 points de pourcentage de la proportion des soumissions indirectes – qui ressortait à 40 % en moyenne de mai 2003 à mars 2005 – s'accompagnait d'une baisse de 1,4 pb des rendements du 2 ans le plus récent dans les deux heures entourant l'annonce des résultats de l'adjudication. Ce chiffre est légèrement inférieur après prise en compte d'autres facteurs, comme le taux de soumissions satisfaites et le volume total de l'adjudication (0,8 pb après mars 2004).

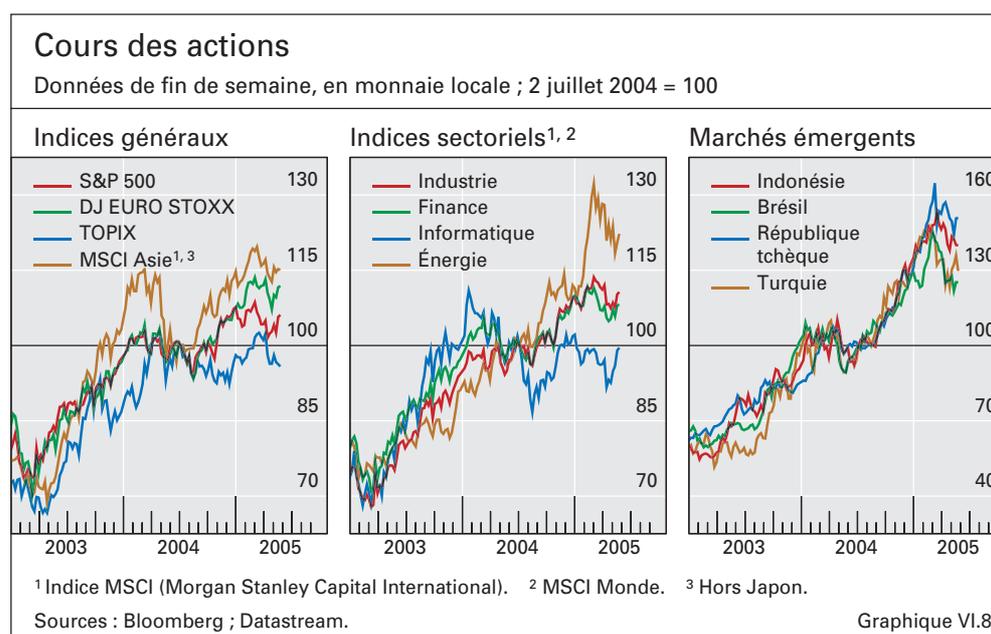
...et ont été peu sensibles aux surprises des soumissions indirectes

En définitive, cette analyse semble montrer que l'éventuelle incidence des achats asiatiques sur les rendements aux États-Unis s'est nettement atténuée après la période des interventions japonaises. Il convient cependant de faire preuve de prudence dans son interprétation. L'activité d'autres opérateurs, qui pourraient avoir avancé leurs achats de titres américains en anticipant la tendance en Asie, peut avoir estompé quelque peu la relation directe entre rendements et achats asiatiques, tels qu'ils sont évalués approximativement par les valeurs détenues à la Réserve fédérale. De plus, l'absence d'effet d'annonce significatif peut refléter le caractère inadéquat des chiffres qui mesurent les attentes du marché concernant le rapport TIC et le rôle des banques centrales asiatiques dans les soumissions indirectes. Enfin, toutes ces estimations ne font que montrer l'effet marginal des achats dans un régime de change donné. Elles ne peuvent pas quantifier l'impact que pourrait avoir une modification conjuguée du régime de change et des stratégies de portefeuille.

Marchés des actions et cours pétroliers

Les grands marchés des actions n'ont enregistré qu'une modeste progression...

Après un essor remarquable en 2003, les principaux marchés des actions n'ont enregistré qu'une modeste progression durant la période analysée, avec cependant des différences marquées entre régions. La zone euro et l'Asie (hors Japon) ont réalisé les meilleures performances, la hausse en monnaie locale atteignant respectivement 6,2 % et 11,3 %. Aux États-Unis et au Japon, en revanche, la stagnation a prévalu : 1,4 % et -4,9 % de mi-2004 à avril 2005 (graphique VI.8). Parmi les marchés les plus dynamiques, il convient de noter des pays candidats à l'adoption de l'euro (comme la Hongrie et la République tchèque), des économies émergentes d'Asie (telles que l'Inde et l'Indonésie) et des économies d'Amérique latine (Brésil et Colombie, par exemple), qui ont tous connu une hausse des cours supérieure à 20 % en monnaie locale. Par



secteur, c'est l'énergie qui a obtenu les meilleurs résultats, comme on pouvait s'y attendre, avec un rendement global de 20,9 %, les valeurs industrielles et financières surperformant également les indices mondiaux, avec respectivement 5,7 % et 4,4 % ; à l'inverse, les valeurs technologiques se sont inscrites en négatif, à -10 %.

Expansion soutenue des bénéfices malgré des déceptions dans l'informatique

Bien qu'en repli par rapport au rythme exceptionnel de 2002-03, l'expansion des bénéfices aux États-Unis, comme dans la zone euro, est restée supérieure à 10 % pendant la période examinée (graphique VI.9). Elle a déçu fin 2004, mais le ratio annonces positives/négatives pour les entreprises du S&P 500 s'est légèrement redressé début 2005. La rentabilité, qui avait diminué fin 2004, s'est améliorée parallèlement. Certes, les déceptions causées par les grands noms de la technologie ont souvent retenu l'attention, notamment durant l'été 2004 et début 2005. Cela étant, les bénéfices annoncés aux États-Unis et dans la zone euro ont été dans l'ensemble satisfaisants, en particulier pour un certain nombre de grandes sociétés financières qui ont dépassé les attentes au premier trimestre.

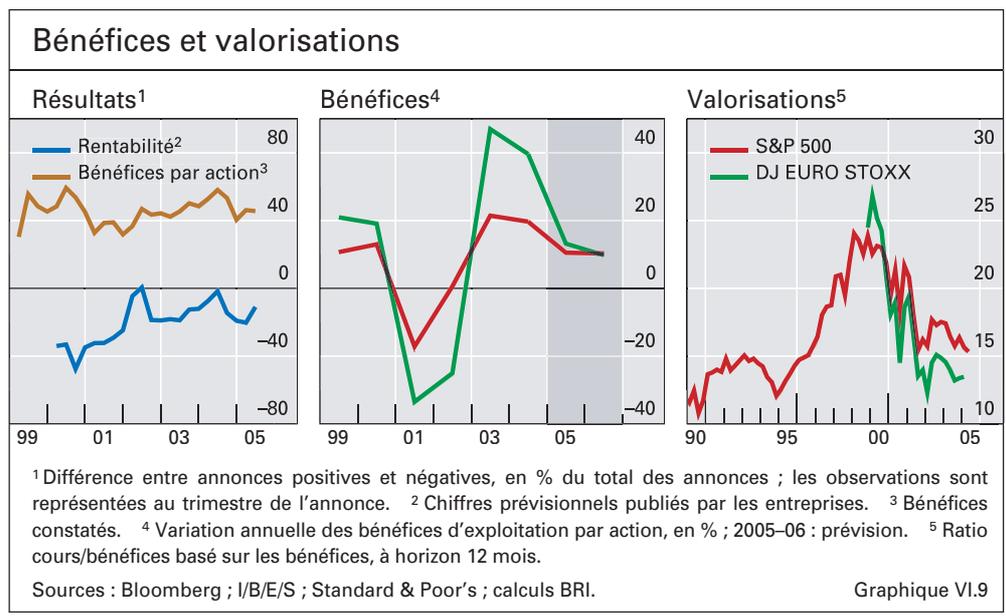
...malgré une expansion soutenue des bénéfices...

Les opérations de fusion-acquisition et les perspectives d'un réendettement des entreprises semblent avoir redonné de la vigueur aux marchés début 2005. Plusieurs mégafusions ont été annoncées aux États-Unis fin janvier. En Europe, les spéculations sur le rachat de banques italiennes ont soutenu les indices boursiers.

...et l'essor des opérations de fusion-acquisition

À partir de mars 2005, cependant, les marchés mondiaux des actions ont marqué un coup d'arrêt. Les indicateurs négatifs aux États-Unis – en particulier, en avril, les ventes de détail, l'inflation et la confiance des consommateurs – semblent avoir pesé sur les cours. La confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise s'est également affaiblie en Europe. Au Japon, la montée des tensions politiques avec la Chine a aussi contribué à

Coup d'arrêt en mars et avril 2005



la détérioration du sentiment, illustrée par une chute de 3,8 % du Nikkei 225, le 18 avril – la plus forte sur une séance depuis le 10 mai 2004.

La hausse des cours pétroliers pèse sur les marchés

La hausse des cours pétroliers...

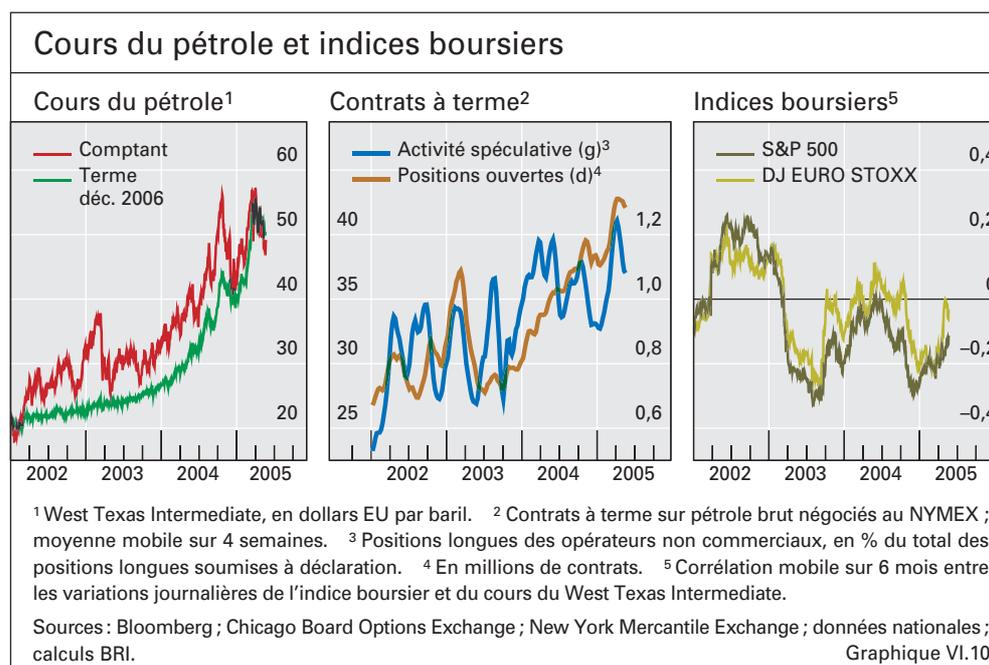
Le surcroît de demande en présence de contraintes d'offre à court terme a favorisé l'envolée des cours pétroliers, qui ont eux-mêmes contribué à affaiblir les marchés mondiaux des actions. Par rapport à sa valeur de fin 2003, le Brent brut avait augmenté de 34 %, fin 2004, puis de 32 % au 31 mars 2005. Les tendances à long terme de l'offre et de la demande de pétrole, en particulier la poursuite d'une croissance dynamique dans les pays qui en consomment beaucoup, comme la Chine, et les capacités excédentaires limitées de l'industrie pétrolière mondiale sont demeurées au centre des préoccupations (chapitre III).

...marquée par une intense activité spéculative...

La spéculation a souvent été évoquée comme ayant contribué à la hausse la plus spectaculaire des cours pétroliers depuis dix ans. Les données rassemblées par l'autorité américaine des marchés à terme, la Commodity Futures Trading Commission, indiquent que les positions ouvertes – contrats ni compensés par un contrat de sens inverse ni livrés – se sont accrues de plus de 60 % de fin 2003 à fin mars 2005. Par ailleurs, la part des positions longues des opérateurs à objectif non commercial, bien que volatile, a été nettement plus élevée en 2004 (et début 2005) qu'en 2003 et 2002, ce qui conforte l'idée que ces opérateurs ont grandement intensifié leur activité sur les marchés à terme lors du renchérissement du baril (graphique VI.10). Il est néanmoins difficile de déterminer dans quelle mesure la spéculation a elle-même amplifié la volatilité.

...a pesé sur les marchés des actions

L'envolée des cours pétroliers a pesé sur les valorisations des actions dans les économies développées. Les corrélations mobiles sur six mois des variations journalières des cours pétroliers et des principaux indices boursiers



aux États-Unis et en Europe étaient devenues nettement négatives début 2003, à l'approche de la guerre en Irak ; elles sont redevenues significativement négatives au second semestre 2004 et début 2005, avec la montée des cours du pétrole et de la spéculation. Convaincus que, contrairement aux chocs pétroliers des années 70, ce nouvel épisode n'entraînerait pas d'accélération de l'inflation (chapitres II et IV), les opérateurs ont privilégié l'incidence du renchérissement du pétrole sur les bénéfiques.

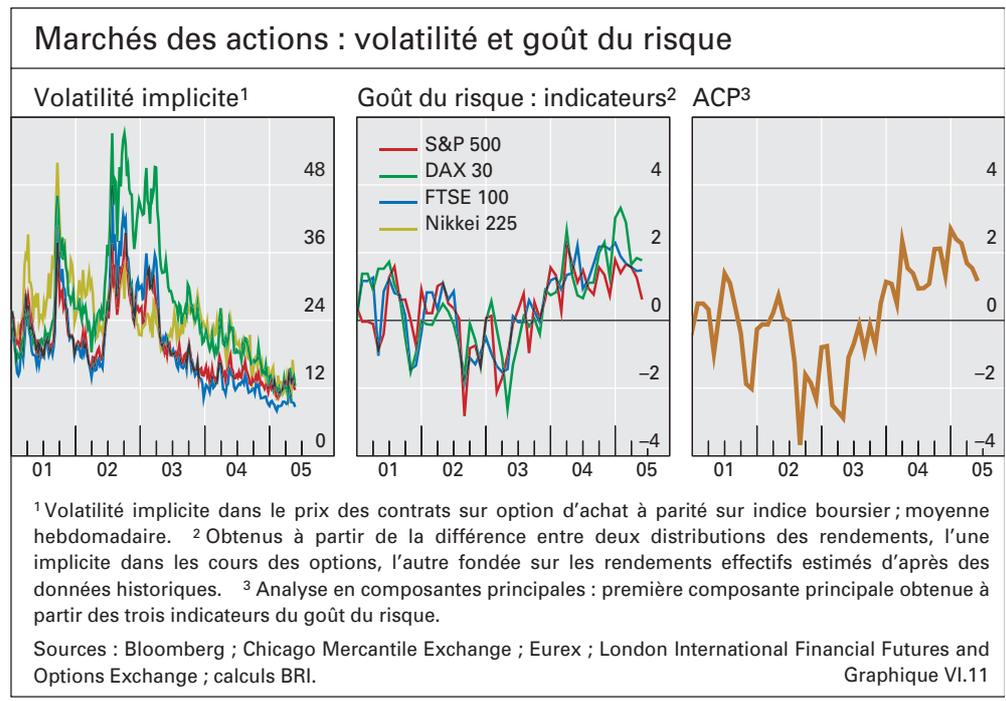
Soutien apporté par la baisse de la volatilité et goût affirmé pour le risque

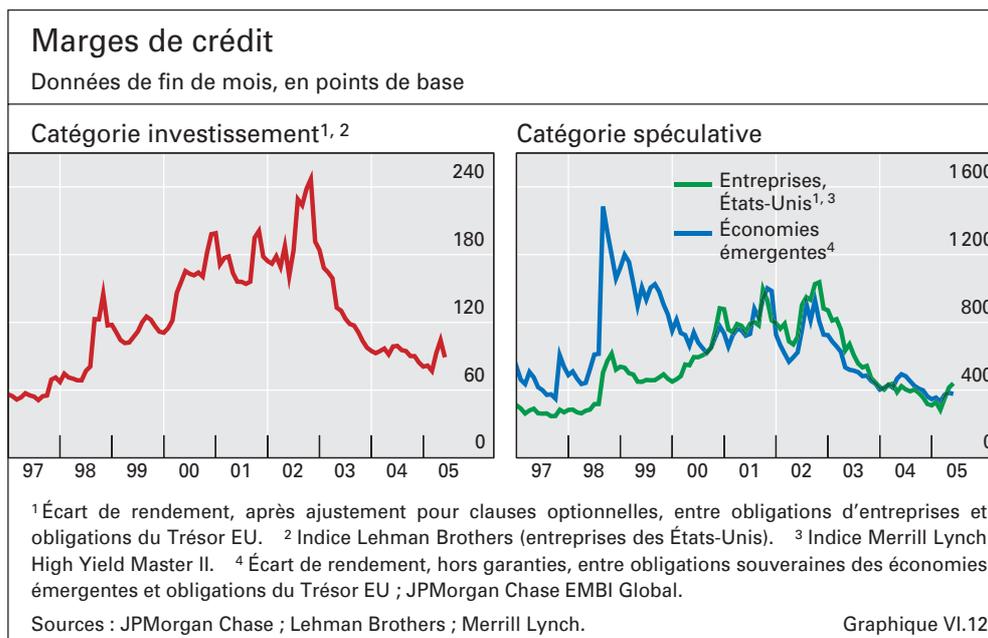
La diminution des primes de risque, qui intègrent à la fois le goût du risque et sa perception, a probablement soutenu les marchés des actions au second semestre 2004 et début 2005. La volatilité historique (et implicite) des principaux indices boursiers est retombée, début 2005, à ses plus bas niveaux depuis près de dix ans. En outre, une estimation du goût du risque, calculée pour les différents marchés et à l'échelle mondiale à partir de la tarification des options sur indice boursier et des volatilités historiques, montre une légère augmentation pendant la majeure partie de la période analysée, jusqu'à un niveau nettement supérieur, début 2005, à la moyenne de longue période (graphique VI.11).

La diminution des primes de risque a traduit la faible volatilité des marchés et un goût affirmé pour le risque...

Les fluctuations du goût du risque sur les marchés des actions semblent avoir été liées, au moins en partie, aux anticipations sur la volonté et la capacité de la Réserve fédérale à maintenir le rythme mesuré de ses relèvements de taux. Ainsi, une diminution a été observée en janvier 2005, après la publication du procès-verbal de la réunion de décembre de la Réserve fédérale, qui a incité les intervenants à anticiper une accélération du resserrement ; mais le risque a retrouvé leur faveur peu après.

C'est peut-être au printemps 2005 qu'est apparue le plus nettement l'influence du goût du risque sur les marchés des actions. Ceux des pays





...qui est cependant retombé au printemps 2005

développés ont alors subi des pertes substantielles, malgré des annonces de résultats généralement supérieures aux attentes. Les difficultés sans précédent des grands constructeurs automobiles américains, les nouvelles inquiétudes au sujet de la gouvernance d'entreprise dans le secteur de l'assurance et la publication d'indicateurs macroéconomiques relativement médiocres ont soulevé des questions plus générales concernant la viabilité des bénéficiers. Tandis que les mesures de la volatilité historique augmentaient, la volatilité implicite s'amplifiait encore davantage, et le goût du risque régressait nettement aux États-Unis, retombant à ses niveaux de février 2004.

Le recul des actions en mars et avril, conjugué à la poursuite d'une forte expansion des bénéficiers, a rapproché de leur moyenne historique les valorisations qui, début 2004, semblaient quelque peu surévaluées. Mi-mai 2005, cependant, le ratio cours/bénéfices, fondé sur des prévisions de bénéfices à horizon 1 an, avait fléchi à 16 pour l'indice S&P 500 – proche de sa moyenne de 13 pour 1985–95 – et à 14 pour l'indice DJ EURO STOXX (graphique VI.9). Comme par le passé, les anticipations d'une expansion des bénéfices supérieure à 10 % en 2005–06 – bien au-delà de la croissance du PIB nominal – pourraient engendrer des déceptions.

Essoufflement sur les marchés de la dette

Les marges de crédit proches de leurs creux historiques début 2005

L'essor des marchés de la dette, amorcé fin 2002, s'est poursuivi en 2004, avant de s'inverser en mars et avril 2005. Sur l'essentiel de la période analysée, il s'y est manifesté une plus grande confiance dans les perspectives à court terme que sur les marchés des actions. Pour tous les types de dette – obligations d'entreprises et souveraines, catégories investissement et spéculative, titres non garantis et adossés à des actifs –, les primes se sont resserrées au second semestre 2004 et début 2005 (graphique VI.12). En février 2005, elles étaient revenues près de leurs creux historiques pour les obligations d'entreprises,

voire en deçà pour celles des économies émergentes, mais se sont élargies par la suite, avec une montée de l'aversion pour le risque. À la mi-mai 2005, sur les obligations d'entreprises en dollars notées A, elles s'établissaient à 78 pb, niveau dépassant de 14 pb celui de février 2005, quasiment égal à celui d'un an auparavant, et supérieur de 33 pb au creux d'octobre 1997. Pour les signatures des économies émergentes, les primes se négociaient à 383 pb, en hausse de 38 pb sur février 2005, mais bien en deçà de leur niveau d'un an auparavant et même de leur minimum d'octobre 1997.

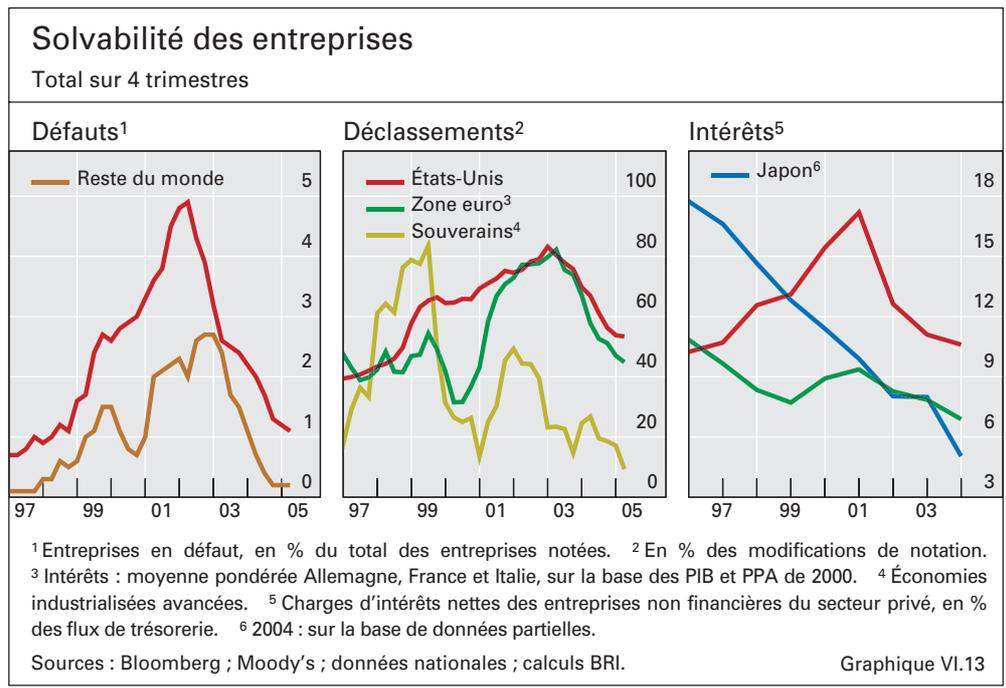
Qualité de crédit : fin de cycle ?

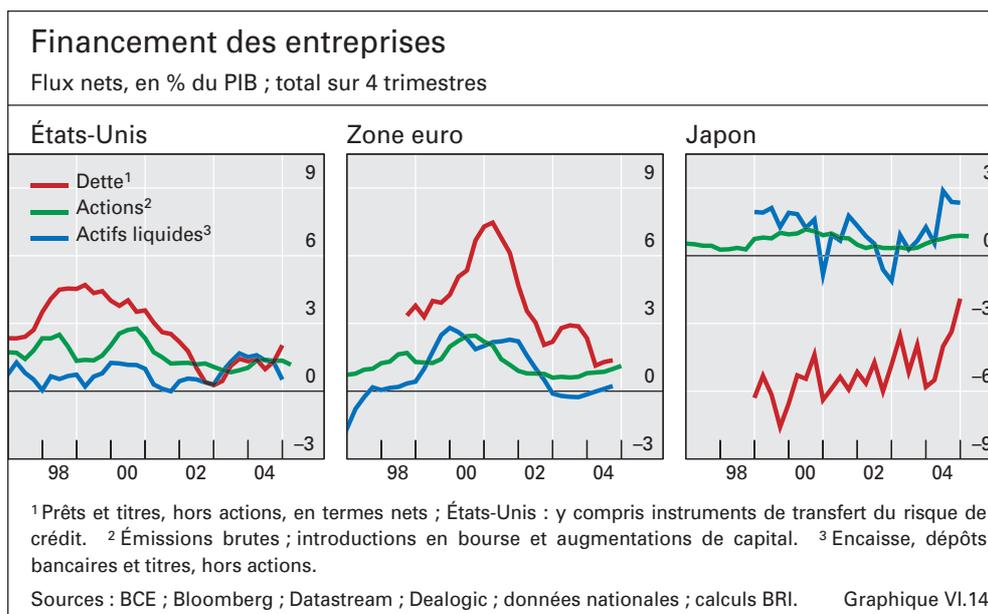
La confiance des investisseurs a été confortée par une amélioration notable de la qualité de crédit. Dans les grandes économies, les défauts et déclassements d'entreprises – qui, en 2001, avaient atteint des sommets presque historiques – sont revenus à leurs niveaux de 1997, au pic du précédent cycle du crédit (graphique VI.13). Les rétrogradations ont représenté 54 % des modifications des notations de Moody's en 2004, contre 83 % en 2002, soit à peu près comme en 1998. De plus, le ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie – qui sert fréquemment d'indicateur avancé des difficultés des entreprises – est revenu à son point le plus bas depuis de nombreuses années.

Amélioration notable de la qualité de crédit...

Dans les économies émergentes également, les conditions économiques et financières se sont révélées plus favorables qu'elles ne l'étaient depuis des années. Si les cours élevés des produits de base ont soutenu certains pays, les améliorations des positions extérieures, des systèmes financiers et des politiques budgétaires et monétaires ont généralement renforcé la résistance aux chocs (chapitre III). En 2004, les rehaussements de notations souveraines ont été supérieurs aux rétrogradations avec un ratio de près de 5 contre 1.

En dépit de l'amélioration générale de la qualité de crédit, certains emprunteurs ont rencontré des difficultés. Les problèmes des constructeurs





...mais difficultés dans certains secteurs, en particulier l'automobile

automobiles américains ont particulièrement retenu l'attention, surtout ceux de General Motors, l'un des principaux émetteurs sur le marché américain. Une série d'annonces de résultats et de notations décevants, y compris une perte du statut de signature de qualité, a provoqué un bond des primes des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD) de General Motors, qui sont passées d'environ 200 pb, mi-2004, à 280 pb en fin d'année et dépassaient 900 pb en avril 2005. Autres secteurs en difficulté : l'assurance et les produits pharmaceutiques, surveillés de très près par les autorités américaines à la suite de révélations de pratiques commerciales répréhensibles (chapitre VII, pour l'assurance). Parmi les emprunteurs souverains, des problèmes budgétaires ont incité les agences de notation à rétrograder les Philippines, tandis que les incertitudes politiques ont été préjudiciables à d'autres, comme l'Ukraine et l'Équateur.

Augmentation des besoins de financement des entreprises américaines...

Sur la majeure partie de la période examinée, ces difficultés ont été considérées plus comme des maux isolés que comme les symptômes de problèmes plus généraux. Cependant, à partir de fin 2004, le point de retournement semblait avoir été atteint. Aux États-Unis, en particulier, les entreprises ont intensifié leurs emprunts (graphique VI.14). Sur l'ensemble de 2004, l'encours de la dette bancaire et du papier commercial a augmenté pour la première fois depuis 2000. En outre, l'accumulation d'actifs liquides par les sociétés américaines s'est ralentie fin 2004 par rapport au rythme exceptionnellement rapide de 2003 et du premier semestre.

...due aux dépenses d'équipement et aux acquisitions...

L'augmentation des besoins de financement des entreprises américaines s'explique en grande partie par les dépenses d'équipement et les acquisitions (ce qui n'est donc pas forcément préjudiciable à la solvabilité). L'investissement des entreprises aux États-Unis s'est fortement redressé en 2004, après trois années calmes (chapitre II). Les fusions-acquisitions ont rebondi après leur creux cyclique. Beaucoup de transactions ont été financées par des fonds propres ou la trésorerie, mais aussi, dans une proportion notable, par l'emprunt. On a observé parallèlement un ralentissement de

l'expansion des bénéfiques, limitant la capacité des entreprises à s'appuyer sur l'autofinancement.

Ces besoins de financement se sont trouvés amplifiés par des mesures en faveur des actionnaires. Nombre d'entreprises ont relevé leur dividende : pour l'indice S&P 500, le dividende par action a augmenté de 12 % en 2004, contre 3 % en moyenne annuelle durant la dernière décennie. Certaines, en outre, ont commencé à se réendetter. L'an passé, les rachats d'actions ont battu leurs records de 2000. Alors que leur motivation première était de compenser les options d'achat d'actions exercées par les salariés durant l'année, diverses entreprises ont choisi d'accroître leur ratio endettement/fonds propres. Rachats d'actions et distributions de dividendes ont constitué l'un des principaux stimulants des émissions d'obligations d'entreprises en 2004, et les rachats par la direction ou avec effet de levier ont représenté une bonne part des émissions à haut rendement et des prêts consortiaux.

...ainsi qu'à des mesures en faveur des actionnaires

En Europe, la nécessité de poursuivre l'assainissement des bilans a été plus évidente. Certes, comme aux États-Unis, beaucoup de grandes entreprises cotées ont augmenté leur dividende et annoncé des programmes de rachat d'actions. Les acquisitions avec effet de levier se sont aussi intensifiées, les sociétés de capital-investissement devenant dans l'ensemble plus actives. Toutefois, contrairement aux États-Unis, les emprunts se sont encore ralentis en 2004, pour s'inscrire à leur plus bas niveau depuis des années. Cela étant, la faiblesse des dépenses d'équipement, conjuguée à une expansion des bénéfiques supérieure à 10 %, a limité les besoins externes. En outre, les changements dans les pratiques bancaires peuvent avoir incité la clientèle traditionnelle des banques – principalement les petites et moyennes entreprises non cotées – à réduire son endettement. Enfin, certaines sociétés se sont tournées vers les actions pour se financer. Même si les introductions en bourse ont été assez peu nombreuses en 2004, les augmentations de capital ont atteint un volume record, en particulier au bénéfice de banques et de sociétés de télécommunications.

Les entreprises japonaises ont poursuivi les efforts menés depuis dix ans pour consolider leur bilan. En 2004, les bénéfiques ont enregistré la progression la plus élevée depuis des années. Cependant, plutôt que de n'utiliser ces liquidités que pour avancer leurs remboursements, elles ont préféré accroître leurs dépenses d'équipement et leurs réserves. La réduction de l'endettement s'est nettement ralentie en 2004, même si les amortissements ont dépassé les emprunts pour la neuvième année consécutive.

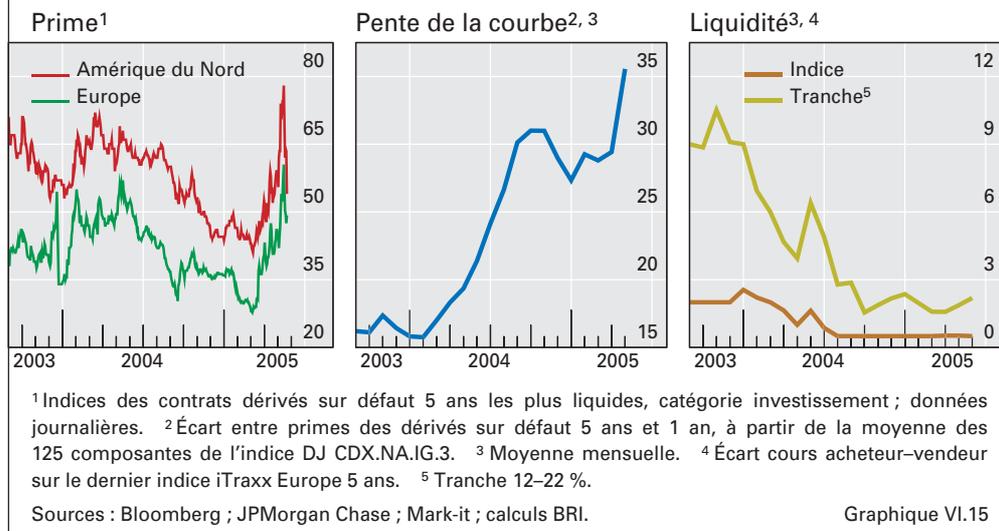
Neuvième année consécutive de réduction de l'endettement des entreprises japonaises

Évolution de l'aversion pour le risque

La qualité de crédit semble s'être améliorée par rapport aux années antérieures ; les marges sur les obligations souveraines et d'entreprises ont de surcroît bénéficié d'une plus grande réceptivité des investisseurs pour le risque. Confirmant une tendance amorcée en 2003, la quête de meilleurs rendements a fait monter les prix des actifs à risque ou peu liquides. Cependant, en mars 2005, le risque circonstanciel est réapparu. Après un avertissement sur résultats de General Motors, les marges ont reperdu, en mars et avril, tout l'acquis des douze mois précédents (graphique VI.15).

Contrats dérivés sur défaut

En points de base



L'aversion pour le risque est tombée à des creux sans précédent fin 2004

Une comparaison de l'évolution des probabilités de défaut et des marges de crédit montre l'évolution de la prime de risque demandée par les investisseurs. Les probabilités de défaut obtenues à partir des marges sont en principe équivalentes à celles qui sont déduites des informations sous-jacentes des bilans, multipliées par un facteur d'aversion pour le risque. Une estimation de ce facteur est représentée dans le cadre de gauche du graphique VI.16. Sur les marchés des CDD, l'aversion pour le risque paraît avoir atteint un maximum mi-2002, après l'effondrement de WorldCom. Elle a nettement diminué fin 2002 et tout au long de 2003, avant de remonter momentanément au premier trimestre 2004, à l'occasion du repli généralisé de l'obligataire. Cette remontée s'est trouvée amplifiée par le dénouement de transactions à effet de levier, mais elle a fait place à des minimums sans précédent en fin d'année, suivis d'un nouveau retournement en mars et avril 2005.

Des calculs comparables sur les marchés des obligations d'entreprises donnent un résultat identique. Le resserrement de la distribution des marges au sein d'une même catégorie de notation suggère que, début 2005, les investisseurs n'établissaient pas une distinction aussi claire qu'auparavant entre émetteurs (graphique VI.16, cadre de droite). Même après le dernier repli des marchés de la dette, l'écart entre obligations notées A était plus réduit que la moyenne observée depuis 1997.

Forte demande d'actifs à rendement élevé

La forte demande d'actifs à rendement élevé constitue un signe supplémentaire, mais moins direct, du goût des investisseurs pour le risque. Les financements structurés, tels que les titres garantis par des créances (TGC), ont été particulièrement recherchés (infra). Les tranches supérieures sont généralement bien notées, souvent AAA, mais, en raison de leur complexité, de leur caractère peu liquide et de leurs caractéristiques risque-rendement, elles génèrent un rendement nettement supérieur à celui des obligations d'entreprises assorties d'une notation comparable. Attirés par les forts écarts de prime entre le court et le long terme, les investisseurs se

sont aussi tournés vers le compartiment long. La prime d'échéance entre les marges des CDD à 1 an et 5 ans a baissé fin 2004, avant de remonter en avril 2005, lors du repli du marché (graphique VI.15).

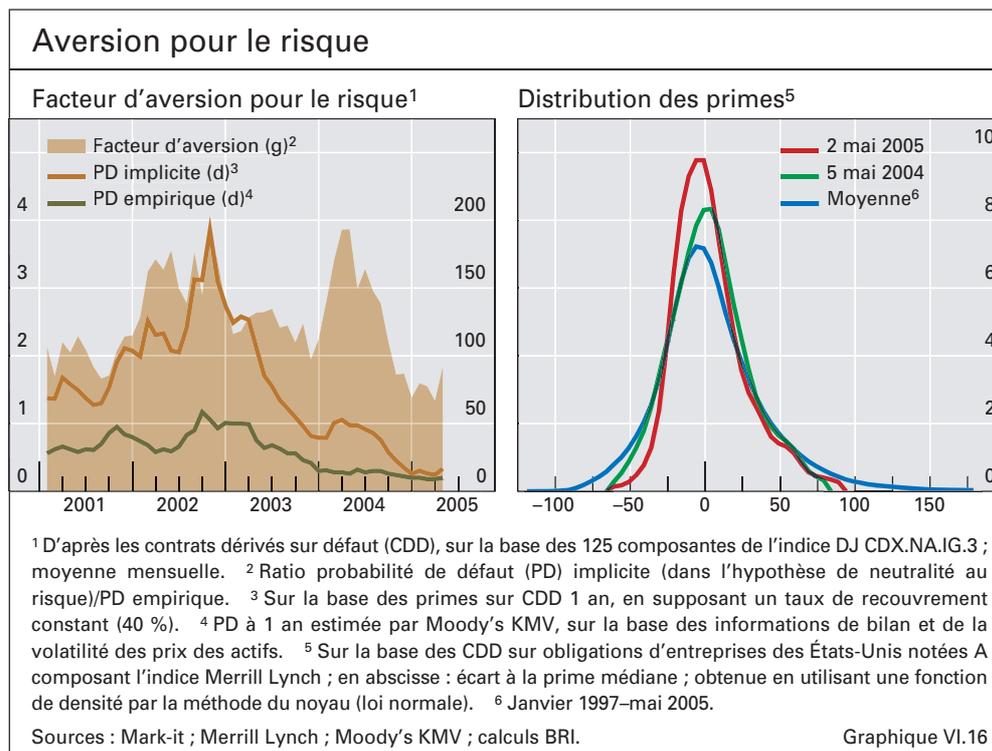
Profitant de la réceptivité des investisseurs à l'égard des structures innovantes, mieux rémunérées, les emprunteurs des économies émergentes ont intensifié leurs émissions d'obligations en monnaie locale. En août 2004, l'Uruguay a été le deuxième emprunteur souverain hors catégorie investissement à émettre une obligation planétaire dans sa propre monnaie (l'Argentine avait été le premier, en 1997) et, en novembre, la Colombie est devenue le troisième. Des sociétés brésiliennes ont rapidement suivi avec des obligations planétaires en reals. Ces structures aident aussi les emprunteurs des économies émergentes à réduire leur vulnérabilité vis-à-vis de l'asymétrie de devises dans leur bilan (chapitre III).

La contraction de la prime de risque s'explique pour beaucoup par l'impression de solidité des conditions économiques. Le goût du risque tend à être procyclique, augmentant quand les fondamentaux semblent s'améliorer et diminuant quand ils se détériorent. Ainsi, la forte croissance mondiale a limité l'aversion pour le risque en 2004, tandis que les révisions en baisse des prévisions ont probablement amplifié le retournement de mars et avril 2005.

L'aversion pour le risque a été limitée par une forte croissance...

Les modifications dans la composition des intervenants peuvent constituer un autre facteur plausible de la diminution de l'aversion effective pour le risque. L'expansion des TGC et l'essor de la demande de créances à risque plus élevé de la part des gestionnaires de TGC ont pu induire une sorte d'accoutumance sur les marchés de la dette (infra). La présence croissante des fonds spéculatifs sur les marchés des dérivés de crédit et des financements structurés a pu produire un effet comparable (chapitre VII).

...des modifications dans la composition des intervenants...



...et le bas niveau des taux directeurs

Enfin, influence non négligeable sur la propension au risque : le bas niveau des principaux taux directeurs. En réduisant les coûts et en facilitant l'accès aux financements, il a pu diminuer les frais de portage et accroître la valeur des sûretés, ce qui est de nature à inciter à la prise de risque. L'incidence des taux directeurs se fait sentir également par interaction avec d'autres déterminants de l'aversion pour le risque, par exemple en favorisant les transactions à effet de levier. En outre, en présence de biais psychologiques et de contraintes institutionnelles, des taux directeurs peu élevés peuvent simplement pousser à chercher de meilleurs rendements. Comme l'a montré le 74^e *Rapport annuel*, de nombreux investisseurs semblent ne pas ajuster leur objectif de rendement nominal en réponse aux changements fondamentaux des conditions du marché, ou tardent à le faire. Devant les rendements historiquement bas des titres d'État de meilleure qualité, ces dernières années, les investisseurs ont cherché, au prix d'un risque accru, à conserver les rendements nominaux qu'ils obtenaient lorsque les taux étaient supérieurs.

Marges de crédit, risque circonstanciel et taux directeurs

Un nouveau renchérissement du risque pourrait être précipité par le risque circonstanciel...

Dans la mesure où les investisseurs auraient sous-facturé le risque, les marchés peuvent rester exposés à un repli plus fort qu'entre mars et mai 2005. Le risque circonstanciel pourrait constituer un facteur déclenchant. Comme l'ont montré les événements de mars 2005, les difficultés rencontrées par un secteur particulier, voire un emprunteur, peuvent avoir des conséquences plus vastes. La baisse généralisée consécutive à l'avertissement sur résultats de General Motors a rappelé le cas de WorldCom en 2002, quand les investisseurs s'étaient détournés des obligations susceptibles d'être rétrogradées et étaient devenus sensibles à des irrégularités dans la gouvernance d'entreprise. Pourtant, la correction, début mai, face à l'éventualité d'un déclassement en catégorie spéculative de Ford et de General Motors s'est faite en douceur, alors que la dette des deux constructeurs automobiles est bien supérieure à celle de WorldCom.

...ou une tension des taux directeurs

Un relèvement inattendu des taux directeurs pourrait constituer un autre facteur déclenchant. Jusqu'à présent, le resserrement a été largement anticipé, de sorte que le repositionnement des investisseurs s'est effectué sans grande perturbation. S'il se révélait plus important que prévu, cela pourrait avoir des conséquences moins anodines. Il pourrait en résulter, par exemple, une baisse notable de la valeur des sûretés, qui risquerait d'amener les investisseurs à se replier vers des actifs plus sûrs. Le dénouement de positions à effet de levier pourrait amplifier le repli des marchés où opèrent les fonds spéculatifs et autres adeptes de ces stratégies, comme celui de la dette des économies émergentes.

Les conséquences d'une telle réévaluation du risque sont difficiles à évaluer. Elles dépendront en partie de la vigueur structurelle de l'économie. En l'absence de détérioration importante et inattendue des fondamentaux, les conditions sous-jacentes devraient permettre d'ancrer les anticipations et d'atténuer ainsi l'incidence du risque circonstanciel. De même, l'effet de la hausse des taux directeurs sur l'aversion pour le risque et sur la qualité de crédit pourrait être compensé par le dynamisme de l'activité. Il ne saurait en

être de même, cependant, pour les emprunteurs des économies émergentes, qui ne tireront probablement pas autant parti de la croissance aux États-Unis que les entreprises américaines. Les conséquences de la réévaluation du risque dépendront aussi des facteurs de marché qui influent sur l'ampleur et la distribution du risque dans le système, que les modifications structurelles de ces dernières années ont rendu moins prévisibles.

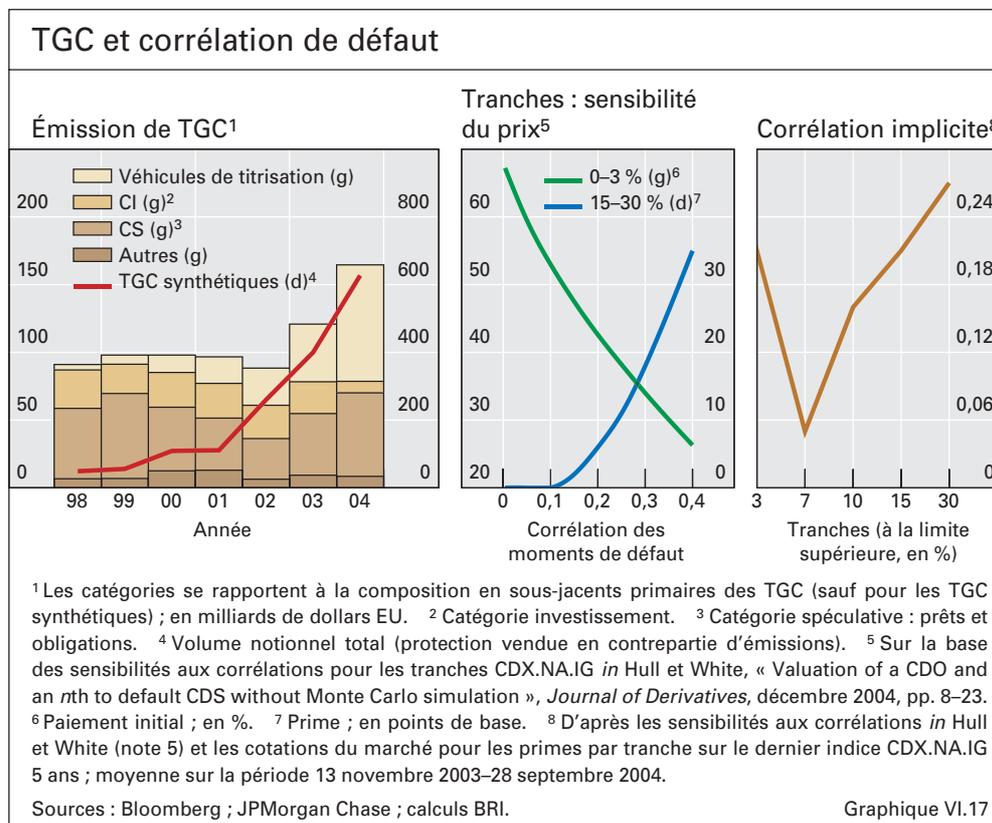
Modifications structurelles dans la gestion du risque de crédit

Parmi les évolutions financières les plus significatives de ces dernières années, on peut mentionner l'apparition de nouveaux instruments de transfert du risque de crédit. Les investisseurs disposent à présent de multiples produits correspondant à leur perception propre. En outre, les établissements financiers, qui ont toujours été les plus gros détenteurs de ce type de risque, peuvent désormais se couvrir ou le gérer de manière plus efficace, grâce en particulier au développement des TGC et des produits associés aux CDD.

La croissance exponentielle du marché des CDD est à cet égard déterminante, car elle offre aux investisseurs une solution aisée pour prendre position ou se couvrir contre le risque de défaut de signatures individuelles. L'encours notionnel mondial des contrats CDD atteignait \$4 500 milliards fin juin 2004, soit six fois plus qu'à fin juin 2001. La principale avancée a été la création d'indices de référence. Les contrats liés à ces indices se négocient largement à présent, ce qui n'est pas encore le cas des indices classiques d'obligations d'entreprises. Les indices servent de base, en outre, à des dérivés

Parmi les grandes modifications, on peut mentionner...

...l'apparition de titres standardisés associés à des CDD...



standardisés, notamment tranches indicielles sur défaut (type de TGC synthétique) et options.

...et de nouveaux types de TGC

Parallèlement, le marché plus vaste des TGC s'est encore élargi, en permettant aux investisseurs de personnaliser leurs portefeuilles par des moyens de plus en plus élaborés. Bien qu'il soit difficile d'obtenir des chiffres précis, une estimation situe les émissions sur le marché au comptant à environ \$165 milliards en 2004 et les montages synthétiques à un niveau encore supérieur, avec \$673 milliards (graphique VI.17). L'activité de l'an dernier a été essentiellement stimulée par la quête de rendement et s'est concentrée sur des tranches TGC sur mesure, sur des structures adossées à des créances à haut rendement et à des instruments financiers structurés, ainsi que sur des produits à plus fort effet de levier comme les TGC sur TGC.

Même si ces nouveaux segments restent de taille relativement modeste, on peut dire que les récentes innovations ont radicalement transformé la négociation et la gestion du risque de crédit.

Avantages économiques des innovations

Avantages des innovations récentes :

Les innovations en matière de dérivés de crédit et de produits structurés ont fait bénéficier le système financier de nombreux avantages : possibilités de diversification et de prise de position sur des éléments spécifiques du risque de crédit, comme les corrélations de crédit ; élargissement de la base d'investisseurs et intégration des marchés ; accroissement de la liquidité. Ces aspects sont examinés ci-après.

...plus larges possibilités de diversification...

Premièrement, les marchés sont à présent plus complets et offrent une plus grande gamme d'instruments aux investisseurs. Les intervenants peuvent prendre désormais plus facilement des positions longues ou courtes grâce à des swaps indiciels ou individuels (ne portant pas toujours sur une signature de grande économie), dans les divers secteurs et sur toutes les catégories de crédit. Des instruments à effet de levier tels que les TGC permettent de s'engager sur les différents segments de probabilité de défaut par l'acquisition de tranches référencées à un panier de titres. En outre, l'éventail des sous-jacents des TGC s'est nettement élargi ces deux dernières années. Avec l'apparition des instruments structurés, il est devenu possible de négocier activement les diverses composantes d'un portefeuille.

Les tranches TGC offrent, en particulier, un moyen plus direct de gérer les corrélations de risque de crédit. En négociant des titres très sensibles à ces corrélations, les investisseurs peuvent modifier plus facilement leur exposition au risque systématique de défaut et de recouvrement. La grande liquidité des tranches indicielles, due en partie à leur standardisation, favorise un négoce plus efficace de ces risques. Illustrant la façon dont les investisseurs peuvent s'engager à l'égard du risque de corrélation, le graphique VI.17 indique comment la courbe de distribution des pertes sur un portefeuille et la valeur des différentes tranches peuvent changer en fonction de la corrélation de défaut. Généralement, une forte corrélation tend à limiter le degré de risque (à accroître la valeur) pour une tranche de premières pertes (*equity*) et à l'augmenter pour les tranches bien notées de première qualité (*super-senior*).

Les investisseurs peuvent ainsi gérer le risque de corrélation en prenant des positions longues ou courtes dans plusieurs tranches.

Deuxièmement, les différents marchés sont plus intégrés, tant au niveau des investisseurs que des produits. Un éventail plus large d'investisseurs peut prendre des positions sur les divers aspects du risque de crédit au moyen de financements structurés. L'activité des fonds spéculatifs, peu soumis à des contraintes pour la composition de leurs portefeuilles, s'est fortement développée. En outre, parallèlement aux banques, compagnies d'assurances et fonds spéculatifs, d'autres gestionnaires de fonds recherchent de plus en plus les produits comportant des CDD et les TGC. Les investisseurs ont commencé à recourir à des stratégies encore plus globales, en associant instruments de taux, de crédit et actions ; de nombreuses salles de marché ont été réorganisées pour prendre en compte cette intégration accrue.

...intégration accrue...

Troisièmement, ces nouveaux instruments ont augmenté la liquidité, grâce notamment à la possibilité d'intervenir dans les deux sens. Les volumes ont fortement augmenté et les écarts de taux acheteur-vendeur sur indices de CDD et tranches indicielles sont devenus très faibles. Ils se situent désormais au-dessous de 1 pb sur l'indice large des signatures européennes de qualité et à quelque 4 pb et 2 pb sur les tranches intermédiaire (3-6 %) et de première qualité (12-22 %), respectivement (graphique VI.15, cadre de droite). Sur le marché des obligations d'entreprises, en revanche, la liquidité reste limitée et, ces dernières années, l'offre a été particulièrement faible en raison du désendettement des sociétés.

...et augmentation de la liquidité...

Dans l'ensemble, ces effets positifs devraient entraîner une réduction généralisée du risque financier à long terme et, en particulier, une baisse des marges moyennes. La diversification accrue des portefeuilles devrait abaisser les primes des signatures individuelles, et l'approfondissement du marché devrait comprimer les primes de liquidité. Reste à savoir, cependant, dans quelle mesure ces effets ont contribué à la récente faiblesse des marges. Certains signes laissent penser que la forte demande de sous-jacents de la part des arrangeurs de TGC a effectivement joué un rôle à cet égard.

...entraînant une réduction du risque à long terme

Malgré ces nombreuses innovations, le marché de la dette offre de vastes perspectives de développement. Ainsi, les contrats à terme standardisés restent à développer et le marché des options sur CDD demeure relativement étroit. L'instauration d'une cotation des CDD indiciels, en mars 2005, devrait favoriser l'expansion de ces marchés et des dérivés connexes.

Principaux motifs de préoccupation

Malgré leurs nombreux avantages, ces récentes innovations comportent aussi des risques, d'autant qu'elles se trouvent dans leur toute première phase de développement. Deux motifs de préoccupation retiennent particulièrement l'attention : la complexité des produits et le fonctionnement des marchés en période de tensions.

Malgré les avancées, des incertitudes subsistent :

Premièrement, les instruments de crédit structurés sont très complexes et les risques correspondants peuvent ne pas être pleinement perçus par tous les intervenants. Les clauses restrictives de nombreux TGC peuvent être difficiles à comprendre et la complexité des opérations pose de multiples problèmes de

...les financements structurés sont très complexes et peuvent comporter des risques cachés...

modélisation. Malgré les efforts entrepris pour élaborer des modèles de tarification et des systèmes de gestion du risque plus réalistes, les intervenants n'ont souvent pas dépassé le stade de la mise en place des capacités d'analyse, laissant aux agences de notation un rôle primordial dans le développement de ces marchés. Or, on manque encore de recul pour juger la notation des TGC, et la référence à celle des obligations d'entreprises reste approximative et peut induire en erreur lorsqu'elle est appliquée à des instruments structurés à fort effet de levier. Même sur un plan plus élémentaire, des progrès restent à faire pour apprécier la distribution des probabilités de pertes, le profil de risque des tranches TGC et leur sensibilité aux corrélations de risque de crédit. Le « sourire » de corrélation, par exemple, observé pour les prix des tranches des contrats indiciaires (graphique VI.17) suggère que les modèles classiques appliqués au risque de portefeuille peuvent être inadaptés. Ces modèles partent du principe que les relations entre toutes les composantes de l'indice sont prises en compte par un seul facteur de corrélation, alors qu'en fait les primes des diverses tranches impliquent des estimations chaque fois différentes.

...et la solidité de ces nouveaux marchés reste incertaine

Deuxièmement, on ne sait pas encore comment les marchés des CDD et des TGC se comporteraient en présence d'une succession de graves incidents de crédit ou d'un vif retournement. En effet, les conditions de crédit favorables qui ont favorisé leur développement peuvent ne pas perdurer. On peut redouter notamment l'effet qu'auraient alors les positions à fort effet de levier sur les bilans des établissements financiers. Il faut songer aussi à l'incidence systémique, pour la liquidité, des institutions à fort effet de levier, comme les fonds spéculatifs ; les marchés pourraient très bien s'assécher avec un retrait des vendeurs de protection, au moment même où l'assurance contre le défaut serait le plus nécessaire. D'ailleurs, malgré certaines turbulences, les marchés des CDD et des tranches indiciaires ont paru opérer un mouvement de correction, dans l'ensemble ordonné, à la suite des difficultés de Ford et General Motors. Il faut cependant préciser que les déclassements de ces sociétés avaient été anticipés depuis un certain temps, de sorte que cette évolution ne reflète peut-être pas la façon dont ces marchés pourraient véritablement se comporter en période de tensions.

VII. Système financier : analyse sectorielle

Faits marquants

Dans un contexte macroéconomique favorable, les entreprises financières du monde industrialisé ont encore renforcé leurs résultats pendant l'année écoulée. Dans les secteurs de la banque et de l'assurance, les bilans ont continué de bénéficier d'une bonne rentabilité, de coûts de financement peu élevés et d'une baisse des pertes sur prêts. Des améliorations structurelles ont également éclairci les perspectives dans les pays où des difficultés étaient apparues.

Si le système financier a globalement résisté au ralentissement qui a suivi l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 90, la situation et le comportement des intervenants en ont été durablement marqués. D'un côté, avec le souvenir d'une rentabilité élevée poussant les investisseurs à rechercher le rendement, la tarification du risque a été orientée à la baisse. De l'autre, des contrôles plus sévères des pratiques de marché ont placé certains opérateurs face à leurs responsabilités pour leurs agissements passés, remontant souvent aux années d'euphorie.

Pour l'avenir, les principaux défis restent de nature macroéconomique. Dans l'immédiat, en effet, les niveaux confortables de fonds propres permettent de rester confiant face aux risques pouvant affecter les bénéfices. À terme, toutefois, des difficultés pourraient provenir d'une hausse des taux d'intérêt, qui compromettrait les stratégies lucratives s'appuyant sur le faible coût du financement et misant sur une forte augmentation de la consommation. Une exposition accrue à l'immobilier pourrait également se révéler problématique, surtout si une correction des prix s'accompagnait d'un tassement général de la dépense des ménages.

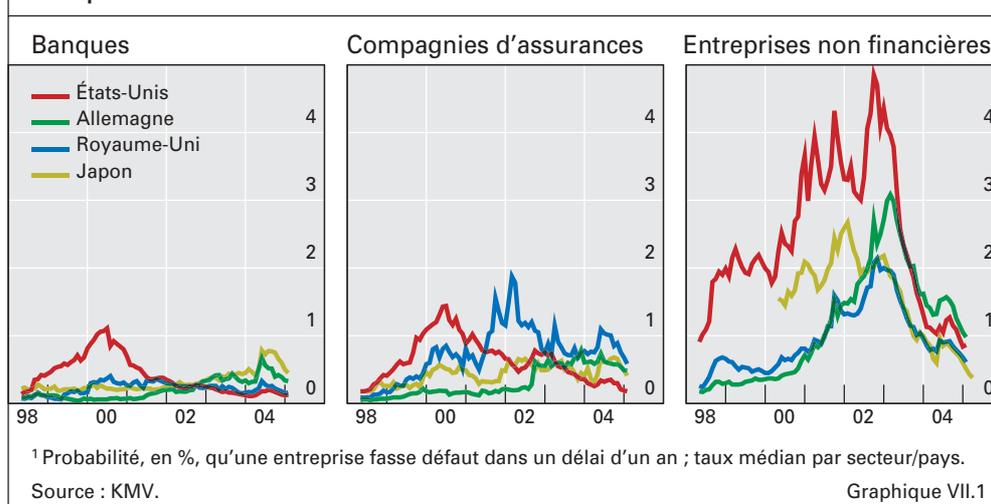
Ces tendances générales soulignent l'intérêt d'une approche macroprudentielle de la stabilité financière. Maintenant que les entreprises ont développé leur capacité à gérer le risque microéconomique et que les anticipations d'inflation sont ancrées à de bas niveaux, la principale menace pour le système financier pourrait venir d'excès liés à une trop grande tolérance à l'égard du risque, renforcée par des perspectives favorables à court terme. L'identification de ces risques et le calibrage des réponses prudentielles se trouvent au cœur des travaux des autorités chargées de la stabilité financière.

Résultats

Depuis plusieurs années, le système financier, surtout les banques, présente des résultats positifs dans la plupart des pays, ce qui offre un contraste surprenant avec le ralentissement généralisé de l'activité, la multiplication

Solidité du
secteur financier

Risque de défaut : mesure de marché¹



des défauts d'entreprises et le repli des cours des actions au début de la décennie (graphique VII.1). Les niveaux de rentabilité actuels apparaissent toutefois moins surprenants quand on les replace dans leur contexte, marqué par l'amélioration des perspectives macroéconomiques et l'abondance des liquidités. La solidité du système financier constitue aujourd'hui un atout pour l'économie.

Bénéfices en hausse pour les banques des États-Unis et d'Europe, grâce...

Banques commerciales

Sur la période étudiée, les banques commerciales d'Amérique du Nord et d'Europe ont encore amélioré leur rentabilité, bien qu'à un rythme

Grandes banques : rentabilité¹

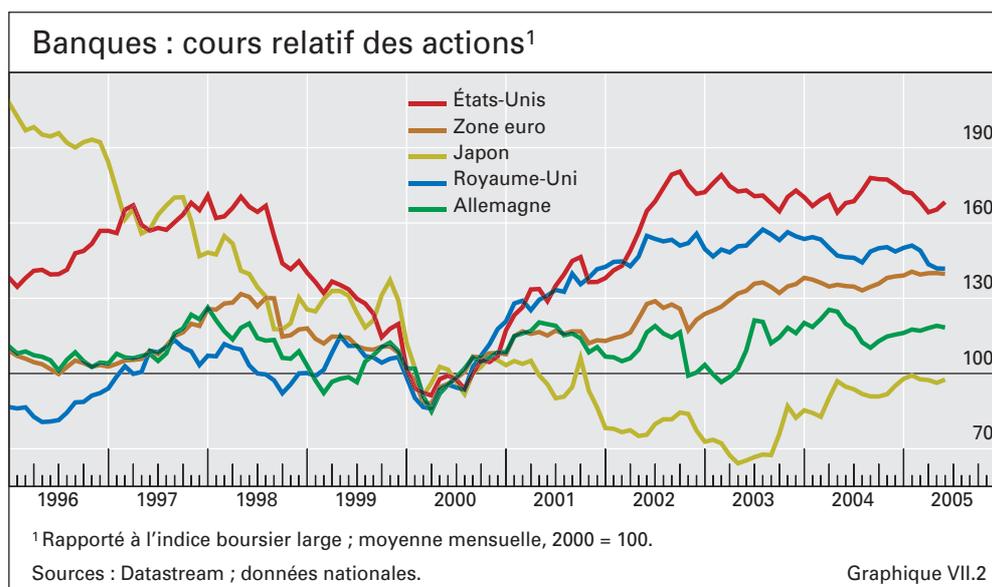
En % du total de l'actif moyen

	Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêts nette			Charges d'exploitation		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
États-Unis (12 ²)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Canada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Japon (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australie (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Royaume-Uni (9 ³)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Suisse (5 ⁴)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Suède (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Autriche (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Allemagne (9 ⁵)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
France (7 ⁶)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italie (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Pays-Bas (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Espagne (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. ² 2004 : 11 banques. ³ 2004 : 7 banques. ⁴ 2004 : 3 banques. ⁵ 2004 : 6 banques. ⁶ 2004 : 3 banques.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



légèrement plus modéré (tableau VII.1). Leurs actions ont continué de progresser plus vite que les indices boursiers généraux, pourtant eux aussi en hausse (graphique VII.2).

Le succès n'a pas été égal dans toutes les lignes de métier. Les crédits aux ménages sont restés une source stable d'intérêts et de commissions, mais les prêts aux entreprises sont demeurés faibles, ces dernières s'efforçant toujours de reconstituer leur bilan et de résorber l'excédent de stock de capital accumulé durant la bulle technologique.

La baisse des coûts reste un important facteur de rentabilité. L'amélioration de la qualité de crédit s'est traduite par une diminution des provisions et, dans de nombreux pays, les annulations de créances ont touché un creux. La rationalisation des structures de coûts, le recours à des stratégies plus souples et l'intégration des technologies ont encore permis de dégager des gains d'efficacité. Beaucoup d'établissements ont annoncé de nouveaux plans d'allègement des effectifs par externalisation ou regroupement d'activités.

Dans un souci à la fois de réduction des coûts et de renforcement dans l'activité de détail, la concentration bancaire s'est intensifiée – surtout au sein d'établissements petits ou moyens cherchant par ce biais à déployer plus efficacement les technologies et à éliminer les duplications. Les observateurs doutent, d'ailleurs, de plus en plus de son efficacité. Les dirigeants de ces conglomérats, constitués à la fin des années 90 pour créer des synergies intersectorielles et des opportunités croisées, ont souvent eu plus de mal qu'ils ne l'avaient prévu à fondre des cultures d'entreprise hétérogènes et à superviser des organisations tentaculaires. Les banques européennes ont montré un intérêt croissant pour des rapprochements transfrontières, qui s'est concrétisé surtout en périphérie de la zone euro (pays nordiques, Royaume-Uni et Irlande). Récemment ont été annoncées des opérations au sein de la zone euro, ce qui devrait déclencher une nouvelle vague de concentrations.

...aux crédits aux ménages...

...à la baisse des coûts...

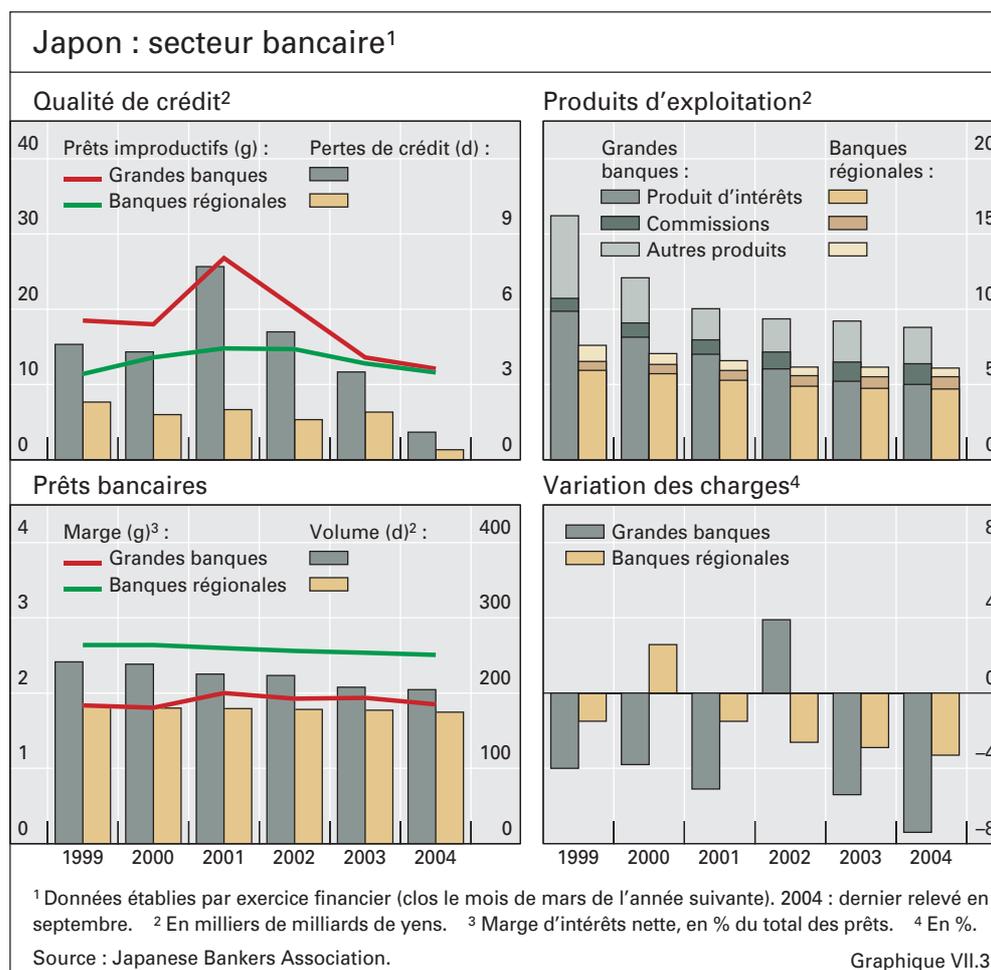
...et aux opérations de concentration

Au Japon, les risques systémiques se sont atténués...

Au Japon, les banques ont réalisé des progrès encourageants, avec des résultats nets positifs pour la première fois depuis 1993. Les efforts d'élimination ou de cession de prêts non productifs ont également été facilités par le redressement de la situation des entreprises et l'amélioration de la qualité de ces prêts. En mars 2005, le ratio des prêts improductifs au total des actifs était retombé à 2,9 % pour les grandes banques, soit mieux que l'objectif réglementaire de 4,2 %. Avec l'amélioration des résultats d'exploitation, ces efforts leur ont permis de rembourser les aides publiques et de ramener les actifs représentatifs de crédits d'impôts différés en deçà de 30 % des fonds propres de base, contre 55 % en 2003.

...mais les bénéfices restent modestes...

Le secteur bancaire japonais reste cependant confronté à des défis majeurs. Par rapport aux grandes banques, les établissements régionaux tardent à alléger le poids des prêts non productifs et à renforcer leur ratio de fonds propres (graphique VII.3) ; leurs recettes relativement stables et leurs marges confortables les y incitent peut-être moins, mais ce retard a alerté les régulateurs. Généralement, le principal défi pour les banques reste leur rentabilité à long terme, faible à l'aune internationale. Même les plus grandes, jusqu'ici les plus résolues à comprimer leurs coûts, n'ont guère amélioré leurs résultats. Depuis la vague de concentrations de 2000, les banques nippones ont réduit le nombre de leurs succursales d'environ 10 %, et leurs effectifs de plus de 20 %. Mais leurs prêts continuent de souffrir de l'atonie de la demande



des entreprises. Elles se livrent, en outre, à une concurrence accrue, qui ne fait que comprimer davantage leurs marges d'intérêts nettes.

Afin de compenser la faiblesse persistante de leurs métiers traditionnels, certaines grandes banques japonaises cherchent à accroître les activités génératrices de commissions, les transactions de détail et les prêts aux petites entreprises. Les récentes acquisitions de grosses sociétés de crédit à la consommation et d'entreprises d'investissement annoncent probablement la création de superconglomérats financiers. D'ailleurs, si deux des plus grands groupes bancaires ont souhaité fusionner avec un troisième, c'est surtout pour s'approprier sa vaste clientèle de détail. Néanmoins, il reste à savoir si cette nouvelle vague de concentrations permettra de dégager des synergies et d'améliorer les résultats d'exploitation.

...ce qui entraîne des changements de stratégie

Réduction des aides publiques

Le retrait général de l'influence du secteur public sur la gouvernance des établissements financiers s'est confirmé. De nouvelles dispositions législatives et réglementaires adoptées au Japon, en Allemagne et aux États-Unis ont revu à la baisse l'appui de l'État, qui avait soutenu le bilan de certains établissements et faussé la concurrence.

En septembre 2004, le gouvernement japonais a défini un programme sur dix ans, à compter de 2007, pour privatiser Japan Post, le pôle banque et assurance du réseau postal. Japan Post est le plus gros établissement financier du monde : grâce notamment à son statut public, il détient ¥400 000 milliards d'actifs et une part prédominante des dépôts de détail. Bénéficiant d'importantes dérogations – exonération de l'impôt sur les sociétés et de la prime d'assurance des dépôts –, il possède un avantage concurrentiel sur les marchés du crédit, ce qui comprime les marges sur les prêts dans le pays. Il joue aussi un rôle majeur dans le financement de l'État : il détient plus de ¥160 000 milliards en dépôts auprès du fonds d'avances budgétaires et environ un quart de l'encours d'obligations d'État (soit plus du double des avoirs en emprunts d'État japonais du secteur bancaire privé). Sa privatisation constituera une étape cruciale vers l'amélioration de la compétitivité dans le système financier japonais, mais des incertitudes demeurent quant à ses effets transitoires.

Privatisation de Japan Post

En Allemagne, les passifs des *Landesbanken* émis après juillet 2005 ne seront plus garantis par l'État. Ces établissements, qui assurent une fonction de prêteur aux grandes entreprises et de chambre de compensation pour les caisses d'épargne des divers *Länder*, opéreront donc avec des coûts de financement reflétant davantage leur solidité financière intrinsèque. Pour se préparer, certaines petites *Landesbanken* ont fusionné et d'autres se sont attachées à renforcer leur bilan. Certes, la suppression de la garantie explicite ne met pas fin à l'actionnariat des pouvoirs publics ; bien souvent, l'assainissement des bilans passera même par une injection de fonds publics ; les prix du marché devraient d'ailleurs continuer de tenir compte de ce soutien implicite. Le processus remet néanmoins en cause la viabilité du modèle économique de ces établissements, reposant sur des coûts de financement peu élevés, car la notation des obligations non garanties est inférieure à celle des titres bénéficiant de la garantie de l'État.

Suppression de la garantie de l'État allemand pour les *Landesbanken*

Surveillance plus attentive des organismes de crédit hypothécaire aux États-Unis

Aux États-Unis, les grands organismes fédéraux de crédit hypothécaire ont suscité l'attention accrue des régulateurs. Suite à une enquête portant sur ses pratiques comptables, Fannie Mae a dû publier des résultats révisés, avec une progression du bilan corrigée en baisse. De plus, les discussions ont repris sur la réforme du cadre général régissant ces organismes : l'objectif est de rehausser le niveau de leur supervision, que certains proposent de confier à une nouvelle instance habilitée à procéder à une liquidation, relever les exigences de fonds propres et agréer les nouveaux produits. En outre, ce cadre contraindrait les organismes à respecter plus scrupuleusement leur mission officielle de pourvoyeurs de liquidités sur le marché des créances titrisées et éviterait les distorsions sur le marché hypothécaire primaire. Un plafonnement de leur portefeuille pourrait, le cas échéant, faciliter l'arrivée d'autres intervenants.

Compagnies d'assurances

Sur la période étudiée, le secteur de l'assurance a connu une évolution plus mitigée. Globalement, la branche non-vie a été moins florissante que la branche vie, mais toutes deux ont démontré une capacité accrue à gérer les risques.

L'assurance vie en situation plus solide

La situation financière des sociétés d'assurance vie s'est redressée. La rentabilité a été accrue par une nette hausse des primes et par une amélioration des résultats sur leur portefeuille d'investissements, grâce à la remontée des cours des actions, à la compression des coûts et à des rendements garantis revus en baisse dans les nouvelles polices. Néanmoins, en raison du bas niveau des taux d'intérêt, les tensions sur la solvabilité n'ont pas disparu. L'augmentation de l'espérance de vie, défi à long terme, a de plus en plus amené les compagnies à acheter des obligations d'échéance longue ou liées à la longévité pour se couvrir.

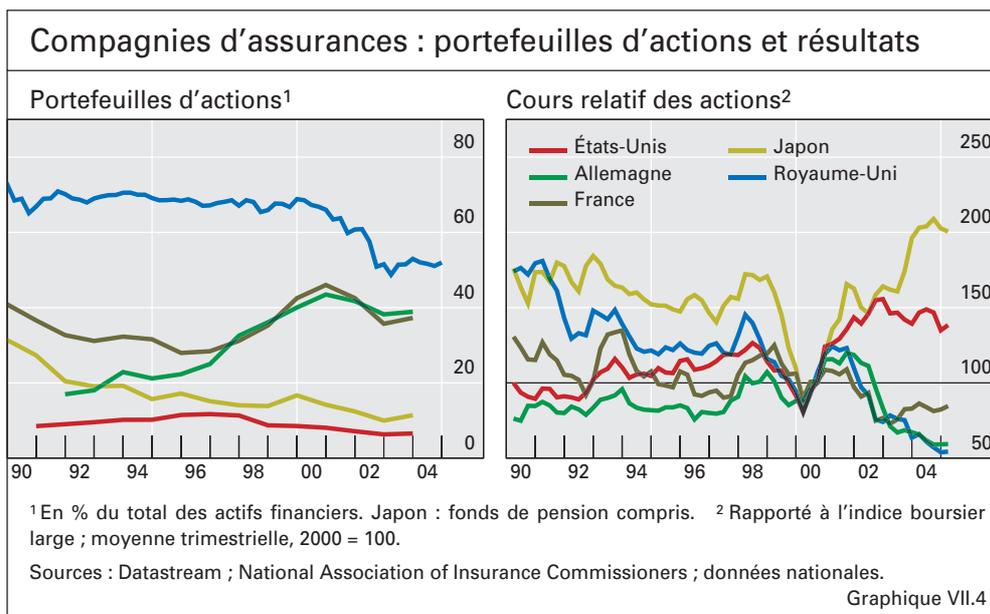
La concurrence entre établissements a favorisé la concentration. Aux États-Unis, les acquisitions ont été particulièrement nombreuses dans l'assurance vie et maladie en 2004. Au Canada, la concentration de la branche vie pendant la décennie passée a porté à plus de 70 % la part de marché des trois plus gros assureurs.

La branche non-vie résiste bien

En raison de multiples catastrophes naturelles, la branche non-vie a dû indemniser un nombre record de sinistres en 2004 : quatre ouragans aux Caraïbes ont donné lieu à la majorité des déclarations déposées auprès des sociétés d'assurances multirisques aux États-Unis. Le secteur a toutefois enregistré des résultats en faible hausse par rapport à 2003, notamment grâce au partage des coûts avec deux fonds publics en Floride. De plus, cette sinistralité accrue a été partiellement compensée par l'augmentation des primes ces dernières années. De son côté, la réassurance a, en général, connu une légère détérioration de la rentabilité des polices multirisques. Cependant, la hausse des produits de placement et le rebond de la branche vie ont un peu amélioré ses bénéfices globaux.

Difficultés résultant du contrôle réglementaire...

Des enquêtes récentes sur les courtiers en assurances ayant mis en cause nombre de pratiques bien établies, divers courtiers ont affiché des pertes et d'autres ont engagé une révision de leur modèle d'entreprise. De



même, l'attention portée aux pratiques comptables des assureurs a conduit à se demander s'ils n'avaient pas utilisé abusivement des contrats de réassurance avec transfert de risque limité pour lisser leurs résultats. Cela ne devrait toutefois guère porter atteinte à la valorisation des sociétés d'assurances, comme en témoigne l'évolution des cours de leurs actions (graphique VII.4).

La modification du cadre comptable et réglementaire n'est pas neutre pour les assureurs. La phase I de la mise en œuvre des normes de l'International Accounting Standards Board (IASB) imposera la comptabilisation des actifs à la juste valeur, tandis que les engagements resteront évalués au coût historique. Ce décalage pourrait, dans certains cas, accroître la volatilité des résultats, jusqu'à la phase II, qui étendra la méthode de la juste valeur aux engagements. Pour les compagnies d'assurance vie, la comptabilisation des options et garanties implicites liées aux polices de longue durée pourrait aussi influencer de manière significative sur la valeur des engagements. Le cadre Solvabilité II que prépare l'Union européenne définit des normes de fonds propres en fonction du risque. Il devrait donc conduire à renforcer les fonds propres, à privilégier les activités plus efficaces et à recourir davantage à la réassurance. Sous l'angle de son application, un lien clair doit être établi – comme c'est le cas pour les banques – entre la comptabilité financière, reposant sur les normes IASB, et la comptabilité réglementaire, conforme à Solvabilité II.

...des nouvelles règles comptables...

...et du nouveau cadre réglementaire pour les fonds propres

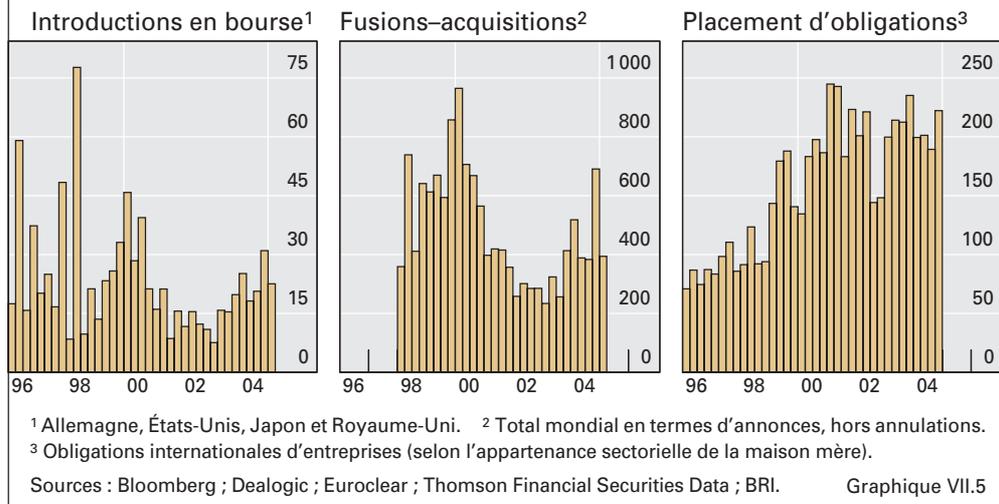
Banques d'affaires

Les grandes banques d'affaires ont continué d'enregistrer des bénéfices records. Le négoce de titres a d'abord fortement contribué à la croissance des résultats, mais s'est essouffé ensuite avec une baisse des volumes et de la volatilité, notamment sur l'obligataire. Ce repli a été compensé, les derniers trimestres, par la progression d'autres activités, comme le placement de titres et le conseil en fusions-acquisitions. Celles-ci, particulièrement nombreuses

Bénéfices records

Banques d'affaires : indicateurs d'activité

En milliards de dollars EU



aux États-Unis, devraient continuer de se développer, car les entreprises cherchent à faire fructifier leur surcroît de liquidités (graphique VII.5).

Concurrence

L'internationalisation croissante du marché favorise les acteurs dotés d'une solide implantation mondiale et proposant un vaste éventail de services aux grandes entreprises, allant du financement au conseil. Les établissements plus modestes s'efforcent donc de consolider leur présence sur des segments spécifiques, tels les activités de marché ou le courtage – en pleine expansion grâce au secteur des fonds spéculatifs (infra). D'après les observateurs, les fonds spéculatifs, en raison de leur gestion dynamique, ont généré plus d'un huitième des recettes des courtiers principaux.

Fonds spéculatifs

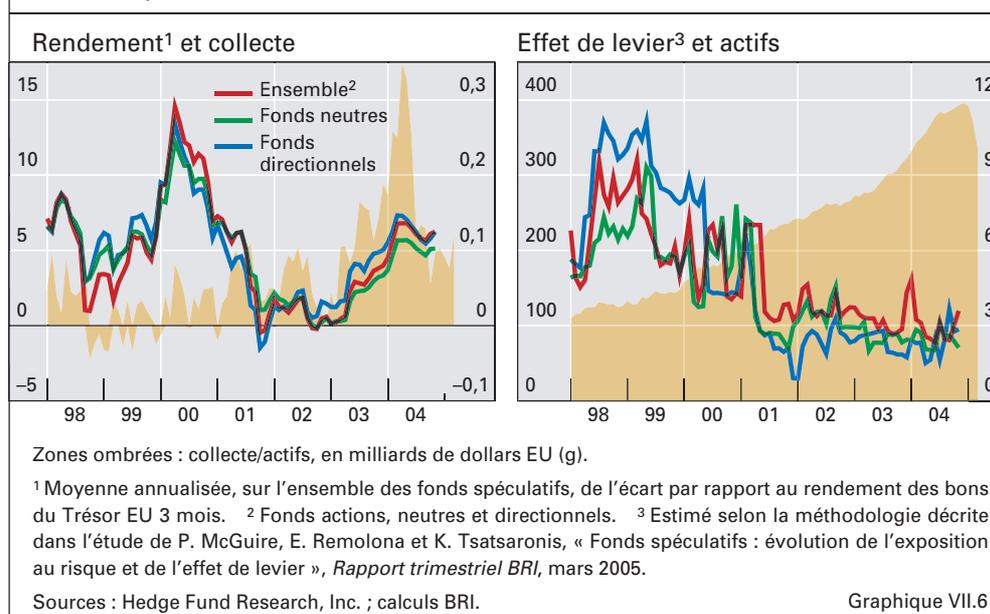
Collecte massive des fonds spéculatifs...

Les fonds spéculatifs étaient bien placés pour tirer parti de la forte liquidité du marché et de la faible rentabilité de certains actifs traditionnels, apparues après la chute des cours des actions en 2000. Mettant en avant la souplesse de leurs techniques d'investissement, capables de générer de bons rendements, même dans un contexte baissier, ces structures ont attiré un volume record de capitaux. Les particuliers fortunés ainsi que les fonds de pension et d'assurance ont alloué davantage de capitaux à ces « placements alternatifs », pour limiter la dévalorisation de leurs portefeuilles et en accroître la diversification. Les fonds spéculatifs ont continué à se multiplier durant l'essentiel de la période étudiée, créant une double attraction : auprès des opérateurs qui, séduits par la promesse d'une plus grande indépendance et d'une généreuse rétribution de leur savoir-faire, se sont détournés des entreprises financières traditionnelles et de la gestion d'actifs classique ; auprès des établissements traditionnels, qui ont saisi l'occasion d'établir des liens étroits avec des opérateurs externes aux compétences recherchées, d'accroître leurs rendements sur placements et d'étoffer leur offre de produits.

...mais baisse des rendements

Si les fonds spéculatifs surperformaient le marché dans les années qui ont immédiatement suivi l'effondrement boursier, ce n'est pas toujours le cas

Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier



depuis quelque temps (graphique VII.6). De plus, étant donné la remarquable similarité des performances de fonds qui s'annoncent axés sur des stratégies différentes, les avantages de la diversification risquent d'être illusoire. Le tassement des résultats explique en partie le ralentissement marqué de la collecte ces derniers mois. L'expansion des actifs sous gestion a eu pour conséquence indirecte la disparition des opportunités de gains dans les activités plus traditionnelles des fonds spéculatifs, sur actions et obligations d'État. Ce phénomène pousse les gestionnaires à s'engager dans des catégories d'actifs encore peu exploitées, notamment les titres d'entreprises, les dérivés de crédit et les financements structurés, ce qui accroît leur liquidité. L'amélioration de la gestion du risque de contrepartie aboutit, pour les courtiers principaux, à une exposition mieux contrôlée et, pour les fonds, à des ratios d'endettement inférieurs aux niveaux de 1998, lors du quasi-effondrement de LTCM. Cependant, avec l'essor des actifs sous gestion et l'intensification de la concurrence entre courtiers principaux, on peut penser que l'exposition globale des banques envers ce secteur s'est accrue et que l'information a perdu en transparence.

Sources potentielles de vulnérabilité

Vu leur solidité actuelle, les établissements financiers devraient continuer à soutenir l'activité macroéconomique. Les risques immédiats pour le système financier mondial semblent faibles, car les établissements se sont suffisamment protégés pour y parer. En outre, nombre de pays ont engagé des mesures de restructuration qui devraient consolider le secteur domestique à moyen terme.

Les vulnérabilités à plus long terme sont moins faciles à évaluer. Un changement conjoncturel à l'échelle mondiale pourrait entraîner une

Le secteur financier peut résister aux risques à court terme...

...mais il existe des défis à long terme

correction durable des taux d'intérêt et des prix des actifs. Avec un fléchissement de l'activité, une augmentation des risques de marché et de crédit pourrait altérer la situation des établissements financiers. Les pressions structurelles sur les bénéfices des banques représentent elles aussi un défi. En outre, le transfert du risque sur les ménages pourrait avoir des conséquences en cas de ralentissement économique.

Pressions sur les bénéfices des banques

Recours accru aux commissions...

Les banques ont tiré profit de leurs efforts de restructuration et de leur expansion dans de nouvelles activités, mais l'intensification de la concurrence continue de peser sur des bénéfices qui ont partout tendance à provenir des commissions plutôt que des marges d'intérêts (chapitre III). Cette diversification des revenus se traduit par une hausse des commissions nettes et des bénéfices tirés du négoce, comme au Royaume-Uni, par un recours accru aux prêts à la consommation, mieux rémunérés, comme en France et au Japon, et par un essor des prêts hypothécaires, dans de nombreux pays. Le produit d'intérêts net recule toutefois dans certains pays, et cela risque de perdurer dans un contexte d'augmentation des taux courts et d'aplatissement des courbes. En Allemagne et au Japon, les marges sont particulièrement faibles, à cause de l'atonie de la demande de prêts, mais aussi en raison de la concurrence d'intermédiaires bénéficiant de la garantie de l'État (supra).

...au prix d'une hausse de la volatilité ?

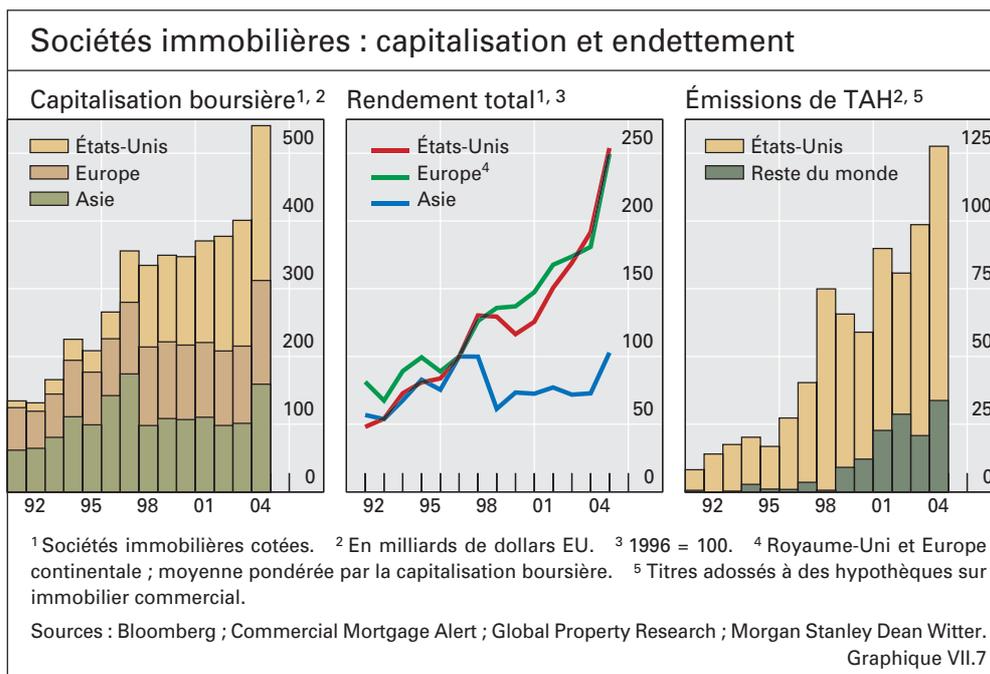
La stabilité à long terme des systèmes bancaires dépendra de leur capacité à tenir ces orientations sans dommage pour leur rentabilité. Un aspect clé de cette diversification des revenus est l'exposition croissante des banques aux risques de marché, au-delà du risque de taux plus classique. Le courtage et le négoce constituent des recettes notoirement volatiles pour les banques d'affaires, qui présentent pourtant des structures de coût plus souples que les banques commerciales. En outre, si, dans de nombreux pays, l'essor des prêts à la consommation est lié à deux phénomènes structurels – une libéralisation plus poussée et un reflux de l'inflation –, il découle aussi du niveau exceptionnellement bas des taux courts. De surcroît, l'euphorie immobilière montre déjà des signes d'inversion dans certains pays (infra). Il semble que le maintien du niveau de rentabilité actuel des banques dépendra autant de l'évolution de la gestion et de la réduction des risques que d'une nouvelle diversification des sources de revenus.

Immobilier

La solidité du secteur bancaire est largement attribuable aux bons résultats de l'immobilier. Néanmoins, à la lumière du passé, une plus forte exposition directe et indirecte des banques à ce marché suscite des préoccupations pour le long terme.

Augmentation des prêts à l'immobilier commercial...

L'intérêt des investisseurs pour l'immobilier commercial s'est intensifié ces dernières années, sous l'effet conjugué du bas niveau des taux, de rendements boursiers décevants et de l'accessibilité accrue de ce segment, qui offre un marché de plus en plus profond d'instruments négociables (graphique VII.7). Cet intérêt a également été stimulé par



l'amplitude moindre des récents cycles de l'immobilier commercial (tableau VII.2) et par le très faible taux de défaut sur ce segment. En conséquence, l'exposition des banques a fortement augmenté. Ainsi, aux États-Unis, les prêts bancaires ont progressé de quelque 70 % sur les cinq dernières années ; ils représentent aujourd'hui environ un huitième de l'actif total des banques commerciales, voire 30 % pour les établissements de taille moyenne. De même, au Royaume-Uni, un tiers des prêts aux entreprises va à des sociétés immobilières, contre environ 20 % seulement il y a quatre ans.

L'exposition accrue à l'immobilier commercial pourrait constituer un risque pour le secteur bancaire, pas dans l'immédiat, mais à long terme. Le financement de projets d'immobilier commercial a toujours été l'un des éléments les plus volatils des portefeuilles des banques. Même si, à brève échéance, il est peu probable que la qualité des prêts se dégrade nettement, comme ce fut le cas au début des années 90 dans de nombreux pays industrialisés, un simple retour des taux de défaut vers leur moyenne historique pourrait engendrer des tensions. En outre, étant donné que l'activité récente est, en grande partie, tirée par une logique d'investissement, plutôt que par une réelle demande, on peut s'interroger sur la pérennité de rendements substantiels. Des taux d'inoccupation toujours élevés peuvent faire douter de la situation fondamentale du marché (tableau VII.2), et la rentabilité des bureaux de haut standing présente déjà des signes de faiblesse.

Le marché du logement est devenu l'une des principales sources de bénéfices pour les banques : depuis cinq ans, les prêts hypothécaires connaissent un vigoureux essor dans la plupart des économies, notamment au Royaume-Uni (160 %), en Australie (100 %), aux États-Unis (75 %), dans la zone euro (50 %) et au Japon (30 %).

...source de risques microéconomiques

Exposition à l'immobilier résidentiel...

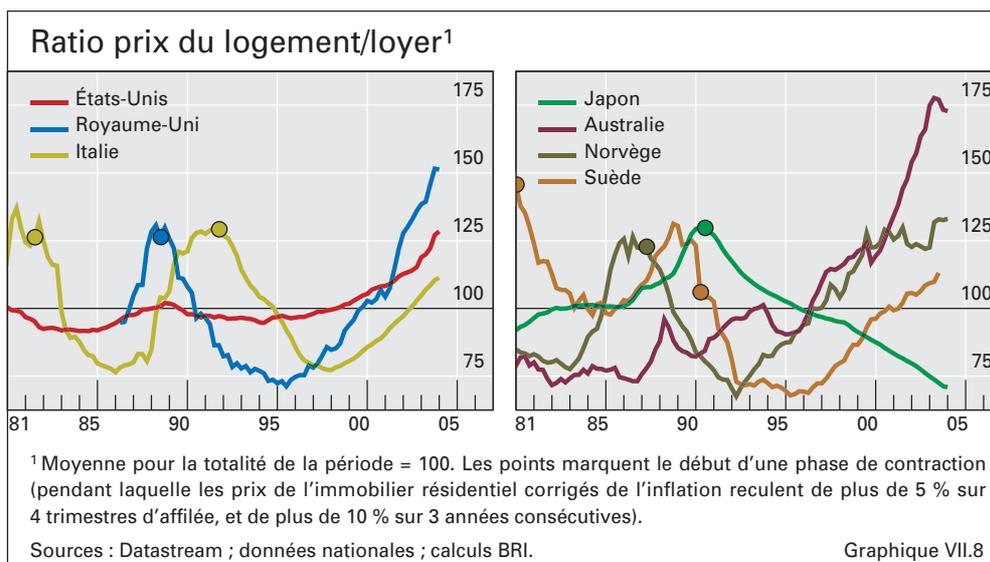
Immobilier commercial : prix et taux d'inoccupation							
	Prix ¹				Taux d'inoccupation des bureaux ⁴		
	Variation nominale ²			Niveau ³	2002	2003	2004
	1995–2003	2003	2004	2004			
États-Unis	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Japon	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Allemagne	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Royaume-Uni	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
France	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italie	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Canada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Espagne	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Pays-Bas	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australie	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Suisse	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgique	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Suède	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norvège	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Danemark	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 ⁵	9,0	10,3
Finlande	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 ⁵	7,0	9,5
Irlande	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

¹ Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains. ² Variation annuelle, en %. ³ Pic des prix, en termes réels = 100. ⁴ Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total achevé. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France, Italie et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : capitale. ⁵ 2001.

Sources : Catella Property Consultants ; CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales. Tableau VII.2

...qui entraîne
une vulnérabilité
macroéconomique

Cependant, les incertitudes de ce marché pourraient aussi engendrer des risques directs et indirects pour le système financier. Dans nombre de pays (Royaume-Uni, États-Unis, Australie, Norvège et Espagne, notamment), les prix immobiliers ont augmenté beaucoup plus rapidement que les loyers, et les rendements locatifs sont tombés à des niveaux historiquement bas (graphique VII.8). Cela pourrait annoncer soit une correction en baisse des prix, soit une hausse des loyers, lesquels présentent une certaine rigidité. Si le renchérissement des logements se stabilise ou s'inverse, le marché hypothécaire pourrait se comprimer fortement (comme en Australie et au Royaume-Uni, récemment), ce qui se traduirait par un repli des commissions pour les banques. De plus, les pertes sur prêts immobiliers pourraient s'accroître, en particulier sur les marchés où l'endettement des ménages et les ratios prêts/valeur (prêts rapportés à la valeur des biens) sont élevés. Une diminution du patrimoine des ménages pourrait prélude à un ralentissement économique plus général, sous l'effet d'une réduction des dépenses de consommation. Si ces risques devaient se concrétiser, cet effet macroéconomique indirect, mais plus vaste et plus persistant, pourrait poser de sérieux défis au secteur bancaire.

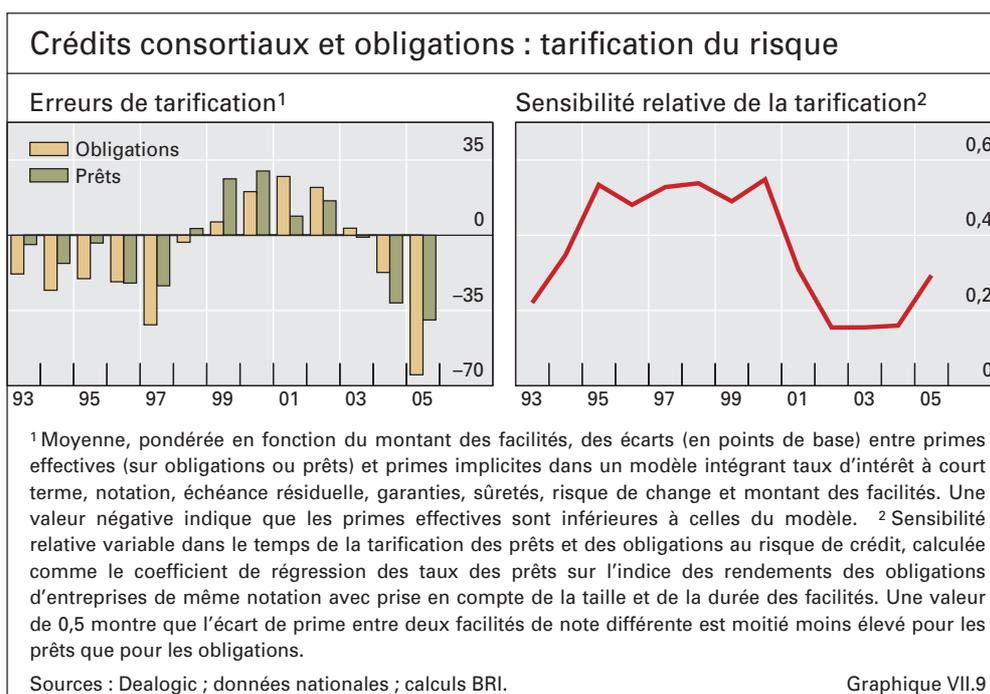


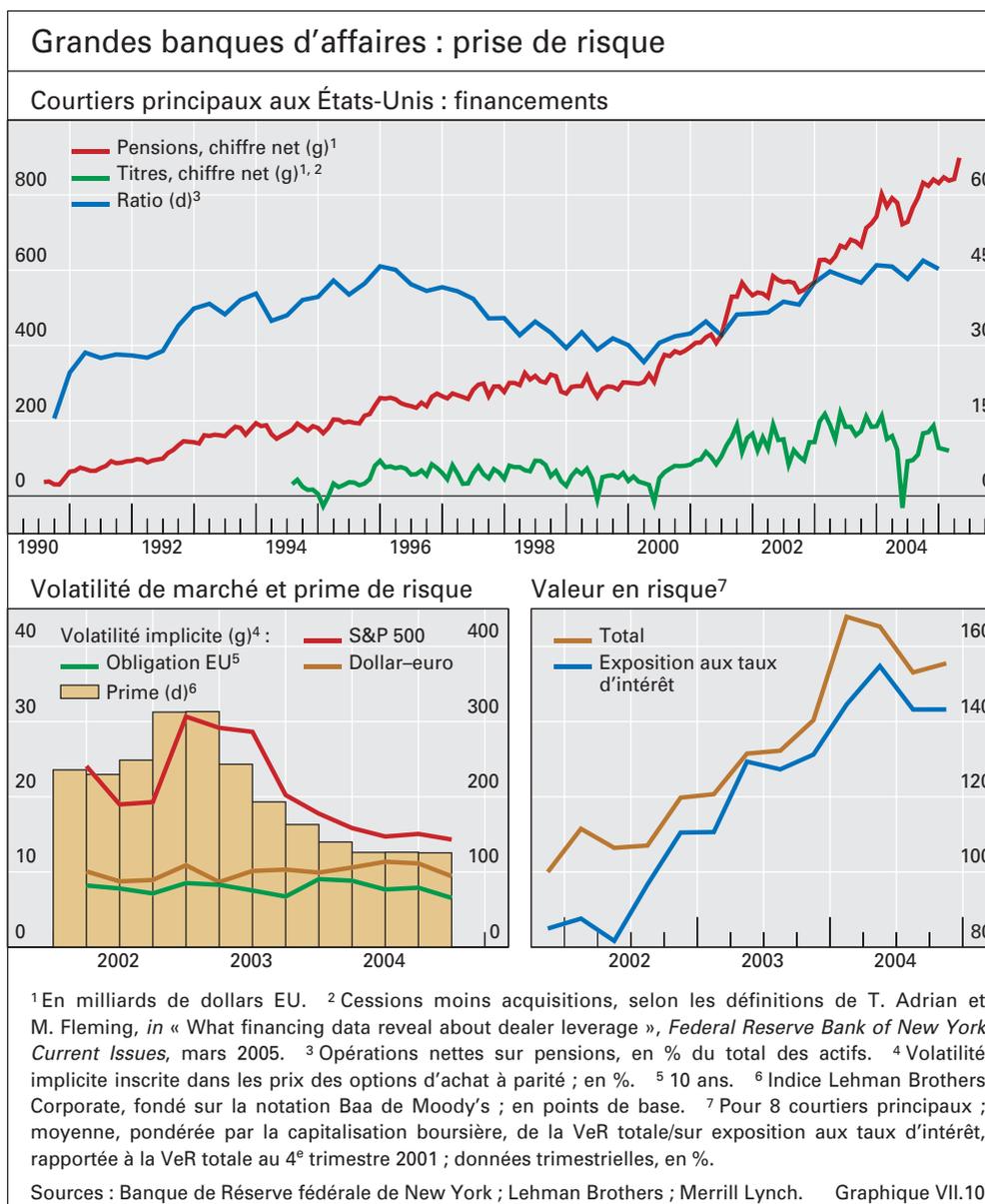
Intensification de la « quête de rendement »

Le niveau durablement bas des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités poussent les investisseurs vers des placements plus rémunérateurs mais plus risqués. Cette « quête de rendement » s'est intensifiée pendant la majeure partie de la période étudiée (chapitre VI).

Il apparaît que le risque reste sous-évalué sur les marchés des prêts consortiaux et des obligations. En 2004, le volume des prêts consortiaux signés aux États-Unis a atteint le record historique de \$1 300 milliards, dont 46 % en faveur d'entreprises notées au-dessous de BBB ; sur ces deux marchés, les marges montrent que la rémunération du risque de crédit est inférieure à son niveau de longue période (graphique VII.9, cadre de gauche).

Possible sous-tarification du risque de crédit





Récemment, la sous-tarifcation semble plus nette sur l'obligataire, car les marges des prêts consortiaux sont devenues quelque peu plus sensibles au risque de défaut (graphique VII.9, cadre de droite).

Forte exposition aux risques de marché

Les banques d'affaires ont, elles aussi, tendance à accroître leur prise de risque. Leur valeur en risque (VeR) totale a augmenté de plus de 50 % entre fin décembre 2001 et fin décembre 2004, ce qui indique une hausse notable des positions, car la volatilité a simultanément baissé sur les marchés des actions et de la dette (graphique VII.10, cadres du bas). Le léger recul de l'exposition globale en 2004 pourrait être lié à un retard d'ajustement de la prise de risque, ou bien à un resserrement de la liquidité (graphique VII.10, cadre du haut).

Report du risque sur les ménages

Accroissement du risque lié aux prêts hypothécaires...

Les tendances structurelles récentes montrent un report du risque des établissements et marchés financiers vers les ménages. Cette évolution est en partie recherchée par les ménages. Leur accès plus large à divers instruments

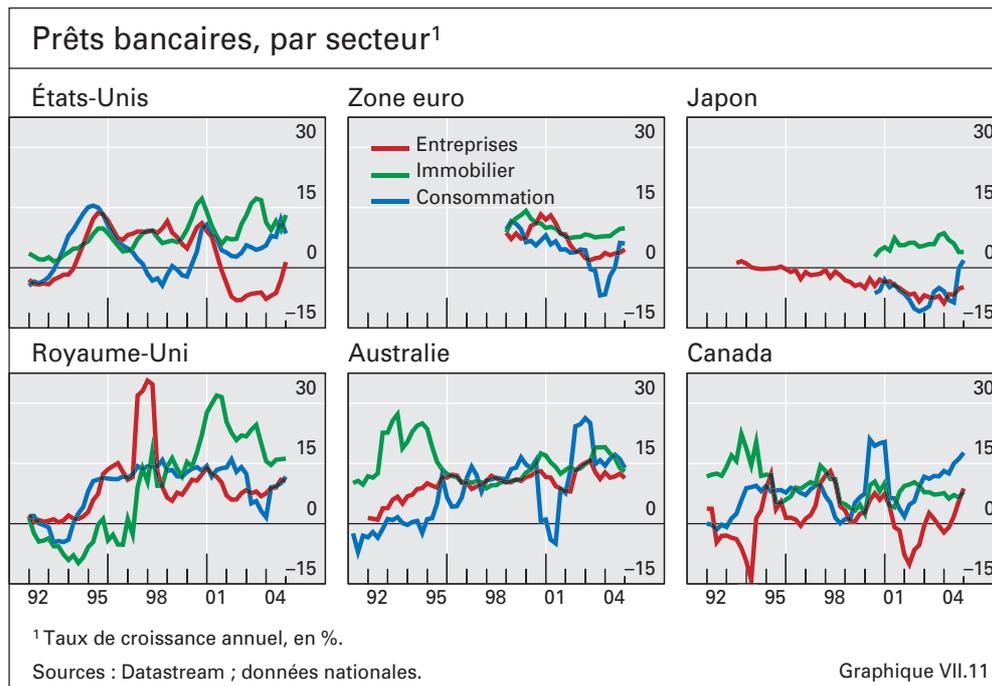
de financement augmente leur ratio dette/revenu (chapitre II). En 2004, les taux de croissance des crédits au logement et à la consommation ont dépassé ceux des prêts aux entreprises aux États-Unis, en Europe et au Japon (graphique VII.11). En outre, les ménages se tournent vers des instruments de placement plus sensibles aux fluctuations du marché. Les prêts hypothécaires à taux variable, traditionnellement prédominants en Australie, en Espagne, en Irlande, au Royaume-Uni et dans la plupart des pays nordiques, se répandent maintenant aux États-Unis. L'essor des produits d'assurance vie à capital variable montre également que les ménages sont plus enclins à prendre des risques.

Mais les ménages sont aussi plus exposés en raison d'évolutions institutionnelles. Premièrement, les projets de réforme du système de retraite, aux États-Unis et au Royaume-Uni, marquent le remplacement de régimes à prestations définies par des régimes à cotisations définies, ce qui accroît l'exposition des ménages aux risques de marché ; les employeurs y sont poussés par trois facteurs qui pèsent sur les budgets des entreprises : le vieillissement de la population, l'atonie des marchés des actions et le bas niveau des taux d'intérêt. Deuxièmement, avec la comptabilisation à la juste valeur, le coût des garanties de rendement minimum incorporées aux polices d'assurance va devenir plus visible, et les assureurs seront incités à les réduire. Enfin, la moindre sécurité de l'emploi dans de nombreux pays développés accentue les risques pour les ménages en ajoutant une incertitude quant à leurs revenus.

...et aux pensions de retraite...

Ces tendances pourraient-elles affaiblir la résistance de l'économie face au risque ? Certes, ce sont en fin de compte les ménages, intéressés à toute activité économique, qui supportent *in fine* tous les risques. Cependant, le niveau global de risque n'est pas indépendant de la structure financière, des caractéristiques institutionnelles et de la répartition de la prise de risque. Les

...qui peut affaiblir la résistance de l'économie



ménages disposent en général de liquidités grâce au revenu régulier de leur travail et à la nature de leurs placements. En outre, les pertes spécifiques qu'ils subissent ont peu de répercussions négatives. Par rapport aux établissements financiers, toutefois, ils sont moins aptes à comprendre, gérer et diversifier les risques, sont davantage dépendants de crédits garantis et supportent des coûts de transaction plus élevés. Du fait de ces limites, un accroissement de leur exposition directe au risque ne constitue pas forcément un gain d'efficacité.

L'amélioration de l'accès aux produits financiers permet aux ménages de devenir plus facilement propriétaires de leur logement et de lisser leur consommation dans le temps. Néanmoins, une baisse des prix immobiliers aurait des incidences sur le secteur financier et l'économie en général (supra). De surcroît, une hausse des taux d'intérêt, en renchérissant le service des emprunts à taux variable, pourrait affecter la consommation et la capacité de remboursement des ménages, et donc aussi la résistance de l'économie et du système financier.

Vers une approche macroprudentielle

Les risques
macroéconomiques
imposent...

Ce qui précède souligne le rôle clé des vulnérabilités découlant des interactions entre secteur financier et économie réelle. Les principaux défis tiennent à la résorption des déséquilibres accumulés lors de l'envolée boursière de la fin des années 90 et à l'environnement macroéconomique apparu depuis le début de la décennie. Pour y répondre efficacement, il serait bon que le cadre prudentiel privilégie ces interactions, dans une approche systémique de la stabilité financière. C'est ce à quoi s'attache la tendance générale au renforcement de l'orientation macroprudentielle.

...des approches
macroprudentielles

Cette orientation souligne l'importance des interactions entre établissements financiers, ainsi qu'entre système financier et macroéconomie. Complémentaire de l'approche microéconomique traditionnelle, centrée sur l'établissement, elle accorde une attention particulière à la concentration des expositions et aux vecteurs de risque communs aux différentes composantes du système financier ; l'analyse des effets potentiellement déstabilisateurs des interactions en constitue l'élément central.

Dans la pratique, cette orientation résolument systémique du cadre prudentiel revêt plusieurs aspects. Le plus visible, sans doute, est l'architecture des institutions et les mandats des instances officielles chargées de veiller à la stabilité financière. Mais la manière dont ces dernières s'en acquittent prend aussi une dimension plus macroprudentielle. Citons surtout les progrès des techniques de mesure du risque, qui permettent de mieux identifier les vulnérabilités, et le calibrage des dispositifs prudentiels (préventifs et curatifs).

Infrastructure institutionnelle

L'infrastructure institutionnelle en charge de la stabilité financière répond de plus en plus à cette orientation macroprudentielle. Aux niveaux national et international, elle place l'accent sur le suivi des interactions entre institutions

et sur la mise en place d'un dispositif harmonisé de traitement des risques dans les différentes branches du secteur financier.

Au niveau national, la tendance à confier la surveillance prudentielle des banques, des assureurs et des autres intermédiaires financiers à une autorité unique s'accroît depuis que la Norvège a choisi cette voie à la fin des années 80. Y contribuent grandement les synergies liées à l'émergence de conglomérats financiers et la convergence des pratiques à la faveur de nouveaux marchés et de nouvelles technologies.

Regroupement des fonctions de surveillance

Ce changement institutionnel va généralement de pair avec la fixation d'objectifs de stabilité financière plus explicites pour les banques centrales. Concrètement, cette évolution se traduit souvent par la création d'une fonction spécifique, au sein de la banque centrale, et par la publication de rapports réguliers évaluant les résultats et les vulnérabilités potentielles du système financier. Il n'est pas rare que les banques centrales suivent cette voie en l'absence même de mandat explicite, en s'appuyant sur leur solide compétence dans la production d'analyses macroéconomiques plus traditionnelles.

Objectifs de stabilité financière pour les banques centrales

Au niveau international, plusieurs instances ont été créées afin de favoriser la communication et la coopération entre autorités prudentielles. Les comités travaillant sous l'égide des banques centrales du G 10 et divers groupements régionaux ont notamment pour objectif de suivre l'évolution des marchés et d'évaluer les éventuelles fragilités du système financier mondial. Le Forum sur la stabilité financière rassemble toutes les parties prenantes – autorités nationales, institutions financières internationales et certains organes internationaux –, en vue de renforcer le dialogue et la coordination. Il a notamment publié un ensemble de recommandations, à l'intention des autorités prudentielles, concernant les risques systémiques découlant de l'activité des institutions à fort effet de levier et, plus récemment, il a été à l'origine du renforcement de la surveillance des sociétés de réassurance (pages 177–178).

Instances internationales

Détection des vulnérabilités

Pour que le traitement soit efficace, il faut au préalable un bon diagnostic. L'instauration d'un cadre macroprudentiel opérationnel présuppose donc la mise en place d'une technologie de mesure du risque systémique.

De manière générale, la mesure des risques financiers reste embryonnaire. Chacune de leur côté, les institutions se sont initialement attachées à quantifier certains risques et n'élaborent que depuis peu un cadre global de mesure à l'échelle du groupe. On peut citer, par exemple, l'extension à d'autres risques des indicateurs de type VeR (valeur en risque) conçus pour les risques de marché. Au niveau macroéconomique, la modélisation des interactions entre sphères financière et réelle manque encore d'expérience, par rapport à celle des relations entre production, dépense et prix agrégés.

Modélisation du risque systémique

L'élaboration d'outils de mesure du risque systémique et leur mise en œuvre dans divers contextes progressent notablement depuis peu. Les initiatives du FMI et de la Banque mondiale pour dresser une liste d'indicateurs de solidité financière et encourager les autorités nationales à collecter et publier systématiquement ces données visent à alimenter l'analyse. Le

Indicateurs macroprudentiels

Programme d'évaluation du secteur financier, déployé conjointement par ces deux organisations, étudie régulièrement les vulnérabilités systémiques de nature structurelle et conjoncturelle.

Simulation
de crises
macroéconomiques

S'inspirant des simulations de crise menées dans les établissements, de nombreuses banques centrales développent actuellement une méthodologie permettant d'évaluer la solidité de l'ensemble du système financier, en recourant à des indicateurs micro- et macrofinanciers. L'évaluation associe le plus souvent trois éléments : des modèles macroéconomiques, conçus pour guider les décisions de politique monétaire ; des modèles représentant la situation financière des ménages et des entreprises ; des enquêtes concernant l'incidence éventuelle de différents scénarios sur les résultats des établissements et marchés financiers. Dans certaines juridictions, cette méthodologie sert non seulement de base aux évaluations périodiques des vulnérabilités financières, mais aussi d'outil d'aide à la décision pour les autorités monétaires. Une fois en place, elle se prête également à des applications plus orientées sur l'analyse de risques spécifiques, tels ceux découlant d'une chute des prix des actifs.

Calibrage des outils prudentiels

L'attitude des autorités face aux risques identifiés intègre de plus en plus des considérations systémiques. C'est ce que l'on observe dans la manière dont elles conçoivent les normes prudentielles et dans leurs modalités d'action.

L'adoption
d'une approche
systémique...

L'intégration explicite d'objectifs systémiques dans les normes prudentielles est relativement récente, bien qu'il ait toujours été acquis que les normes limitant une prise de risque excessive par les différents établissements atténuent aussi les risques systémiques. Les aspects les plus nouveaux de l'approche macroprudentielle partent du constat qu'un comportement et des règles individuellement rationnels peuvent, généralisés, produire des résultats indésirables. Ainsi, pour un établissement soucieux de préserver ses fonds propres, il peut être prudent de dénouer des positions si les indicateurs font apparaître un niveau élevé de risques de marché. Mais, généralisé, ce mouvement de vente pourrait déclencher une réaction en chaîne qui engendrerait un accès de volatilité et une surréaction des prix des actifs.

...influe sur
la conception
des normes...

Le nouveau dispositif de fonds propres des banques, publié en 2004 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, constitue une avancée majeure. Il consacre les initiatives du secteur privé pour concevoir et utiliser des outils de gestion du risque. En acceptant que les modèles internes servent à définir les niveaux de fonds propres réglementaires, il reconnaît qu'il importe d'inciter tous les opérateurs à recourir aux meilleures pratiques. La grande sensibilité au risque de ce dispositif a toutefois pu faire penser qu'il amplifierait le caractère procyclique de l'offre de crédit. En partie pour répondre à cette objection, le texte final, appuyé sur des études empiriques, limite expressément le renforcement des fonds propres requis en cas de dégradation des perspectives de solvabilité. Il reconnaît, en outre, que le niveau des fonds propres devrait dépendre des résultats des simulations de crise appliquées au portefeuille de risque et ne pas être uniquement lié à la conjoncture économique. Surtout, ce dispositif contribue à incorporer les grandes

améliorations de la gestion du risque dans la culture des établissements. Ceux-ci pourront plus rapidement détecter et corriger les problèmes, ce qui atténuera les tendances procycliques.

Une logique semblable sous-tend le « provisionnement statistique » adopté en Espagne, par lequel les banques constituent des provisions en fonction d'une moyenne estimée sur l'ensemble du cycle d'activité. Les provisions accumulées pendant la phase ascendante du cycle créent ainsi une réserve pour la période de repli conjoncturel, lorsque les conditions de crédit se détériorent. Ce lissage dans le temps limite la tendance à une contraction excessive des prêts durant un épisode de dégradation des perspectives économiques, ce qui atténue le risque d'une volatilité macroéconomique induite par la réglementation.

Outre la conception des normes, l'approche systémique influence de plus en plus les mesures discrétionnaires prises par les instances prudentielles devant l'apparition de tensions ou l'accumulation de vulnérabilités. On peut citer en exemple la récente réaction des autorités britanniques face aux difficultés des assureurs lorsque le recul des cours des actions les a exposés à de lourdes pertes sur leur portefeuille d'actifs. L'assouplissement temporaire du niveau des réserves obligatoires a permis d'endiguer les ordres *stop loss*, et donc de prévenir une spirale de baisse des cours des actions, qui aurait fragilisé encore plus les bilans. C'est une logique analogue qui a présidé à l'adaptation, dans certains pays, des règles applicables aux prêts hypothécaires (tel le ratio prêt/valeur), pour répondre aux préoccupations quant aux risques macroéconomiques suscités par l'expansion rapide du crédit. Certes, mieux vaut une constitution de réserves adéquates *ex ante* pour faire face aux tensions ; ces mesures *ex post* ne sont que des palliatifs, mais elles peuvent faciliter l'ajustement du système financier à des circonstances spéciales sans guère réduire le pouvoir d'incitation de la réglementation, si elles sont calibrées avec discernement et utilisées avec parcimonie.

...les décisions discrétionnaires des autorités...

Enfin, les préoccupations de stabilité systémique transparaissent largement dans l'attitude des instances prudentielles à l'égard des conglomérats financiers. Ceux-ci sont soumis, dans de nombreux pays, à un régime spécifique de suivi et d'analyse plus strict définissant les mesures dont ils doivent faire l'objet en cas de difficultés. Les aspects systémiques figurent parmi les premiers facteurs considérés avant d'autoriser toute fusion : les autorités ne veillent pas seulement à maintenir un degré de concurrence approprié, elles se préoccupent toujours plus des risques découlant d'une concentration accrue de l'exposition du système financier envers un petit nombre d'établissements liés entre eux. En outre, des plans de secours sont en place pour faire face au défaut de grands groupes ; ils prévoient une mise sous tutelle de l'établissement défaillant, dans le souci de préserver la continuité d'exploitation et la valeur pour l'actionnaire, et de limiter autant que possible les perturbations systémiques.

...et le régime prudentiel des grands établissements financiers

Défis

L'analyse ci-dessus montre que d'importants progrès, en ce qui concerne la prise de conscience comme la mise en œuvre, ont permis de renforcer

Trois grands défis : l'orientation systémique des dispositifs prudentiels. Il reste toutefois trois grands défis à relever.

...améliorer la mesure du risque...

Premièrement, il faut améliorer les techniques de mesure du risque. Malgré des avancées récentes, les méthodologies actuelles sont surtout performantes lorsqu'il s'agit d'évaluer les risques respectifs à un moment donné, par exemple vis-à-vis de tels emprunteurs ou sur telles catégories d'actifs. Elles sont moins efficaces sur la durée, notamment pour le risque systémique ; au lieu d'être véritablement prospectives et de soutenir l'action en ciblant les horizons lointains, ces méthodologies réagissent plus souvent aux risques déjà matérialisés. De surcroît, lorsqu'elles analysent les prix de marché, elles ne permettent peut-être pas de distinguer entre les changements touchant l'appétit pour le risque et ceux relatifs à l'évaluation du risque lui-même (chapitre VI). Dans l'un ou l'autre cas, elles peuvent introduire fortuitement un degré excessif de procyclicité dans l'évaluation et l'action.

...assurer des incitations pour les instances prudentielles...

Deuxièmement, il faut s'assurer que les instances prudentielles ont les moyens et les incitations nécessaires pour utiliser dans une optique macroprudentielle les instruments à leur disposition. En dehors des cas exceptionnels évoqués plus haut, les réticences à agir sont encore vives quand les problèmes sont attribués à une cause macroéconomique. Cela peut naturellement s'expliquer par un manque de savoir-faire, surtout, peut-être, dans les cas où la surveillance n'est pas exercée par la banque centrale. Le problème peut aussi venir du mandat du superviseur, lorsque des objectifs de protection des consommateurs priment sur la prévention des crises systémiques.

...et coordonner l'action des autorités

Troisièmement, il faut, pour le secteur officiel, renforcer l'approche macrofinancière de la stabilité, grâce à une coordination plus poussée, qui reconnaisse les fortes interdépendances entre les missions des diverses instances concernées, incluant autorités monétaires, ministères des Finances, voire organes de normalisation comptable. Il existe à l'évidence des complémentarités entre les compétences de ces différents intervenants et les instruments dont ils disposent. Ainsi, les normes comptables peuvent beaucoup influencer la capacité à évaluer la solidité financière, les incitations à prendre des risques et les effets stabilisateurs ou déstabilisateurs des comportements individuels. Autre exemple : les tensions financières qui s'accompagnent de coûts macroéconomiques importants ne sont pas toujours dues à la défaillance d'opérateurs financiers. Elles peuvent aussi résulter de la dynamique des marchés ou de déséquilibres dans les comptes des ménages et des entreprises, même si les établissements financiers restent convenablement protégés, ce qu'illustrent bien les risques liés au financement hypothécaire. Tout cela plaide en faveur d'une coopération étroite entre les différentes autorités, qui passe par un accord sur le diagnostic.

VIII. Conclusion : comment corriger les déséquilibres ?

L'année dernière a été exceptionnelle pour l'économie mondiale, marquée par une croissance soutenue dans la majeure partie du monde, surtout dans les économies émergentes, et une inflation toujours modérée malgré l'envolée des cours des produits de base. Le secteur financier a enregistré un peu partout de confortables bénéfices et les prix des actifs se sont en général fortement appréciés. Or, ce remarquable bilan n'a pas empêché un sentiment de malaise. Il apparaît de plus en plus que l'économie mondiale présente des similitudes avec la situation de la fin des années 60. Cette analogie est préoccupante dans la mesure où la période antérieure contenait en germe l'inflation galopante de la décennie suivante dans les grands pays industrialisés, elle-même responsable des crises d'endettement de nombre d'économies émergentes dans les années 80.

Comme à la fin des années 60, les taux d'intérêt réels dans les pays industrialisés ont été durablement bas et les agrégats de crédit ont connu une expansion rapide. Comme au temps du système de Bretton Woods, le dollar a subi des pressions à la baisse, liées au déficit extérieur américain ; cela a conduit de nombreux pays à assouplir leur politique monétaire et à accumuler des réserves de change pour contrer l'appréciation de leur monnaie, avec pour conséquence une hausse massive de la liquidité mondiale. Les politiques budgétaires ont souvent été assouplies, elles aussi, comme à l'époque de la guerre du Vietnam et des programmes de la « Great Society ». De même, les cours des produits de base, du pétrole en particulier, ont enregistré une vive augmentation, dont les effets commencent à être perceptibles en aval de la production ainsi que dans les comptes extérieurs des pays consommateurs et producteurs.

Ces similitudes sont-elles annonciatrices, pour les pays industrialisés, d'une répétition des épisodes antérieurs de forte inflation et de turbulences cycliques ? Et, pour les économies émergentes, d'un retour aux problèmes d'endettement ? Pour répondre brièvement : peut-être, mais pas nécessairement. « Peut-être » parce que l'art de la prévision est difficile et qu'on ne saurait exclure des erreurs de stratégie. « Pas nécessairement » parce que les autorités ont, de toute évidence, tiré les enseignements du passé. À la fin des années 60 et au début des années 70, les pays industrialisés n'avaient pas pris conscience des coûts d'une inflation élevée. Pas plus qu'ils ne mesuraient vraiment à quel point les variations des anticipations d'inflation peuvent rapidement déclencher une spirale infernale salaires-prix. En jougulant avec succès l'inflation, non sans coût, les banques centrales ont crédibilisé leur affirmation d'un « plus jamais ça ! ». En outre, les autorités à travers le monde ont appris à faire face aux chocs des cours des produits de base. Elles savent

bien aujourd'hui que, devant un renchérissement des importations, se refuser à un ajustement des prix en recourant à des financements extérieurs, comme dans les années 70, finit par se révéler extrêmement coûteux. Et les bénéficiaires de ce renchérissement n'ont pas oublié les leçons d'un surendettement permis par une valorisation élevée des sûretés. Il est devenu évident – *a posteriori*, hélas – que les cours des produits de base ne se distinguent en rien des prix de l'immobilier ou des actifs financiers : ils fluctuent à la hausse ou à la baisse, mais l'endettement nominal, lui, ne varie pas.

S'il est réconfortant de constater que l'expérience a été source d'enseignements, il serait dangereux de penser que l'histoire va se répéter. Comme l'indique l'Introduction, trois mutations structurelles ont eu lieu depuis les années 60 ; elles sont bénéfiques et laissent présager une évolution sans inflation, ce qui corrobore l'impression de « peut-être, mais pas nécessairement ».

Premièrement, dans l'économie réelle, la libéralisation et la mondialisation ont renforcé massivement les capacités de l'offre, recomposé les prix relatifs et rabattu l'inflation – la demande n'ayant pas suivi. Deuxièmement, la conjonction de la déréglementation et du progrès technologique a profondément marqué les systèmes financiers, qui sont de plus en plus orientés par le marché (au détriment de l'intermédiation bancaire), mondialisés et animés par des intervenants aux ramifications toujours plus étendues, nombreuses et complexes. Enfin, troisièmement, le régime monétaire s'est recentré sur le maintien de l'inflation à un bas niveau. Ces mutations, et peut-être plus encore leurs interactions, sont porteuses de nouveaux enseignements, mais annoncent aussi de nouvelles incertitudes.

Le premier enseignement a trait à l'interaction des chocs d'offre positifs avec le nouveau régime monétaire ; les pressions déflationnistes pourraient, à l'avenir, être aussi fréquentes que les tensions inflationnistes. On peut, en outre, se demander s'il ne conviendrait pas de définir la stratégie à suivre selon l'origine de la déflation. Puisque les autorités tolèrent désormais communément les hausses directes de prix consécutives à des chocs d'offre négatifs, pourquoi réagiraient-elles à des chocs positifs ? Le deuxième enseignement concerne l'interaction des chocs d'offre positifs et du comportement du système financier. Ces chocs, plus facilement facteurs d'optimisme, tendent à atténuer la perception des risques associés aux investissements et accroissent, de ce fait, l'élasticité tendancielle de l'offre et de la demande de financements. Le troisième enseignement est lié à l'interaction du système financier moderne avec l'objectif de stabilité des prix. Les réactions à un durcissement monétaire au sein du système prennent une place grandissante dans le mécanisme de transmission et il convient d'en tenir de plus en plus compte dans le processus de resserrement.

Le quatrième enseignement, et sans doute le plus important, relève de l'interaction des trois mutations systémiques. Si les chocs d'offre positifs réduisent l'inflation de telle sorte que les autorités se trouvent dispensées de durcir les conditions de crédit, la capacité accrue d'offre de financements rencontrera une demande elle aussi en progression. Cela pourrait donner

naissance à un cycle expansion–contraction pouvant, à son tour, engendrer des turbulences susceptibles d'affaiblir l'économie réelle de diverses manières. Et si, au départ, l'inflation est déjà basse, cela pourrait aboutir à un processus désinflationniste plus pernicieux que s'il résultait de seuls chocs d'offre positifs.

Ces observations n'appellent pas une redéfinition radicale des politiques ; elles suggèrent seulement d'aller plus loin dans les stratégies à moyen et long terme déjà en place. Côté offre, cette orientation ressort clairement de l'importance donnée aux réformes structurelles ces dernières années ; en particulier, l'idée qu'il convient de promouvoir la stabilité financière est largement admise. Côté demande, on se rappellera que, dans les années 60, les politiques monétaire et budgétaire faisaient l'objet d'un réglage fin pour lisser le cycle conjoncturel et diminuer le chômage. Par la suite, la prise de conscience de leurs coûts à long terme a conduit à fixer des objectifs d'agrégat monétaire, puis d'inflation, et à proposer des stratégies à horizon plus lointain pour la politique budgétaire également.

Sans modifier fondamentalement ces orientations de long terme, il conviendrait de s'interroger sur la manière de les adapter pour prendre en considération une autre contrainte. La montée de l'endettement national et international peut, à terme, s'avérer extrêmement coûteuse pour l'économie. Il suffit de songer au temps qui a été nécessaire au Japon et à l'Est asiatique pour se remettre de leurs crises financières respectives. Les mesures récentes adoptées par plusieurs banques centrales, notamment en réponse aux augmentations des prix immobiliers alimentées par le crédit, dénotent une prise de conscience du problème. Même s'il est difficile de formaliser le cadre conceptuel, en l'absence d'indicateur signalant à quel moment l'expansion du crédit, les niveaux d'endettement ou les prix des actifs sont « trop élevés », les enjeux sont tels que cela mérite une analyse approfondie.

La présente Conclusion aborde deux questions : premièrement, les risques qui pèsent sur l'économie mondiale, compte tenu, en particulier, des déséquilibres internes et externes, ainsi que les stratégies propres à les réduire ; deuxièmement, la nécessité de dispositifs à plus long terme permettant de prévenir l'accumulation de déséquilibres financiers. Sur le plan intérieur, la question est de savoir s'il est utile de mettre en place un dispositif de stabilité macrofinancière ; sur le plan international, de voir s'il conviendrait d'apporter des améliorations au système monétaire pour faire pendant à la simple défense d'intérêts nationaux particuliers.

Les risques actuels appellent-ils une action des autorités ?

Alors que l'idée de « problèmes » imminents pour l'économie mondiale est loin de faire l'unanimité, l'existence de certaines « expositions » au risque fait davantage l'objet d'un consensus. Il est impossible, en effet, de ne pas voir combien d'indicateurs s'écartent simultanément des normes habituelles. Les taux directs réels dans le monde industrialisé et en Asie émergente continuent de se situer autour de zéro. Les taux longs nominaux, de même que les primes de risque et les volatilités, sont remarquablement bas. Le taux

d'épargne des ménages a chuté dans de nombreux pays industrialisés et l'endettement a été porté à des niveaux records. Les prix immobiliers sont à leur plus haut un peu partout. L'investissement, en Chine, a atteint la proportion phénoménale de 50 % du PIB. Et, pour finir, les déséquilibres extérieurs n'ont jamais été aussi marqués depuis la fin de la guerre. Il se pourrait bien que certains, voire la totalité, de ces indicateurs retrouvent leur valeur moyenne, ce qui ne serait pas sans effets sur la croissance mondiale. Pareil retour à la normale pourrait être progressif et bénéfique ou, au contraire, brusque et déstabilisateur. Ce qui adviendra sera déterminé, dans une large mesure, par les interactions entre sphères réelle et financière, que nous ne pouvons prétendre saisir pleinement.

Que peuvent les politiques économiques pour corriger ces déséquilibres internes et externes ? Sur le plan intérieur, augmenter les taux d'intérêt favoriserait, à l'évidence, une diminution des expositions à long terme, ce qui risque toutefois d'entrer en conflit avec les objectifs à court terme plus classiques que sont un taux de chômage bas et une désinflation maîtrisée. Quant aux déséquilibres extérieurs, les risques de conflits d'objectifs ne manquent pas non plus. Un durcissement budgétaire, qui pourrait certes contribuer à résorber le déficit des pays concernés, pourrait se solder par des niveaux préoccupants de chômage. Dans ces conditions, le mieux que l'on puisse espérer est une approche « opportuniste » visant à réduire les expositions à long terme, mais uniquement si les autres objectifs prioritaires le permettent.

Aux États-Unis, dans un contexte d'expansion, la politique monétaire s'est déjà durcie de manière mesurée, en réponse à l'augmentation du taux d'utilisation des capacités et à la montée des préoccupations concernant l'inflation, mais elle exercera un effet bénéfique sur les déséquilibres internes. L'économie des États-Unis, pourrait-on dire, est devenue par trop dépendante de la consommation, de l'endettement et de l'extraction hypothécaire. Globalement, une hausse des prix immobiliers n'a pas la même valeur d'entraînement sur la richesse nationale que l'investissement financé par un flux d'épargne ou que des gains de productivité : elle favorise les propriétaires, mais elle renchérit l'ensemble des prestations immobilières. Vue sous cet angle, l'économie américaine est bien plus exposée qu'il n'y paraît.

Même en tenant compte de la solidité présente de l'économie américaine, ce durcissement devra se faire en douceur, pour plusieurs raisons. La première est que l'influence accrue des prix des actifs, en particulier du logement, dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire est encore mal cernée. Au Royaume-Uni et en Australie, par exemple, comme aux Pays-Bas il y a quelques années, les prix du logement ont commencé à se stabiliser sous l'effet du durcissement monétaire, et la croissance de la consommation s'est déjà ralentie. La deuxième raison tient à la possibilité que le relèvement des taux directeurs freine l'investissement des entreprises. Heureusement, celles-ci ont bien allégé leur dette ces dernières années et elles enregistrent de hauts niveaux de bénéfices et de trésorerie ; il convient cependant d'ajouter que le rebond de l'investissement reste beaucoup moins ferme qu'au cours des cycles précédents.

La troisième raison est liée à la crainte que ce durcissement ne perturbe les marchés financiers, avec un inversement soudain de la « quête de rendement ». Certes, rien de tel ne s'est produit jusqu'ici, probablement parce que la Réserve fédérale a su communiquer clairement ses intentions, mais l'avenir est incertain. Si les pressions inflationnistes se révélaient plus fortes, il faudrait peut-être relever les taux directeurs plus rapidement, ce qui pourrait surprendre les marchés. Il est également possible que, interprétant les intentions de la Réserve fédérale, pourtant formulées de manière conditionnelle, certains spéculateurs aient amplifié leur effet de levier pour préserver leur rentabilité face au resserrement des marges sur les opérations de *carry trade*. Cela signifierait que d'autres corrections, éventuellement importantes, pourraient encore intervenir.

Dans d'autres grandes économies, le retour des taux d'intérêt à des niveaux plus normaux produirait un conflit d'objectifs encore plus marqué. En Europe continentale et au Japon, l'atonie persistante de l'activité ne favorise nullement un relèvement des taux. Au Japon, l'incapacité à sortir définitivement de la déflation va également à l'encontre d'une telle politique ; en Europe, l'effet désinflationniste de l'appréciation de l'euro va dans le même sens. Quoi qu'il en soit, il convient de noter que la dette du secteur privé continue de baisser au Japon et que son accroissement en Europe continentale n'est ni général ni aussi rapide qu'aux États-Unis. Cela étant, la BCE a, à plusieurs reprises, exprimé son inquiétude face au rythme d'expansion des agrégats de monnaie et de crédit ainsi qu'à l'envolée des prix de l'immobilier dans diverses régions de la zone euro.

En Asie hors Japon, le relèvement des taux directeurs pourrait être plus simple, car les tensions inflationnistes ont été un peu plus manifestes et la croissance a été rapide. En outre, le renchérissement de l'immobilier dans plusieurs pays et la dépendance accrue des banques à l'égard du crédit à la consommation ont suscité des préoccupations. Comme les taux ont augmenté aux États-Unis, un durcissement en Asie aurait moins d'impact sur les cours des monnaies locales vis-à-vis du dollar. Néanmoins, si la croissance a été forte ces derniers temps, nombreux sont ceux qui continuent de douter de sa solidité et de la capacité des entreprises et des banques à s'adapter à des taux plus élevés. En Chine, les autorités n'ont guère laissé monter les taux l'an dernier, par souci de stimuler les dépenses de consommation et d'éviter un plus grand afflux de capitaux. Face à la surchauffe apparue dans l'investissement en capital fixe, elles continueront probablement à mettre en œuvre des mesures administratives, dont l'efficacité reste à démontrer. Comme pour les États-Unis, le danger serait un degré insuffisant de durcissement monétaire, conduisant soit à l'inflation, soit à une aggravation des déséquilibres, sinon aux deux.

S'agissant des déséquilibres extérieurs, le creusement actuel du déficit courant américain pose un grave problème à longue échéance, parce qu'il pourrait provoquer une chute du dollar, et donc perturber les autres marchés financiers, voire entraîner une récession. La résurgence de tentations protectionnistes pourrait en être une autre conséquence, non moins préoccupante, et peut-être plus proche. Tout semble présager un problème à

terme : le déficit atteint une ampleur sans précédent ; la dette extérieure s'accroît à grande vitesse ; le financement du déficit repose de plus en plus sur le secteur officiel ; l'emprunt sert essentiellement à financer la consommation (plutôt que l'investissement). En outre, compte tenu de l'interdépendance des marchés financiers modernes, il est probable que les difficultés ne se cantonneraient pas au dollar. Une augmentation de la prime de risque sur les actifs libellés en dollars pourrait majorer les taux longs et les marges de crédit, avec des conséquences sur la valeur de toutes sortes d'actifs.

Pourtant, il serait faux d'annoncer l'imminence d'un tel scénario. Alors que leur dette extérieure grossit depuis des années, les États-Unis continuent de percevoir davantage de leurs actifs extérieurs qu'ils ne versent sur leurs passifs. De plus, dans la mesure où les passifs sont libellés presque exclusivement en dollars et que les actifs sont libellés en devises, la dépréciation de la monnaie américaine réduit d'autant leur volume net d'endettement. Les autorités étrangères qui soutiennent le dollar par leurs interventions ont maintes bonnes raisons de continuer. Les politiques correctives devraient ainsi avoir suffisamment de temps pour produire leurs effets. Mais il ne faudrait pas tarder à les mettre en œuvre.

À ce stade, que peut faire la politique économique ? En théorie, la réponse est simple : en présence d'une réduction des capacités excédentaires, les pays en déficit doivent ramener le taux de croissance de la dépense au-dessous de celui de la production. En laissant leur monnaie se déprécier en termes réels, ils améliorent leur compétitivité et favorisent une réorientation de la production au profit des biens échangeables. Pour les pays excédentaires, il convient, à l'inverse, de relever le cours de change réel et d'accroître la dépense domestique. Toutefois, il importe de replacer ces prescriptions macroéconomiques et structurelles dans le contexte de contraintes et d'arbitrages qui caractérisent le monde réel.

C'est sans doute les États-Unis qui auront le moins de difficultés à définir leur politique macroéconomique. Tous les voyants – inflation potentielle, déséquilibres internes et déficit extérieur – appellent une limitation de la dépense domestique. Compte tenu de l'ampleur du déficit de l'État, la priorité serait de réduire la dépense et d'augmenter l'impôt. Le gouvernement s'est fixé comme objectif de comprimer le déficit, mais il lui reste à mettre en place les mesures pour y parvenir. C'est regrettable car, faute d'une action budgétaire rapide, la charge du réajustement pèsera plus lourdement sur la politique monétaire. Certes, des taux d'intérêt plus hauts contribueraient à inverser des années de fléchissement de l'épargne des ménages – élément clé de la correction du déficit extérieur –, mais un recours excessif à la politique monétaire risquerait davantage d'entraîner les problèmes de transition mentionnés plus haut, avec leurs effets déstabilisateurs.

Pour les pays excédentaires d'Europe continentale et d'Asie, la situation est plus délicate, dans la mesure où ils envisagent de recourir à des instruments macroéconomiques pour stimuler la demande. Dans ces deux régions, et sans doute davantage dans la seconde, subsiste la crainte que le renchérissement des produits de base n'avive l'inflation. Il semble, en outre,

qu'il y ait opposition entre impératifs à court et à long terme. Ainsi, en Europe, l'utilisation de la politique budgétaire se heurte d'emblée au niveau élevé d'endettement, aux pressions démographiques et au Pacte de stabilité et de croissance. En effet, l'Europe a déjà épuisé il y a quelques années sa marge de manœuvre budgétaire. En Asie, à l'exception notoire du Japon, les positions budgétaires semblent, en général, plus saines. Cependant, dans nombre de pays – en Chine assurément –, il ne serait pas prudent d'ignorer le coût final pour le contribuable de la restructuration des systèmes financiers. Quant à assouplir la politique monétaire, alors que l'inflation suscite déjà des préoccupations, cela irait totalement à l'encontre du resserrement général qui serait nécessaire pour réduire les déséquilibres structurels internes (supra). De tels conflits expliquent pourquoi, pour la première fois depuis des décennies, il existe, dans certains pays, des désaccords non seulement sur le calendrier des décisions ou l'ampleur des changements, mais aussi sur l'orientation monétaire elle-même.

Les variations de change peuvent, elles aussi, donner lieu à des analyses divergentes. Jusqu'à présent, la dépréciation du dollar s'est opérée de façon ordonnée, mais principalement vis-à-vis de monnaies véritablement flottantes. Résultat : la valeur du dollar, en termes effectifs réels, n'est pas inférieure à sa moyenne des trente dernières années. Compte tenu des faibles répercussions que la dépréciation du dollar semble avoir eu, pour l'heure, sur le déficit commercial des États-Unis – en partie du fait de son impact limité sur les prix domestiques – d'autres mouvements paraissent quasiment inévitables. Le renminbi chinois et les monnaies d'Asie qui s'y rattachent semblent tout désignés pour une réévaluation. Pour les autorités chinoises, cette perspective crée des préoccupations légitimes, étant donné l'incidence sur le système financier et le revenu des paysans, mais la réponse à ces inquiétudes relève de la politique intérieure. D'ailleurs, une plus grande souplesse du change aiderait à freiner les entrées massives de capitaux qui, en aggravant les déséquilibres internes, menacent la pérennité de la croissance. En outre, elle donnerait à la politique monétaire une marge de manœuvre supplémentaire pour contenir l'inflation interne.

Les variations des cours de change réels incitent à une réallocation des ressources entre biens échangeables et non échangeables, et ne devraient donc pas être entravées. Quel que soit l'état de leur balance commerciale, les pays dont la monnaie s'apprécie tireraient eux aussi profit, sur le plan intérieur, des modifications structurelles induites. Au Japon, il faudrait avant tout dégager les services du carcan de réglementations qui comprime les bénéfices et moins hésiter à fermer les entreprises non solvables dans le secteur des biens échangeables. En Europe continentale, la tâche est sans doute plus rude, en raison des obstacles à lever : réglementations qui limitent l'ajustement de nombreux prix des services ; rigidité des salaires relatifs ; niveau élevé des coûts non salariaux de main-d'œuvre. En Chine, où la part des services dans le PIB se situe autour de 30 % –, alors que le chiffre équivalent pour le Brésil atteint quelque 50 % –, il faut de toute évidence aller plus loin dans l'élimination des vestiges de la planification centrale pour développer le secteur des biens non échangeables.

Enfin, si les États-Unis peuvent compter sur une structure de production particulièrement flexible, ils devront néanmoins procéder à bien des ajustements. Il ne leur sera pas facile de moderniser le secteur manufacturier, qui ne représente plus aujourd'hui que 10 % du PIB et dont la rentabilité est médiocre. Autre secteur dont la situation est peu encourageante, celui des biens échangeables, qui n'a, jusqu'à présent, guère tiré parti de la remontée de l'investissement interne. Il est possible que le plus grand frein à l'essor de la production de biens et services échangeables soit la perception d'une très forte concurrence venant de Chine, d'Inde et d'autres économies émergentes. Il faut bien admettre que ce n'est pas le moment le plus propice pour tenter de reconquérir des parts de marché.

Si les mesures à prendre pour redresser les déséquilibres extérieurs semblent relativement claires, elles ne peuvent pas toutes être appliquées dans l'immédiat. L'une des raisons tient aux conflits d'objectifs déjà évoqués. De fait, même une orientation souhaitable aux plans interne et international, comme la réduction du déficit budgétaire des États-Unis, pourrait facilement être l'objet d'affrontements politiques et se heurter à des intérêts acquis. Pire encore, en accusant les politiques menées par d'autres d'être à l'origine des déséquilibres extérieurs et en niant leur propre responsabilité, certaines autorités risquent de déstabiliser les marchés financiers et d'exacerber les problèmes que, précisément, elles devraient s'efforcer de résoudre. D'autres raisons sont d'ordre plus général : le manque d'attention aux questions systémiques ou la difficulté à reconnaître que la défense d'intérêts particuliers n'est pas la meilleure voie. Il faut désormais qu'un véritable dialogue s'établisse entre toutes les parties concernées par ces déséquilibres extérieurs, et que chacune s'engage à faire dès maintenant quelques difficiles concessions, afin d'éviter des solutions encore plus déplaisantes à l'avenir.

Dispositif de stabilité macrofinancière pour le long terme

Régler les problèmes quand ils surviennent est une chose ; mettre en place un dispositif de prévention en est une autre. Il est indéniable que les mutations dans les systèmes économique, financier et monétaire mondiaux, évoquées dans l'Introduction, ont été bénéfiques. La difficulté est de préserver ces remarquables gains d'efficacité tout en minimisant les coûts des perturbations récurrentes nées de l'interaction de ces mutations.

Vers un dispositif domestique de stabilité macrofinancière ?

L'objectif principal d'un dispositif de stabilité macrofinancière devrait être de favoriser une application plus symétrique, sur le cycle, de la réglementation et de la politique monétaire. Cela rejoint les recommandations en faveur de politiques d'excédents budgétaires en phase d'expansion, afin de créer une certaine marge de manœuvre en phase de contraction. Concernant le cadre réglementaire, une plus grande symétrie imposerait une accumulation de fonds propres en période favorable, pour non seulement freiner l'essor du crédit, mais encore disposer de réserves en période moins favorable, utilisables pour amortir les contraintes de financement. Un resserrement

monétaire face à une hausse excessive du crédit éviterait aussi les pires excès ; il permettrait peut-être, par la suite, de faire l'économie de mesures radicales d'assouplissement rapprochant les taux directeurs de la contrainte du seuil zéro – ce qui serait un précieux avantage au cas où une désinflation excessive menacerait dans un tel environnement.

En pratique, l'application plus symétrique de la réglementation peut prendre plusieurs formes. Si les régulateurs sont persuadés que les risques systémiques augmentent dangereusement, ils pourront resserrer de manière discrétionnaire divers ratios (liquidité, prêt/valeur, sûretés, marges, durée de remboursement). D'ailleurs, les banques centrales faisaient couramment appel à de telles mesures dans les pays industrialisés voilà quelques années et, plus récemment, les autorités de Hong-Kong RAS, notamment, les ont mises à profit. Par contre, si les autorités sont moins sûres de leur capacité à prévoir les difficultés, elles souhaiteront peut-être recourir à des indicateurs simples pour inciter les agents à la prudence. Les normes prudentielles relatives au taux de croissance du crédit ou des prix des actifs pourraient, en principe, moduler la tarification du risque, les provisions pour pertes attendues ou le renforcement des fonds propres pour pertes inattendues. En Espagne, un système de « provisionnement dynamique » a déjà été mis en place : les provisions doivent désormais augmenter parallèlement au niveau des prêts, au rythme défini par les antécédents de pertes sur un cycle économique complet.

Il en va de même pour une application plus symétrique de la politique monétaire. La Bank of England et la Banque de Réserve d'Australie ont décidé des mesures discrétionnaires l'an dernier : elles ont justifié leurs relèvements de taux par leurs préoccupations concernant l'augmentation des prix du logement et de l'endettement ainsi que le net accroissement de la demande. C'est pour des raisons analogues que la Sveriges Riksbank n'a pas baissé les taux d'intérêt autant qu'on aurait pu s'y attendre, l'inflation étant inférieure à l'objectif. S'agissant du recours aux indicateurs, il convient de prendre note de la stratégie en deux piliers de la BCE. La suggestion, ici, serait toutefois d'utiliser un peu différemment les agrégats de monnaie et de crédit pour contrer les excès financiers en général, et pas seulement les tensions inflationnistes.

Il est difficile, en pratique, de déterminer le seuil au-delà duquel les déséquilibres financiers entraîneraient des coûts macroéconomiques « trop élevés ». Une orientation macrofinancière permettrait au minimum – en particulier pour les autorités chargées de surveiller les vulnérabilités du secteur financier – de privilégier les foyers de risques susceptibles de provoquer des réactions en chaîne. En premier lieu, les établissements bancaires, en leur qualité de fournisseurs de liquidités, et surtout les plus grands d'entre eux, devraient faire l'objet d'une vigilance accrue ; afin de tenir compte de ces externalités, il serait approprié de durcir les normes prudentielles qui leur sont applicables, toutes choses égales par ailleurs. En second lieu, vu le rôle croissant des marchés dans les financements et le transfert des risques, il faudrait renforcer leur surveillance et le suivi des évolutions structurelles. Enfin, du fait de leur nature systémique, il importerait

d'évaluer l'efficacité du fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement.

Par ailleurs, l'analyse quantitative des déséquilibres systémiques a progressé. Sur le plan des données, le FMI expérimente l'application de sa liste d'indicateurs de solidité financière par pays dans le cadre de son Programme d'évaluation du secteur financier. Pour ce qui est du suivi, les banques centrales sont de plus en plus nombreuses à évaluer la solidité de leur secteur financier ainsi que les vulnérabilités découlant de la situation des entreprises et des ménages, et à en publier les résultats dans des revues de stabilité financière. En outre, les modèles quantitatifs ont amélioré, ces dernières années, notre capacité à estimer les risques de crises bancaires et monétaires ; à cet égard, la mesure des déséquilibres internes et externes, en général définis comme des écarts amples et persistants des variables financières par rapport à leurs normes historiques, semble assez efficace.

En dépit de ces progrès, des insuffisances subsistent. Avec l'amélioration de l'intermédiation financière, il est devenu plus facile de supporter un ratio endettement/revenu élevé, ce qui complique l'évaluation précise des seuils tolérables. De surcroît, certaines données de base, comme les notations internes ou externes et les indicateurs de marché mesurant le risque de crédit, peuvent être faussées par des vagues d'optimisme ou de pessimisme, et donc fournir des indications trompeuses sur les risques pesant sur telle ou telle composante du système financier. Autre insuffisance : l'emploi à des fins de prévision de données agrégées ne permet pas de discerner certaines interactions à la fois complexes et non linéaires. Or, il importe de mieux connaître la répartition des risques à l'intérieur du système et de mieux déterminer la probabilité d'une réaction en sens unique des différents acteurs en cas de choc. Il faut améliorer les outils de simulation de crise pour l'ensemble du système financier, de manière à mieux appréhender leurs répercussions sur l'économie réelle et la spirale d'effets en retour. Rien de tout cela ne sera facile.

En supposant que les différentes instances officielles nationales s'accordent sur le constat d'un déséquilibre potentiel, la question est de savoir quelle pourrait être leur réaction. En premier viendraient, vraisemblablement, des avertissements concertés. La menace d'une intervention pourrait suffire à inciter créanciers et débiteurs à réviser leurs stratégies. S'il était ensuite jugé nécessaire d'agir, des mesures prudentielles discrétionnaires offriraient un premier niveau de recours, au cas où la solidité du système financier serait en jeu. Mais il importerait de se garder du « sophisme de composition » : une recommandation appropriée pour un établissement ne l'est pas forcément pour le système tout entier. À l'inverse, au cas où les préoccupations concerneraient les expositions excessives des débiteurs, alors que le système lui-même continuerait d'apparaître solide, la politique monétaire serait le premier recours.

S'agissant du cadre institutionnel, il convient avant tout de s'interroger sur le risque que la séparation entre autorités prudentielles et banques centrales ne laisse un vide de compétences : les problèmes seraient bien identifiés, mais chaque autorité attendrait que la réponse vienne d'une autre.

Il importe donc que les responsables des banques centrales, des régulateurs et du Trésor se rencontrent régulièrement pour analyser la conjoncture et détecter les problèmes. Il est intéressant de noter que cela se pratique déjà au niveau international (Forum sur la stabilité financière), mais plus rarement à l'échelle nationale. Dans les pays où de tels forums ont été institués pour la gestion et la résolution des crises, il suffirait d'étendre leur mandat à la prévention.

Quels seraient les obstacles pratiques à la mise en œuvre d'un dispositif de stabilité macrofinancière et comment pourrait-on les éliminer ? L'obstacle majeur, peut-être, serait de ne pas être convaincu que les déséquilibres internes sont un facteur d'augmentation des risques, pour l'économie et le système financier, et de douter qu'un diagnostic précoce sera un jour possible – en somme, de penser qu'un nouveau dispositif ne serait ni nécessaire ni réalisable. Concernant la nécessité du dispositif, on pourrait retourner l'argument : la charge de la justification, selon la stratégie minimax d'évitement des catastrophes dans un contexte de grande incertitude, incombe à ceux qui acceptent les risques à long terme inhérents à des politiques s'écartant sensiblement des normes historiques. Quant au diagnostic précoce, il serait facilité s'il s'appuyait sur une étude plus poussée des données historiques relatives aux crises financières, sans cesse plus nombreuses, hélas.

Quels obstacles spécifiques empêcheraient les régulateurs de participer à ce nouveau dispositif ? Le premier est que, après des décennies d'une approche centrée sur les établissements individuels, l'idée que l'instabilité financière peut se manifester même lorsque ceux-ci apparaissent solides n'est peut-être pas partagée par tous. Le second est que les régulateurs ne disposent généralement pas des pouvoirs requis. Pour ce qui est du premier obstacle, il faut noter que la culture des régulateurs, qui a déjà considérablement évolué, pourrait encore s'enrichir d'un contact régulier avec les autres parties intéressées à ces questions systémiques. Pour le second, il suffirait que le législateur soit convaincu qu'une extension des pouvoirs est souhaitable. Si cette perspective paraît peu probable, n'oublions pas que, durant les années 60 et 70, la lutte contre l'inflation n'avait guère reçu de soutien, alors qu'aujourd'hui quasiment personne ne remettrait en question son bien-fondé.

Quels obstacles spécifiques empêcheraient les banques centrales de participer à ce nouveau dispositif ? Le plus important est que celles-ci pourraient craindre un conflit avec leur objectif – stabiliser l'inflation à un niveau positif bas ; ce serait le cas si, l'inflation étant maîtrisée, le dispositif préconisait un durcissement de la politique. La première question à poser est donc de savoir s'il est réellement souhaitable de maintenir l'inflation à un taux positif bas en présence de chocs d'offre positifs récurrents – thème de débats animés pendant l'entre-deux-guerres déjà. Mais, même dans l'hypothèse du maintien de cet objectif, il ne semblerait pas si difficile d'adapter les régimes actuels, axés sur la lutte contre l'inflation, pour tenir compte des préoccupations relatives aux déséquilibres financiers internes. Contrer les excès financiers à des niveaux d'inflation initialement bas permet en effet

d'éviter, plus tard, de lutter contre la déflation pendant la longue période nécessaire à la correction des excès. En pratique, une banque centrale pourrait mener normalement sa politique comme elle le fait aujourd'hui, mais elle ferait clairement savoir, en rendant public son suivi des indicateurs de vulnérabilité financière, que sa politique devrait être conduite, à l'occasion, de manière à intégrer ces préoccupations à plus long terme sur la stabilité des prix.

Vers un dispositif international de stabilité macrofinancière ?

En un sens, il est étrange que les déséquilibres financiers internes ne figurent pas en meilleure place sur la liste des priorités des autorités, alors même que les déséquilibres internationaux sont une source de préoccupations depuis des siècles. Les précédents systèmes monétaires internationaux étaient tous conçus précisément pour empêcher ces déséquilibres de devenir ingérables. Face au « triangle des incompatibilités », le régime de l'étalon-or intégrait un processus (qui ne fonctionnait pas toujours sans heurt) d'ajustement automatique des déséquilibres commerciaux. Le change était fixe et les mouvements de capitaux libres, mais les pays renonçaient à leur indépendance monétaire au nom de la discipline systémique. Dans le régime de Bretton Woods, le change était fixe, les politiques monétaires indépendantes, mais c'était au détriment de la libre circulation des capitaux. Le FMI avait alors, pour l'essentiel, un rôle d'arbitre, rappelant à l'ordre les pays qui avaient un important déficit extérieur. Plus tard, quand la libre circulation des capitaux a mis fin à ce système, on a pensé qu'un régime de changes flottants permettrait de limiter les déséquilibres commerciaux avant qu'ils n'atteignent de dangereuses proportions. L'ampleur des récents déséquilibres des comptes courants, et avant tout du déficit des États-Unis, va de plus en plus à l'encontre de cette hypothèse. Comme il est noté plus haut, la préoccupation première est qu'une chute de la demande d'actifs libellés en dollars ne suscite une instabilité des marchés financiers mondiaux ou des tentations protectionnistes.

Reste à savoir quelles caractéristiques du système international actuel ont conduit à ce résultat et quelles modifications permettraient de prévenir les difficultés. Il semble, fondamentalement, que nous ne disposions plus d'un système qui, d'une façon ou d'une autre, force les pays à ajuster leur degré relatif d'absorption domestique et leur cours de change pour corriger les déséquilibres extérieurs de manière ordonnée. Plusieurs grands pays créanciers, particulièrement d'Asie, ont contré toute appréciation de leur monnaie, empêchant ainsi le nécessaire ajustement à la baisse du dollar en termes effectifs. En bref, notre système de change n'est pas vraiment flottant. Pour autant, nous sommes bien loin du système de Bretton Woods. Les principes d'ajustement du FMI n'ont jamais eu beaucoup de prise sur les pays créditeurs ; c'est peut-être encore plus vrai aujourd'hui. Même s'il est possible, en toute logique, que des mesures de correction des déséquilibres internes, dans les pays créditeurs et débiteurs, puissent redresser aussi les déséquilibres extérieurs, il ne faudrait pas tenir cette éventualité pour acquise, et elle paraît d'ailleurs peu probable. Nous devons donc nous demander quelles mesures institutionnelles pourraient être recommandées pour

renforcer le processus d'ajustement international. Trois possibilités sont envisageables.

Premièrement, on pourrait imaginer un retour à un système plus encadré. Plusieurs universitaires ont proposé d'instituer une monnaie internationale unique. Le triangle des incompatibilités supposerait que les autorités nationales renoncent à toute maîtrise monétaire et abandonnent les contrôles encore en vigueur sur les mouvements de capitaux. Une variante plus réaliste reposerait sur un petit nombre de blocs monétaires (autour du dollar, de l'euro et du groupe renminbi/yen, par exemple), mais il va sans dire que ces monnaies devraient pouvoir flotter plus librement entre elles. Pour autant, un tel système n'éliminerait pas la possibilité de mouvements de capitaux excessifs répondant à un optimisme inconsidéré à l'égard de l'un ou l'autre bloc, qui se traduiraient par une distorsion de change et perturberaient l'allocation internationale des ressources. Concrètement, les économies d'Asie semblent instaurer des contacts et des procédures en vue d'une coopération monétaire régionale plus formalisée, mais celle-ci reste cependant encore bien éloignée du mécanisme précurseur de l'euro, et *a fortiori* d'une monnaie unique.

Deuxièmement, on pourrait envisager de revenir à un système plus proche de celui de Bretton Woods. L'histoire a montré que cela exigerait davantage de contrôles sur les mouvements de capitaux qu'il n'en existe actuellement, ce qui n'irait pas sans coûts. Il faudrait, en outre, octroyer au FMI des pouvoirs bien plus étendus afin qu'il puisse imposer aux pays créditeurs et débiteurs de jouer effectivement leur rôle dans le processus d'ajustement international. Les autorités nationales seraient ainsi moins tentées d'accumuler des réserves de change massives à titre préventif. Il va sans dire qu'il ne serait pas aisé de convaincre les pays – spécialement les plus grands – de céder volontairement un pan de souveraineté.

Troisièmement – ce serait la possibilité la plus prometteuse et la plus réalisable –, on pourrait envisager des coopérations informelles prenant en compte les interdépendances et la nécessité d'éviter tout ce qui pourrait entraîner des perturbations systémiques. Au minimum, cela exigerait des échanges de vues réguliers entre grands pays créanciers et pays débiteurs pour établir un diagnostic et, au besoin, proposer les remèdes. En vertu du triangle des incompatibilités, cela signifierait que les autorités nationales devraient parfois accepter certaines contraintes. Toutefois, comme dans le cas des déséquilibres internes, il convient de ne pas sous-estimer les obstacles : les divergences de perception du risque, les différences culturelles, la diversité des modèles d'analyse ou, tout simplement, les intérêts purement nationaux.

En résumé, tout choix de politique économique exige des arbitrages et du discernement ; il n'en va pas autrement lorsqu'il s'agit de stabilité macrofinancière. Il est incontestable que la plus grande stabilité macroéconomique dont nous jouissons depuis vingt ans et le cadre des politiques qui l'ont permise ont eu des effets bénéfiques. Il est difficile, néanmoins, de ne pas voir les tensions naissantes, et on ne saurait exclure

l'apparition de problèmes. Il conviendrait donc de s'intéresser plus systématiquement aux déséquilibres financiers, tant internes qu'internationaux, ce qui pourrait nécessiter une adaptation du cadre des politiques actuelles. Certes, les obstacles ne manquent pas mais, pour qui est convaincu de l'existence de problèmes à résoudre, ces obstacles n'apparaissent pas insurmontables.

Table des matières

Organisation, gouvernance et activités	161
Organisation et gouvernance de la Banque	161
<i>La Banque, sa direction et ses actionnaires</i>	161
<i>Organigramme de la BRI au 31 mars 2005</i>	163
Coopération financière et monétaire internationale :	
contribution de la BRI en 2004/05	163
<i>75 ans de coopération entre banques centrales</i>	163
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i> ...	164
<i>Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération</i> <i>des banques centrales</i>	165
<i>Bureaux de représentation</i>	169
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	171
Action des comités permanents en faveur de la stabilité financière	172
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	172
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	173
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	175
<i>Comité des marchés</i>	176
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i>	176
Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale ..	176
<i>Groupe des Dix</i>	176
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	177
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	178
<i>Association internationale de protection des dépôts</i>	179
Services financiers de la Banque	180
<i>Services bancaires</i>	180
<i>Opérations du Département bancaire en 2004/05</i>	181
<i>Graphique : Placements de la clientèle, par produit</i>	182
<i>Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)</i>	182
Aspects institutionnels et administratifs	183
<i>Retrait et redistribution d'actions BRI</i>	183
<i>Administration de la Banque</i>	184
Bénéfice net et répartition	187
<i>Bénéfice net</i>	187
<i>Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice</i>	188
<i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i>	189
Conseil d'administration et Direction	190
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque	191
Banques centrales membres de la BRI	193
États financiers	195
Bilan	196
Compte de profits et pertes	197
Tableau des flux de trésorerie	198
Proposition d'affectation du bénéfice	199
Évolution des réserves statutaires de la Banque	199
Évolution des fonds propres de la Banque	200
Notes annexes	201
Rapport des commissaires-vérificateurs	225
Récapitulatif des cinq derniers exercices	226

Organisation, gouvernance et activités

Le présent chapitre décrit l'organisation interne et la gouvernance de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Il passe également en revue ses activités au cours de l'exercice et celles des groupes internationaux qu'elle accueille. La BRI a pour mission essentielle de favoriser la coopération entre banques centrales et autres autorités financières ainsi que de fournir des services financiers à sa clientèle de banques centrales.

Organisation et gouvernance de la Banque

La Banque, sa direction et ses actionnaires

La BRI est une organisation internationale ayant vocation à favoriser la coopération monétaire et financière internationale et à remplir les fonctions de banque des banques centrales. Outre son siège à Bâle (Suisse), elle dispose de deux bureaux de représentation, l'un à Hong-Kong, région administrative spéciale de la République populaire de Chine, l'autre à Mexico. Elle emploie actuellement 560 personnes originaires de 49 pays.

La BRI s'acquitte de son mandat en remplissant diverses fonctions :

- forum visant à promouvoir la concertation et faciliter le processus de prise de décision entre banques centrales et à favoriser le dialogue avec les autres autorités qui veillent au maintien de la stabilité financière ;
- centre de recherche économique et monétaire ;
- contrepartie d'excellente qualité pour les banques centrales dans leurs opérations financières ;
- agent ou mandataire (*trustee*) pour les opérations financières internationales.

La Banque accueille les secrétariats de divers comités et organisations chargés de favoriser la stabilité financière :

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Comité sur le système financier mondial, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité des marchés. Créés au cours des quarante dernières années par les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, ces comités déterminent leur ordre du jour et conduisent leurs activités avec une large autonomie ;
- Forum sur la stabilité financière, Association internationale des contrôleurs d'assurance et Association internationale de protection des dépôts. Ces organisations indépendantes ne relèvent directement ni de la BRI ni de sa clientèle de banques centrales.

Le rôle et les activités récentes de ces comités et organisations sont décrits en détail plus avant dans ce chapitre.

La Banque comprend trois grandes unités : Département bancaire, Secrétariat général et Département monétaire et économique. S'y ajoutent le Service juridique, les fonctions Conformité réglementaire, Audit interne et Contrôle des risques ainsi que l'Institut pour la stabilité financière, qui favorise la diffusion des normes et meilleures pratiques auprès des responsables de la surveillance des systèmes financiers dans le monde.

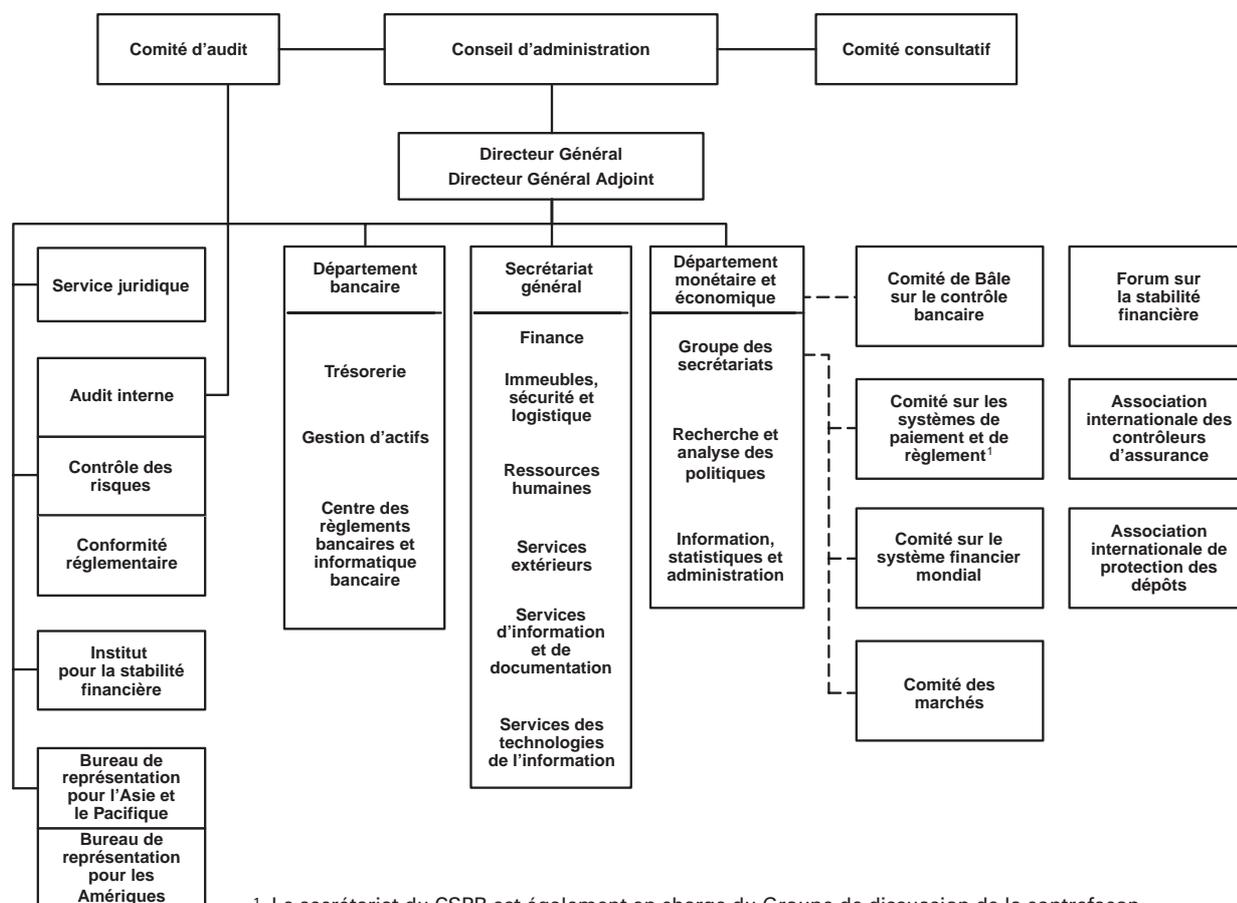
La BRI possède trois principaux organes de direction et d'administration :

- l'Assemblée générale, à laquelle 55 banques centrales ou autorités monétaires disposent actuellement du droit de vote et de représentation. L'Assemblée générale ordinaire se tient dans les quatre mois suivant la date de clôture de l'exercice (31 mars) ; en 2004, elle a réuni 113 banques centrales, membres ou invitées, dont 93 étaient représentées par leur gouverneur ou président. De plus, 19 institutions internationales y avaient envoyé des délégués ;
- le Conseil d'administration, qui compte actuellement 17 membres. Chargé principalement de déterminer les orientations stratégiques et politiques de la Banque et d'exercer sa haute surveillance sur la Direction, il est assisté dans sa tâche par le Comité d'audit et le Comité consultatif, dont les membres sont choisis parmi les administrateurs ;
- le Comité exécutif, présidé par le Directeur Général et constitué du Directeur Général Adjoint, des Chefs de département et d'autres responsables de rang similaire nommés par le Conseil d'administration ; il conseille le Directeur Général sur toutes les affaires importantes concernant la Banque dans son ensemble.

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a réexaminé ses pratiques de gouvernance pour déterminer dans quelle mesure elles étaient conformes aux principes actuels de saine gouvernance d'entreprise, compte tenu du caractère et de la mission spécifiques de la BRI en tant qu'organisation internationale. L'analyse a montré certaines divergences entre les Statuts de la BRI et ses pratiques actuelles de gouvernance, aboutissant à un manque de transparence dans le partage des responsabilités quant à la prise de décision à la Banque. Un sous-comité du Conseil d'administration a été alors mis en place pour préparer des propositions concrètes ; il a recommandé plusieurs modifications aux Statuts, qui ont été approuvées par le Conseil d'administration. Ces modifications visent essentiellement à renforcer la transparence sur la gouvernance en faisant concorder les Statuts avec les pratiques actuelles. Sur proposition du Conseil d'administration, ces modifications seront soumises à l'approbation des banques centrales membres lors d'une Assemblée générale extraordinaire, qui se tiendra le même jour que l'Assemblée générale ordinaire 2005 de la BRI.

Les banques centrales membres sont présentées en fin de chapitre, de même que le Conseil d'administration et la Direction ainsi que les récents changements dans leur composition.

Organigramme de la BRI au 31 mars 2005



Coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI en 2004/05

75 ans de coopération entre banques centrales

L'année 2005 marque le 75^e anniversaire de la BRI. Créée en application de la Seconde conférence de La Haye du 20 janvier 1930, la Banque a officiellement commencé ses opérations à Bâle le 17 mai 1930. La Banque célèbre cet événement par plusieurs manifestations. En mai, Cambridge University Press a publié une étude indépendante, commandée par la BRI, en 1999, à Gianni Toniolo (professeur d'économie à l'Université Tor Vergata de Rome), assisté de Piet Clement (historien à la BRI) : *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*. Parallèlement à la publication de cet ouvrage, la Banque a organisé une conférence sur le thème « Past and future of central bank cooperation ».

Par ailleurs, la Banque a organisé pendant deux semaines en son siège, à Bâle, sa toute première exposition ouverte au public. Cette exposition sur

l'évolution de la BRI, institution très européenne à l'origine, désormais de stature mondiale, illustre le rôle actuel de la Banque dans la promotion de la coopération entre banques centrales et autres organes officiels œuvrant en faveur de la stabilité monétaire et financière.

Consultations régulières sur des 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 la conjoncture économique et financière, les perspectives de l'économie mondiale et l'évolution des marchés financiers, ainsi que pour échanger des vues sur des sujets d'actualité les concernant. Ces réunions bimestrielles sont, pour la BRI, un moyen privilégié de promouvoir la coopération au sein de la communauté des banques centrales. La Banque organise, en outre, à l'intention des hauts responsables de banques centrales, des réunions régulières ou ponctuelles auxquelles sont souvent conviés des représentants d'autres autorités financières, du secteur bancaire ou du monde universitaire.

La Réunion sur l'économie mondiale offre aux gouverneurs des principales économies industrialisées et émergentes l'occasion de se rencontrer pour faire le point sur les développements économiques et financiers récents, et recenser les risques et opportunités de la situation économique, plus précisément sur les marchés financiers. La Réunion des gouverneurs des pays du G 10 et celle des principales économies émergentes abordent fréquemment des questions conjoncturelles les intéressant plus spécifiquement. Instituée en mars 2005, la Réunion des gouverneurs des banques centrales des principales économies émergentes se tiendra en principe trois fois par an. Les gouverneurs des banques centrales du G 10 discutent également des travaux des comités permanents organisés sous l'égide de la BRI.

Une Réunion d'information a été instaurée, en janvier 2004, à l'intention des gouverneurs des banques centrales qui ne participent pas directement à ces travaux, afin de les tenir au fait des activités des différents comités, organes et groupes spécialisés ayant leur secrétariat à la BRI, voire de traiter ponctuellement de sujets qui les concernent de plus près. En 2004/05, les sujets suivants ont été abordés :

- modification de l'environnement des taux d'intérêt dans les économies émergentes ;
- banques centrales et secteur des assurances ;
- application de Bâle II ;
- détection des zones de fragilité dans les économies émergentes ;
- banques centrales et prévention de la contrefaçon des billets de banque ;
- statistiques financières internationales publiées par la BRI.

Enfin, la Réunion de tous les gouverneurs a été l'occasion d'évoquer des questions de nature plus structurelle, présentant un intérêt pour l'ensemble des banques centrales membres de la BRI:

- évolution du rôle des agences de notation sur les marchés financiers ;
- « surabondance » de liquidités dans le monde : quelles conséquences sur les politiques mises en œuvre ? ;

- besoins des banques centrales en fonds propres ;
- structure et fonctionnement des organes décisionnels en matière de politique monétaire ;
- un nouvel ordre monétaire mondial est-il en train de naître ?

Sur les questions de stabilité financière, les gouverneurs accordent une grande importance au dialogue avec les responsables des instances prudentielles, d'autres autorités financières et du secteur financier privé. La BRI organise donc régulièrement des rencontres informelles entre représentants des secteurs public et privé, au service de leur intérêt commun à promouvoir et maintenir la solidité et le bon fonctionnement du système financier. Les principaux thèmes abordés dernièrement ont concerné les conséquences de l'augmentation des fonds spéculatifs pour le secteur financier et l'offre croissante, par les banques commerciales, de services aux particuliers.

D'autres réunions, moins fréquentes, sont organisées à l'intention des responsables de banques centrales, notamment :

- réunions semestrielles des économistes de banques centrales ; celle d'octobre 2004 a traité des relations entre cours de change et politique monétaire ;
- groupes de travail sur les politiques monétaires, qui se réunissent à Bâle ou sont accueillis par plusieurs banques centrales d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe centrale et orientale ;
- réunion des sous-gouverneurs des économies émergentes ; elle était consacrée, cette année, aux interventions sur le marché des changes.

Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des 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 approfondis 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 régulières de la Banque telles que le *Rapport annuel*, le *Rapport trimestriel* et les séries *BIS Papers* et *Working Papers*, ainsi que dans des publications extérieures. Ils peuvent être consultés sur le site www.bis.org. Au nombre des thèmes étudiés :

- mesure et tarification du risque de crédit pour les emprunteurs individuels, le secteur financier et les pays (« risque-pays »), telles que reflétées dans les décisions des établissements financiers et, plus généralement, des marchés ;
- évolution des prix de l'immobilier, notamment résidentiel, et ses conséquences sur l'économie en général et sur le secteur financier en particulier ;
- nécessité d'une coordination des orientations monétaires et prudentielles.

La BRI a continué de renforcer ses contacts avec le monde universitaire. En juin 2004, elle a accueilli une conférence sur « la problématique inflation faible-déflation » pour mettre en évidence les forces économiques sous-jacentes et les conséquences pour l'action des autorités. En septembre, elle a animé un atelier sur la tarification du risque de crédit en tenant compte des derniers développements dans ce domaine.

Une nouvelle publication économique a vu le jour : *International Journal of Central Banking*. Soutenue par un grand nombre de banques centrales et par la BRI, elle vise essentiellement à donner une plus large diffusion aux travaux de recherche de haut niveau réalisés par des économistes de banques centrales et par des universitaires. Le premier numéro est sorti en mai 2005.

Coopération dans le domaine statistique

L'an dernier, la BRI a coordonné la cinquième étude triennale sur les marchés des changes et des dérivés à laquelle 52 banques centrales ont participé. Cette étude a permis de collecter des données sur le volume d'activité (par lieu de négociation) en avril 2004, ainsi que sur les positions consolidées à fin juin 2004. Le rapport définitif a été publié en mars 2005.

Pour les marchés dérivés de gré à gré, la BRI s'emploie depuis fin 2004, en collaboration avec les banques centrales du G 10, à améliorer la collecte, la compilation et la publication de statistiques semestrielles agrégées. Fin 2004, la collecte de données relatives aux contrats dérivés sur défaut (CDD) a débuté, de même que la publication de données sur la concentration des activités de négociation dans les divers compartiments des marchés de gré à gré.

Des contacts ont été établis avec plusieurs nouvelles banques centrales et autorités monétaires, y compris dans les places financières franches, pour se joindre aux 38 instances qui communiquent déjà des données nationales agrégées sur les activités de prêt et d'emprunt des établissements internationaux relevant de leur juridiction. Ces statistiques sont publiées, d'une part, selon le principe de résidence propre aux balances des paiements et, d'autre part, sous forme consolidée pour les créances au niveau mondial. Dans ce dernier cas, les statistiques consolidées couvrent depuis fin 2004 de façon plus détaillée les créances sur la base du risque final en incluant les éléments de transfert de risque figurant au hors-bilan.

La couverture géographique des émissions de titres nationaux s'est étendue à 5 nouveaux pays, portant le total à 47. La BRI a en outre accepté de participer à la Base de données centralisée sur les titres de la BCE, dont le contenu complétera les données relatives aux 700 000 titres internationaux déjà stockées dans la base BRI.

Les statistiques BRI sur les activités bancaires et les émissions de titres font partie intégrante des statistiques de la dette extérieure (Joint External Debt Statistics), qui regroupent des données relatives à la dette extérieure de chaque pays, obtenues auprès des créanciers. L'an dernier, dans le cadre de l'Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, la BRI a collaboré avec d'autres institutions internationales à la création d'une plateforme commune entre les statistiques plus précises de la part des créanciers et celles des pays débiteurs sur la dette extérieure.

Les statistiques internationales BRI sont accessibles aux banques centrales participantes sous forme électronique, par le biais d'une base de données (BIS Data Bank), qui contient aussi des données nationales sur diverses variables économiques, monétaires et financières. Elles couvrent au total 34 banques centrales membres de la BRI (deux de plus que l'an passé) représentant l'ensemble des grandes régions du monde. La couverture statistique ne cesse de s'étendre, englobant notamment les comptes financiers, les indicateurs macroprudentiels et les prix immobiliers. Début 2005, toutes les banques centrales membres de la BRI ne participant pas à la base de données ont été invitées à communiquer des statistiques nationales sur un petit nombre d'indicateurs clés.

La seconde conférence de l'Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics (IFC) s'est tenue dans les locaux de la BRI en septembre 2004. Les principaux thèmes en étaient : indices des prix ; production, écarts de production et productivité ; comptes financiers. Le compte rendu des travaux a été publié dans l'*IFC Bulletin*. Les actes d'une conférence conjointe BRI/FMI sur les indicateurs immobiliers aux fins de l'analyse de la stabilité financière sont parus en avril 2005 dans la série *BIS Papers*.

La coopération internationale en matière de normes pour l'échange électronique de statistiques a bien progressé. Les participants au programme Échange de données et métadonnées statistiques (SDMX), qui associe la BRI à la Banque mondiale, la BCE, Eurostat, le FMI, l'ONU et l'OCDE, se sont mis d'accord sur la première version d'une série de normes utilisant les technologies Internet. Publiées sur le site SDMX (www.sdmx.org) en septembre 2004, ces normes ont été approuvées en avril 2005 comme spécifications techniques par l'Organisation internationale de normalisation (ISO). Des discussions ont été engagées avec XBRL International, à l'origine de normes similaires pour la communication d'informations comptables, pour rendre les deux systèmes aussi compatibles que possible.

Gouvernance de banque centrale

Les travaux de la BRI dans ce domaine visent à améliorer l'organisation et le fonctionnement des banques centrales dans l'accomplissement de leur mission d'intérêt public, sans toutefois perdre de vue les spécificités économiques, institutionnelles et historiques de chaque pays. Le Groupe de gouvernance, qui traite de ces questions au plus haut niveau, supervise par ailleurs la collecte de données par le biais du Réseau de gouvernance des banques centrales.

Le Groupe de gouvernance est composé des gouverneurs d'un large éventail de banques centrales représentatives. Ponctuellement, d'autres gouverneurs sont invités pour débattre de questions qui les concernent plus particulièrement. L'an passé, ce groupe s'est notamment intéressé aux sujets suivants : services au gouvernement ; nature des risques financiers et moyens de les gérer ; protection juridique requise. Comme le préconise le Groupe de gouvernance, la BRI accorde la priorité aux questions essentielles au bon fonctionnement d'autorités monétaires indépendantes et responsables.

Le Réseau de gouvernance regroupe maintenant plus de 45 des principales banques centrales et autorités monétaires à travers le monde, qui contribuent activement à l'effort de collecte et d'échange d'information sur leurs missions, leurs pouvoirs, leurs opérations et leur devoir de rendre compte.

Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du G 10

En juin 2004 s'est tenue la 12^e Conférence triennale du Groupe des experts informaticiens (GEI) sur l'automatisation, qui était accueillie par la Banque nationale suisse. Les principaux thèmes traités à cette occasion portaient sur l'organisation et la gestion du traitement de l'information, les questions de sécurité, les sources d'approvisionnement en logiciels et la gestion de l'information. Plusieurs tendances apparaissent clairement :

- attention croissante portée à la définition et la mise en œuvre de pratiques de gouvernance plus efficaces concernant l'informatique ;
- utilisation de plus en plus fréquente d'Internet, en dépit de risques non négligeables, pour fournir des informations à l'extérieur (clients et organisations partenaires) ;
- recours à l'externalisation pour faire face à la demande croissante de systèmes et services tout en respectant des contraintes d'effectif ;
- adoption plus large de systèmes de gestion de l'information, avec notamment un véritable défi technique et organisationnel en ce qui concerne la mise en œuvre de techniques de gestion de documents.

Parmi les autres thèmes traités lors des réunions semestrielles du GEI figuraient notamment les suivants : planification de la continuité d'exploitation, questions de stratégie (et conséquences sur l'organisation informatique) ainsi que plusieurs grands projets, en cours ou à l'étude, liés aux infrastructures et aux applications.

Le Groupe d'étude sur les questions de sécurité a grandement contribué à l'ensemble des travaux du GEI cette année. Il a notamment élaboré un rapport détaillé sur les questions de sécurité liées à l'utilisation croissante d'équipements mobiles (ordinateurs, téléphones) dans les banques centrales.

Audit interne

Comme chaque année depuis 1986, les responsables de l'audit interne des banques centrales du G 10 se sont rencontrés pour confronter leur expérience et leur savoir-faire et débattre des nouveaux enjeux. Les normes internationales d'audit interne et la nécessité d'améliorer constamment la fonction de contrôle des risques des banques centrales sont au cœur de leurs discussions.

En juin 2004, la BRI a participé à la 18^e Conférence annuelle, dont la Banca d'Italia était l'hôte. Les discussions ont notamment porté sur le rôle de l'audit interne pour encourager l'éthique et la prise de conscience des questions de déontologie au sein d'une organisation ; les conséquences de la loi Sarbanes-Oxley ; la fonction de consultant de l'auditeur interne ; l'audit interne et la bonne gouvernance de l'informatique ; l'audit de la gestion de la continuité d'exploitation.

De plus, deux fois l'an, l'unité Audit interne de la BRI organise et accueille les réunions du groupe de travail du G 10 sur les méthodes d'audit en matière d'informatique.

Après plusieurs réunions avec ses homologues des banques centrales et autorités monétaires d'Asie-Pacifique, l'unité Audit interne a mis en place un réseau de contacts et d'échange d'information avec ces institutions.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

La coopération avec les groupes régionaux de banques centrales permet de diffuser efficacement l'information et d'établir des relations avec les banques centrales qui ne participent pas directement aux activités de la BRI. Dans cette optique, la Banque a tenu diverses réunions conjointes, et notamment :

- plusieurs réunions avec SEACEN (South East Asian Central Banks) auxquelles des conférenciers de la BRI ont pris part ;
- une réunion conjointe avec les banques centrales de la SADC (Southern African Development Community), début 2005 ;
- des rencontres occasionnelles ainsi que des séminaires et groupes de travail avec le CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos) auquel la BRI a fourni des conférenciers.

La BRI a continué d'aider le Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG), dans le cadre d'un programme parrainé, entre autres, par la Banque de France, la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et la Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC). Plusieurs experts de la BRI ont également apporté leur concours à des formations organisées par le MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa). Bien que, conformément à l'accord initial, la BRI ait cessé de faire officiellement partie de l'Institut multilatéral de Vienne en août 2004, elle continue d'y organiser occasionnellement des séminaires pour les banques centrales des économies en transition.

En plus de son assemblée générale annuelle, le Groupe des coordinateurs de coopération et de formation techniques a organisé à Bâle, en novembre 2004, une réunion exceptionnelle rassemblant une quarantaine d'organismes de formation du monde entier.

Plateforme de recherche des banques centrales

Cela fait plusieurs années que le site Internet de la BRI permet d'accéder directement au site de plusieurs banques centrales. Depuis 2004, il offre en outre un moyen de consulter les travaux qu'elles publient, à partir de nombreux critères de recherche, ou d'être notifié automatiquement de toute nouvelle publication. L'ensemble des banques centrales membres de la BRI ont été invitées à utiliser ce service. À ce jour, 25 d'entre elles y participent.

Bureaux de représentation

Les Bureaux de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) et pour les Amériques (Bureau des Amériques) constituent les pivots de l'action de la BRI dans ces deux régions. Ils ont pour mission de renforcer les relations et de favoriser la coopération entre banques centrales et instances

prudentielles régionales. Leurs principales tâches consistent à : améliorer l'échange d'information et de données ; faciliter l'organisation de réunions et séminaires ; contribuer aux travaux de recherche financière et économique de la Banque sur l'Asie et les Amériques. Les thèmes traités durant l'année ont été les suivants : caractéristiques des mouvements de capitaux ; marchés des contrats à terme non livrables en monnaies locales ; conséquences domestiques de l'accumulation des réserves de change ; microstructure des marchés financiers d'Asie.

Dans leur région, les Bureaux contribuent à l'offre des services bancaires BRI et apportent une assistance, par des visites périodiques de leurs membres, aux responsables de la gestion des réserves des banques centrales. En Asie, la salle des opérations de Trésorerie régionale ouverte en 2000 a encore amélioré le niveau et l'étendue des services bancaires à la clientèle régionale, grâce à ses activités de marché quotidiennes.

En décembre 2004, les onze membres de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) ont désigné la BRI comme administrateur de leurs placements dans un second Fonds obligataire Asie (ABF2), financé par leurs réserves de change et composé d'obligations libellées en monnaies nationales émises par des emprunteurs souverains ou quasi souverains de huit économies du groupe EMEAP. La Banque avait déjà été choisie, en juin 2003, comme gestionnaire du premier Fonds obligataire Asie, financé de la même manière, mais composé d'obligations libellées en dollars EU. Pour faire face au surcroît de travail, il a été nécessaire de renforcer l'effectif du Bureau de Hong-Kong, qui a également contribué à la création de ces fonds par son analyse des marchés obligataires de la région.

Durant la période, le Comité consultatif Asie (CCA), forum de communication entre les banques centrales actionnaires de la région et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI, s'est réuni à Bâle (juin 2004) puis à Hong-Kong (février 2005) juste avant la septième Réunion spéciale des gouverneurs des banques centrales d'Asie, tenue en présence de plusieurs gouverneurs de banques centrales extérieures à la région ; elle avait pour objet d'étudier la situation économique et les questions liées à l'alourdissement de la dette des ménages dans la région.

Le Bureau d'Asie a organisé ou facilité plusieurs réunions sur des thèmes spécifiques ayant trait à la politique monétaire et à la stabilité financière :

- troisième réunion des experts des banques centrales sur les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire (avril 2004) ;
- huitième et neuvième réunions du Forum EMEAP sur les marchés des changes (juin et décembre 2004) ;
- deux réunions sur la stabilité financière, en coopération respectivement avec l'Institut pour la stabilité financière et le Comité de Bâle (juillet et septembre 2004) ;
- deux réunions à Pékin, sur l'ouverture du secteur financier chinois et sur les cours de change effectifs (mars 2005).

Durant sa deuxième année d'activité, le Bureau des Amériques s'est particulièrement employé à étendre et approfondir la coopération avec les groupes de banques centrales et les instances prudentielles de la région. Il a

également accueilli ou facilité une série de réunions de haut niveau à Mexico et dans d'autres villes, parfois conjointement avec des banques centrales régionales et diverses institutions. Les principales initiatives ont été les suivantes :

- réunion du Comité sur le système financier mondial portant sur l'investissement direct étranger dans le secteur financier en Amérique latine (juin 2004) ;
- réunion du Groupe d'étude sur la politique monétaire en Amérique latine (octobre 2004) ;
- colloque sur la mise en œuvre de Bâle II, réunissant les responsables de la surveillance bancaire dans la région, des participants du secteur privé et des représentants d'institutions financières internationales (décembre 2004) ;
- réunion des gestionnaires de réserves de la région (novembre 2004) ;
- réunion des juristes des banques centrales de la région (février 2005) ;
- réunion sur l'intégration financière et la politique monétaire des économies ouvertes (mars 2005).

Institut pour la stabilité financière

L'ISF a pour mandat d'aider les superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance du monde entier à améliorer leur contrôle prudentiel. À cette fin, il s'emploie à diffuser les normes et bonnes pratiques et apporte son assistance sur une vaste gamme de questions prudentielles.

Actif à Bâle et partout dans le monde, l'ISF s'acquitte de son mandat dans le cadre d'un programme de réunions, séminaires et conférences de haut niveau visant à favoriser l'échange d'information et l'établissement de contacts et d'une coopération transfrontière en matière prudentielle. Compte tenu du développement des conglomérats financiers et des problèmes de transfert du risque qui en découlent, l'Institut réunit également les superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance pour examiner des questions d'intérêt mutuel. En 2004, il a organisé 56 réunions, auxquelles ont participé près de 2 000 représentants de banques centrales et d'instances prudentielles de toutes les régions du monde. Au vu des efforts soutenus entrepris dans nombre de juridictions pour appliquer le dispositif révisé d'adéquation des fonds propres (Bâle II), l'ISF a également organisé une série de réunions de haut niveau afin de promouvoir l'échange d'information entre autorités prudentielles compétentes.

En juillet 2004 a été mis en service FSI Connect, outil d'information en ligne à l'intention des superviseurs bancaires de tous niveaux de compétence et d'expérience. Cet outil propose plus de 80 cours en ligne sur une grande diversité de sujets. L'offre de didacticiels sera élargie et mise à jour périodiquement. FSI Connect se révèle un instrument très complémentaire des autres activités de l'ISF et permet de toucher une plus large audience de superviseurs du secteur financier. Plus de 85 banques centrales et autorités prudentielles d'environ 75 juridictions y sont actuellement abonnées.

Action des comités permanents en faveur de la stabilité financière

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Sous la présidence de Jaime Caruana, Gouverneur de la Banque d'Espagne, le CBCB œuvre à renforcer les dispositifs de supervision bancaire, promouvoir une meilleure gestion des risques dans le secteur bancaire et contribuer à l'amélioration des normes de communication financière.

Mise en œuvre du nouveau dispositif international de fonds propres

Publié en juin 2004, le nouveau dispositif international d'adéquation des fonds propres réglementaires (Bâle II) fixe les détails du cadre de mesure et les normes minimales à atteindre, que les autorités prudentielles nationales représentées au Comité proposeront à leurs pays respectifs d'adopter à compter du 1^{er} janvier 2007.

Lors de la publication de Bâle II, le Comité a souligné son intention de maintenir le dialogue avec le secteur bancaire, pour faire en sorte que le nouveau dispositif s'adapte à l'évolution permanente des services financiers. Les entreprises d'investissement ayant, comme les banques, intérêt à traiter certaines opérations conformément aux dispositions de Bâle II, le Comité s'est attaché à coopérer avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour élaborer des propositions relevant d'une approche prudente et sensitive au risque. Ces propositions ont été présentées en avril 2005, pour une période de consultation de sept semaines.

La mise en œuvre homogène de Bâle II dans tous les pays, grâce à une coopération renforcée des autorités de supervision, sera une tâche primordiale et un véritable défi ces prochaines années. Le Groupe pour l'application de l'accord (GAA) est l'instance chargée d'encourager la collaboration et les échanges de vues sur les questions de mise en œuvre. Afin de promouvoir une mise en œuvre transfrontière plus efficace, il a notamment eu recours à des études de « cas réels » qui, bien souvent, ont débouché sur des programmes d'application. Ces études permettent avant tout aux autorités d'origine et d'accueil d'acquérir une expérience pratique pour la mise en œuvre de Bâle II. Le GAA traite en outre d'autres domaines importants liés à l'application de Bâle II : validation, risque opérationnel et deuxième pilier, par exemple.

De nombreux superviseurs nationaux non représentés au Comité ont déjà commencé à évaluer les possibilités d'appliquer le nouveau dispositif aux banques de leur juridiction et à planifier le passage à Bâle II. Un document intitulé *Implementation of Basel II : practical considerations* a été publié en juillet 2004 afin de les y aider.

Comptabilité, audit et conformité réglementaire

En matière de comptabilité, le Comité de Bâle s'est particulièrement efforcé, au cours du dernier exercice, de résoudre les divergences de vues concernant l'option de comptabilité à la juste valeur prônée par l'International Accounting

Standards Board (IASB). Un accord a été trouvé début 2005 et l'IASB a approuvé et publié une norme définitive, qui répond aux préoccupations essentielles du Comité. Parallèlement, le Comité a activement participé aux travaux de l'IASB pour le renforcement de la transparence dans la communication sur les instruments financiers. En effet, les rapports financiers devront dorénavant être plus transparents quant aux risques et à leur gestion, selon des principes et exigences très proches du troisième pilier de Bâle II.

Le Comité œuvre depuis plusieurs années à la création d'un Public Interest Oversight Board (PIOB) chargé de superviser l'élaboration de normes internationales par l'International Federation of Accountants (IFAC). Le PIOB a tenu sa première réunion officielle le 1^{er} mars 2005. Le Comité assurera le suivi et l'évaluation des travaux du PIOB.

Pour répondre aux besoins croissants d'assistance, le Comité a publié, en avril 2005, un document sur les principes et bonnes pratiques de conformité et déontologie dans un environnement bancaire réglementé. Ce document traite de la mise en place d'une fonction de conformité réglementaire efficace et de l'adoption de structures, procédures et méthodes de contrôle adaptées à chaque établissement et à son profil de risque particulier.

Autres questions de contrôle bancaire

Dans le cadre de son action en faveur de l'amélioration de la gestion des risques dans les banques, le Comité a publié deux documents : *Principes pour la gestion et la surveillance du risque de taux d'intérêt* et *Consolidated KYC (know your customer) risk management*, ce dernier étant plus particulièrement destiné à aider les groupes bancaires à appliquer un processus efficace de gestion du risque-clientèle. Parallèlement, en collaboration avec les principaux pays non membres du G 10, la Banque mondiale et le FMI, le Comité révisé actuellement les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* publiés pour la première fois en 1997 et la *Méthodologie* qui les accompagne, parue en 1999. Un groupe de travail a, en outre, été créé pour réviser les recommandations du Comité sur la gouvernance d'entreprise. Enfin, le Comité a organisé, en septembre 2004, conjointement avec la Banque d'Espagne, la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, à laquelle étaient représentées les autorités de plus de 120 pays.

Comité sur le système financier mondial

Présidé par Roger W. Ferguson Jr., Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, le CSFM suit des marchés financiers mondiaux pour le compte des gouverneurs des banques centrales des pays du G 10. Il a pour mandat de déceler les sources potentielles de tensions, d'améliorer la compréhension de leurs structures fondamentales et de favoriser l'amélioration de leur fonctionnement et stabilité. À cet effet, le CSFM organise des consultations trimestrielles entre ses membres et coordonne des initiatives à plus long terme, notamment des groupes de travail constitués d'agents des banques centrales.

Outre les dirigeants des banques centrales du G 10 et de la BCE, les réunions du CSFM rassemblent régulièrement les représentants des banques centrales des économies et centres financiers les plus importants. En 2005, la Banque populaire de Chine et la Banque de Réserve d'Inde ont commencé à y participer.

Suivi des marchés financiers

Les consultations du Comité dans ce domaine ont principalement porté sur les grandes lignes de l'évolution des conditions macroéconomiques et des marchés financiers, en particulier :

- conséquences des déséquilibres internationaux actuels pour les marchés financiers et pour le système financier mondial ;
- stratégies d'abandon, par les banques centrales, de la politique de taux directeurs bas et stables ou des cours de change fixes ou quasi fixes ; stratégies de communication et implications pour les marchés financiers ;
- évolution du marché pétrolier et conséquences du niveau élevé des cours à moyen terme sur la croissance et l'inflation ;
- forces orientant la prise de position et les prix sur les marchés financiers dans un contexte d'ample liquidité mondiale ;
- causes et effets des niveaux historiquement bas des prévisions de volatilité sur tous les marchés, en dépit d'incertitudes macroéconomiques et financières accrues.

Groupes de travail et autres activités

Le CSFM a publié en janvier 2005 les rapports de deux groupes de travail. Le premier traite du rôle de la notation pour les financements structurés et, plus particulièrement, de l'essor rapide de leurs marchés ; de la fonction essentielle des agences de notation et des implications pour les acteurs du marché et les autorités. Ce rapport vient compléter les précédents travaux du CSFM sur le transfert du risque de crédit. Le second rapport, sur les simulations de crise dans les grands établissements financiers, se fonde sur une enquête de mai 2004. Cette étude prolonge également les travaux antérieurs du Comité et aide à mieux comprendre le rôle crucial des simulations de crise dans la gestion des risques.

Donnant suite au rapport du groupe de travail sur l'investissement direct étranger dans le secteur financier des économies émergentes, publié en mars 2004, le Comité a organisé des séminaires régionaux en Corée, au Mexique et en Pologne avec les responsables des banques centrales et les opérateurs de marché locaux. Le CSFM a également poursuivi ses travaux sur les caractéristiques de divers marchés hypothécaires nationaux. Un groupe de travail créé en novembre 2004 est chargé d'étudier, entre autres, les conséquences de l'adoption de nouvelles techniques financières sur le financement du logement et leurs implications pour les marchés financiers nationaux et internationaux. Il devrait rendre son rapport dans le courant de l'année.

Un groupe d'étude sur les fonds spéculatifs a remis son rapport sur l'intérêt de disposer de bases de données commerciales couvrant de tels fonds

pour appuyer les efforts de recherche et de surveillance entrepris par des banques centrales. D'autre part, l'étude semestrielle BRI sur les dérivés de gré à gré a récemment été élargie, sur un modèle conçu par le CSFM, de manière à couvrir le négoce des contrats dérivés sur défaut.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le CSPR contribue au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers par la promotion de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces. Il a étendu sa coopération avec d'autres institutions et groupements internationaux et admis un groupe de plus en plus large de banques centrales à participer à ses travaux. Tommaso Padoa-Schioppa, membre du Directoire de la BCE, en a assuré la présidence jusqu'à son départ en retraite, le 31 mai 2005. Timothy F. Geithner, Président et Chief Executive Officer de la Banque de Réserve fédérale de New York lui succède dans cette fonction.

En novembre 2004, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont publié un rapport intitulé *Recommandations pour les contreparties centrales*, qui formule 15 recommandations commentées pour la gestion des risques des contreparties centrales (CC). Le rapport propose également une méthodologie pour évaluer l'application des recommandations. Cette méthodologie permet d'identifier les aspects et questions clés, et offre une échelle d'évaluation. En mars 2004, la diffusion du rapport, pour consultation, auprès des banques centrales et régulateurs des marchés de titres ainsi que des participants de marché et opérateurs de CC avait permis de recueillir d'utiles commentaires qui ont été intégrés dans le texte définitif.

Une CC s'interpose entre les contreparties aux transactions financières devenant ainsi acheteur vis-à-vis du vendeur et vice-versa. Une CC bien conçue et dotée de mécanismes adéquats de gestion des risques réduit les expositions de ses participants et contribue à l'objectif de stabilité financière. Elle concentre toutefois aussi sur elle les risques et la responsabilité de leur gestion. L'efficacité de son dispositif de contrôle des risques et l'adéquation des ressources financières dont elle dispose sont donc essentielles pour l'infrastructure des marchés qu'elle dessert.

Durant la période examinée, le Comité s'est aussi consacré à l'élaboration de trois autres rapports, qui ont été publiés en mai 2005 : *Central bank oversight of payment and settlement systems*, *General guidance for payment system development* et *New developments in large-value payment systems*.

La mise en œuvre de sa stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, approuvée par les gouverneurs des banques centrales du G 10 en 1996, demeure l'un des grands axes des travaux du Comité, qui suit et encourage, à cet effet, les initiatives du secteur privé dans ce domaine.

Enfin, le CSPR prête son assistance et son savoir-faire lors d'ateliers et de séminaires organisés par la BRI, en collaboration avec des groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

Comité des marchés

Le CM, présidé par Sheryl Kennedy, Sous-Gouverneur de la Banque du Canada, rassemble de hauts responsables des opérations de marché des banques centrales du G 10. Ses réunions bimestrielles sont l'occasion de procéder à des échanges de vues sur l'évolution récente et les changements structurels affectant les changes et les marchés financiers connexes, mais aussi d'étudier l'impact à court terme de certains événements de l'actualité sur le fonctionnement de ces marchés. De temps à autre, le Comité convie des représentants de grands pays à prendre part à ses débats. Ainsi, au second semestre 2004, la Banque populaire de Chine y a participé pour la première fois.

Les thèmes abordés dans ces réunions sont notamment les suivants :

- causes des amples variations récentes des principaux cours de change bilatéraux ;
- bas niveau des rendements nominaux et de la volatilité implicite sur les principaux marchés obligataires et incidence de la « recherche de rendement » sur les primes de risque ;
- conséquences de l'accumulation des réserves de change pour les marchés financiers ;
- échanges d'information entre banques centrales.

Parmi les autres thèmes abordés durant l'année figuraient : conséquences de la présence accrue des fonds spéculatifs sur les marchés financiers ; impact sur les marchés financiers des modifications apportées à la réglementation des fonds de pension ; questions relatives à la mise en œuvre des politiques monétaires ; incidence du recours croissant à des plateformes électroniques de négociation sur le fonctionnement des marchés.

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le GDC est mandaté par les gouverneurs des banques centrales du G 10 pour étudier les nouvelles menaces sur la sécurité des billets de banque et proposer des solutions aux instituts d'émission. Il a mis au point des procédés destinés à empêcher la reproduction des 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 aux travaux du GDC en accueillant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale

Groupe des Dix

La Banque contribue activement aux travaux des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, de leurs suppléants et des groupes de travail constitués sous leur égide, en assistant aux réunions en

qualité d'observateur et en fournissant des services de secrétariat, aux côtés du FMI et de l'OCDE.

Dans leur communiqué d'octobre 2004, les ministres et gouverneurs du G 10 ont noté qu'il est important pour le FMI de préserver sa solidité financière pour mener à bien ses missions. Il devra notamment renforcer la surveillance, continuer d'appliquer une conditionnalité appropriée, assurer le suivi des programmes, accorder une plus grande place à l'analyse de la viabilité de la dette dans ses décisions de prêt et appliquer les modifications aux règles d'accès exceptionnel.

Le G 10 a salué l'utilisation de plus en plus fréquente de clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations souveraines. Les clauses d'action majoritaire, en particulier, donnent aux créanciers et aux émetteurs un moyen efficace de renégocier leur dette si besoin est. Aucune disposition n'est cependant habituellement prévue pour favoriser le dialogue et la communication entre créanciers et émetteurs souverains à un stade précoce pour prévenir les litiges.

Enfin, le G 10 poursuit ses travaux sur le financement des retraites et examine les conséquences, pour les marchés financiers, de l'accroissement de la longévité et de la réforme des retraites.

Forum sur la stabilité financière

Créé en 1999, le FSF s'emploie à favoriser la stabilité financière internationale en renforçant l'échange d'information et la coopération en matière de supervision et de surveillance. Il a pour principale mission d'évaluer les vulnérabilités de nature conjoncturelle et structurelle du système financier international et d'encourager et de coordonner les initiatives visant à y remédier. Le FSF rassemble de hauts responsables des ministères des Finances, des banques centrales et des autorités des principales places financières ainsi que les représentants d'institutions financières internationales, de régulateurs internationaux et de groupes constitués d'experts des banques centrales. Des informations supplémentaires sont disponibles sur www.fsforum.org.

Les séances plénières du FSF sont semestrielles et les plus récentes se sont tenues à Washington DC, en septembre 2004, et à Tokyo, en mars 2005. Elles ont eu pour thèmes l'évolution macroéconomique et financière, la capacité de résistance des institutions financières et les risques potentiels pour la stabilité financière. Ont également été passées en revue les initiatives internationales visant à renforcer les systèmes financiers et les façons d'encourager ces efforts. D'autres sujets plus spécifiques ont, par ailleurs, retenu l'attention : l'exposition du système financier aux variations inattendues de l'appétit pour le risque et de la prise de risque ; les activités de transfert du risque de crédit ; les risques sur les particuliers ; l'expansion des fonds spéculatifs ; le manque de transparence en matière de réassurance.

Le FSF a récemment entrepris d'améliorer l'application des normes dans les secteurs de la banque, des titres et de l'assurance : en avril 2005, son secrétariat a réuni les instances internationales de normalisation et

d'évaluation avec les autorités nationales de réglementation, pour faire le point sur les progrès réalisés, et notamment pour fixer des priorités et mesurer les ressources disponibles.

Le FSF a continué de lancer et de soutenir des initiatives destinées à renforcer les normes et pratiques comptables et d'audit. S'agissant de l'audit, il a organisé, en septembre 2004, une première réunion des nouvelles autorités indépendantes chargées de la surveillance des auditeurs, récemment instaurées dans plusieurs pays. Les participants ont partagé leur expérience sur les thèmes suivants : la définition du nouveau cadre de surveillance de la profession ; les défis posés par le contrôle de la qualité des procédures d'audit ; la nécessité de définir le cadre de coopération et de reconnaissance mutuelle entre instances nationales. Le FSF a en outre soutenu la création, en mars 2005, du Public Interest Oversight Board (PIOB) dont la mission est de superviser les travaux de la Fédération internationale des comptables (IFAC) en matière d'audit et d'assurance. En octobre 2004, le Forum a organisé une importante table ronde avec l'International Accounting Standards Board (IASB) et l'IFAC, sur l'application des normes internationales de comptabilité et d'audit.

Le FSF a continué à promouvoir l'échange d'information et la coopération transfrontière avec les autorités des places franches sur les questions prudentielles et réglementaires. Prolongeant les initiatives nationales et internationales de certains de ses membres et ses travaux antérieurs, il a lancé, en mars 2005, un nouveau processus en ce sens.

Le FSF s'est également appliqué à renforcer la coopération internationale concernant la continuité d'exploitation dans le secteur financier. Conjointement avec la Bank of England, il a organisé, en juillet 2004, un atelier destiné à évaluer les normes en vigueur dans ce domaine, en particulier pour les activités transfrontières. L'Instance conjointe Comité de Bâle-OICV-AICA envisage d'élaborer une série de recommandations à l'intention des autorités et des opérateurs sur ce sujet.

L'un des objectifs du FSF, à terme, sera de déterminer si les institutions financières et le système financier dans son ensemble sont prêts à faire face au retour éventuel de turbulences et à une plus grande aversion pour le risque des intervenants sur les marchés.

Tout au long de l'année écoulée, le FSF a informé les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du G 7, ainsi que le Comité monétaire et financier international du FMI sur les zones de fragilité financière et sur divers sujets. D'autre part, le Forum a continué d'organiser des réunions régionales pour permettre une plus grande prise de conscience à cet égard et encourager les travaux en cours.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

L'AICA contribue à la stabilité financière mondiale en renforçant la surveillance du secteur de l'assurance, en élaborant des normes et en développant la coopération internationale basée sur l'échange d'information et l'assistance mutuelle. L'AICA a collaboré avec d'autres régulateurs internationaux à la mise

au point de principes pour la surveillance des conglomérats financiers. En outre, elle participe activement aux travaux du Forum sur la stabilité financière. L'adhésion de nouveaux membres et observateurs témoigne de la reconnaissance croissante de la mission de l'AICA. Des informations supplémentaires sont disponibles sur le site www.iaisweb.org.

Durant l'exercice, l'AICA a pris plusieurs initiatives importantes en rapport avec l'élaboration de normes applicables au secteur de l'assurance, notamment en matière de solvabilité, de comptabilité et de réassurance.

Afin d'évaluer la solvabilité des assureurs, l'AICA a défini un dispositif de surveillance consistant en une structure et des normes communes pour renforcer la transparence et harmoniser les divers régimes.

En matière de comptabilité, l'AICA entretient un dialogue permanent avec l'International Accounting Standards Board (IASB). Elle s'emploie à élaborer une note de synthèse sur les méthodes d'évaluation du passif des assureurs qui seraient compatibles avec les résultats prévisibles des travaux de l'IASB (contrats d'assurance, phase II) et acceptables d'un point de vue prudentiel. En collaboration avec d'autres régulateurs internationaux, l'AICA a en outre soutenu la création du Public Interest Oversight Board, chargé de superviser les activités d'intérêt public de la Fédération internationale des comptables.

L'AICA a publié son premier rapport sur le marché mondial de la réassurance, en réponse aux préoccupations du FSF soulignant que des insuffisances en termes de transparence et de communication financière empêchaient d'évaluer correctement l'incidence potentielle de la réassurance sur le secteur de l'assurance et les services financiers en général. Une norme de communication financière visant assureurs et réassureurs a été adoptée, en 2004, concernant les résultats techniques dans l'assurance non-vie, et deux autres sont en préparation sur la rentabilité des placements financiers et les résultats techniques dans l'assurance vie.

L'AICA s'est, en outre, intéressée à d'autres thèmes : lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ; détection, par le biais d'un programme d'autoévaluation des principes fondamentaux, des points forts et des zones de fragilité en matière de régulation et de surveillance dans certaines juridictions ; organisation de séminaires, conférences et ateliers de formation, souvent en collaboration avec l'Institut pour la stabilité financière.

Association internationale de protection des dépôts

Créée en mai 2002, cette association (International Association of Deposit Insurers, IADI) a ouvert son siège à la BRI en octobre de la même année. Présidée par Jean Pierre Sabourin, également Président du Conseil exécutif, elle regroupe 56 organismes du monde entier (39 en qualité de membres), dont plusieurs banques centrales intéressées à promouvoir l'adoption ou le bon fonctionnement de systèmes efficaces d'assurance ou de garantie des dépôts. Elle a pour principaux objectifs de favoriser le dialogue sur des sujets d'intérêt et de préoccupation communs et de formuler des recommandations en vue de renforcer l'efficacité de tels systèmes.

Au cours de sa troisième année d'existence, l'IADI a continué de faciliter et d'élargir les contacts internationaux entre organismes de garantie des dépôts et autres parties intéressées. Sa troisième conférence annuelle, tenue en Suisse en octobre 2004, a réuni 145 responsables de 47 pays. Des conférences, séminaires, réunions de comités et autres manifestations conjointes organisés dans de nombreux pays ont relayé ses initiatives au niveau régional.

Dans le cadre de ses travaux sur les recommandations visant à renforcer l'efficacité des systèmes de protection des dépôts, l'IADI a publié deux documents : le premier, sur la structure et la création de systèmes de protection des dépôts, le second, sur la mise en place de régimes à primes différenciées. L'IADI a également commencé à collaborer avec la communauté financière internationale sur les moyens d'aider les autorités nationales de surveillance à évaluer l'efficacité de ces systèmes. L'IADI a approuvé les conclusions du Dialogue d'orientation sur l'assurance-dépôts de la Coopération économique Asie-Pacifique (APEC), tenu en février 2004, et proposera des recommandations à cet égard.

Enfin, l'IADI a contribué à une nouvelle publication de l'International Association of Restructuring, Insolvency and Bankruptcy Professionals, intitulée *Bank Insolvency, an International Guide for Deposit Insurers*, synthèse d'une enquête menée dans 48 pays, dont l'objectif est de favoriser le dialogue entre ces professionnels et les organismes de garantie des dépôts.

L'IADI présente ses activités sur son site (www.iadi.org) et dans sa lettre périodique. Elle diffuse également chaque trimestre un manuel des formations auprès des organismes de garantie des dépôts.

Services financiers de la Banque

Services bancaires

La BRI propose aux banques centrales et autres autorités monétaires une gamme étendue de services financiers pour les aider à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle compte actuellement quelque 130 institutions nationales, plus une dizaine d'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 directement rapport au Directeur Général Adjoint – et, par son intermédiaire, au Directeur Général – suit les risques de crédit, de liquidité, de marché et opérationnel.

Pour répondre à la diversité de leurs besoins – en constante évolution –, la BRI offre aux banques centrales un large choix de produits financiers, tant en termes de monnaies que d'échéances. Outre sa gamme classique de produits de court terme, tels que comptes à vue/à préavis et dépôts à terme,

la Banque propose deux instruments qui sont négociables (à l'achat et à la vente) directement auprès d'elle : FIXBIS, placement à taux fixe dont la durée peut aller d'une semaine à un an, et MTI, instrument à moyen terme, de durée comprise entre un et dix ans, également disponible avec option de remboursement anticipé.

La Banque réalise, en outre, des opérations de change et sur or pour le compte de sa clientèle. À l'occasion, elle accorde aux banques centrales des crédits à court terme, en principe assortis de garanties. Elle assume également des fonctions de mandataire (*trustee*) et d'agent détenteur de sûretés (infra).

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 Banque et une banque centrale ; fonds de placement à capital variable permettant à plusieurs parties d'investir dans un fonds commun. Après avoir créé un premier Fonds obligataire Asie (Asian Bond Fund, ou ABF1), en juillet 2003, les onze banques centrales et autorités monétaires membres de l'EMEAP en ont lancé un second (ABF2), en décembre 2004. La BRI agit en qualité de gestionnaire pour ABF1 et d'administrateur pour ABF2.

Deux salles de marché interconnectées assurent les services financiers de la Banque : l'une au siège, à Bâle, et l'autre au Bureau d'Asie, à Hong-Kong RAS.

Opérations du Département bancaire en 2004/05

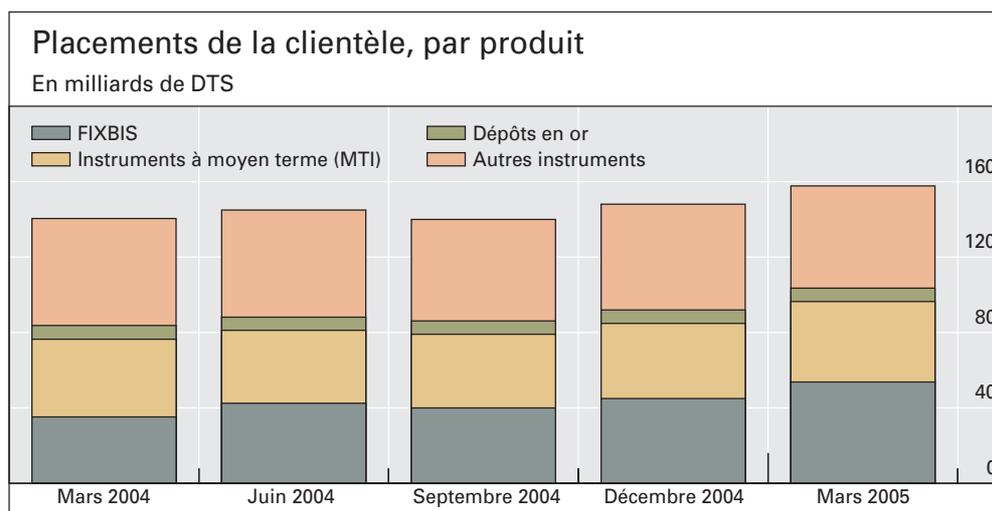
La progression du bilan s'est poursuivie, et la BRI a terminé sur un record pour le cinquième exercice consécutif. Le 31 mars 2005, le bilan s'établissait à DTS 180,5 milliards, en hausse de DTS 12,6 milliards, ou 7,5 %, par rapport à l'exercice précédent. À change constant sur l'exercice, il se serait inscrit à DTS 180,9 milliards.

Passif

La taille du bilan de la BRI est principalement déterminée par les dépôts de sa clientèle. Au 31 mars 2005, ceux-ci (hors opérations de pension) se chiffraient à DTS 157,7 milliards, contre DTS 140,4 milliards un an auparavant.

Ces dépôts sont, pour l'essentiel, libellés en monnaies et, pour le reste, en or. Alors que les dépôts en or sont demeurés pratiquement inchangés, à DTS 7,1 milliards, les dépôts en monnaies, qui totalisaient DTS 133,2 milliards il y a un an, se sont élevés à DTS 150,6 milliards au 31 mars 2005, soit l'équivalent de 6 % du total des réserves de change mondiales. Durant l'exercice, leur composition par monnaie a changé, la part du dollar EU passant de 62 % à 65 %, et celle de l'euro revenant de 21 % à 18 %.

L'augmentation des dépôts de la clientèle a surtout bénéficié aux placements en instruments de court terme. Les souscriptions de FIXBIS se sont accrues de plus de 50 % ; c'est le produit privilégié par la clientèle, avec un encours qui représente plus d'un tiers du total des dépôts en monnaies. Les dépôts à terme ont progressé de 30 %. Le solde des comptes à vue/à



préavis, par contre, a diminué de plus d'un tiers, ce qui a presque annulé son expansion de l'exercice précédent. Les souscriptions de MTI, deuxième instrument de dépôt, sont restées relativement stables sur l'exercice (graphique).

La répartition géographique des dépôts en monnaies montre que la demande de la clientèle d'Asie a poursuivi sa forte progression.

Actif

Les actifs de la BRI prennent essentiellement la forme de placements auprès de banques commerciales de tout premier rang à forte notoriété internationale ainsi que d'acquisitions (achats fermes ou prises en pension) de titres souverains et quasi souverains. S'y ajoutent 180 tonnes d'or fin, 12 tonnes ayant été cédées au cours de l'exercice. La Banque gère prudemment son exposition au risque de crédit : au 31 mars 2005, plus de 99 % de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A- (note 37.E. des états financiers).

Les avoirs sous forme de dépôts en monnaies et de titres, y compris titres pris en pension, totalisaient DTS 165,4 milliards le 31 mars 2005, contre DTS 153,7 milliards un an auparavant. Ces fonds supplémentaires ont été principalement investis en dépôts à terme auprès de banques, en obligations souveraines G 10 et, dans une moindre mesure, en bons du Trésor. En revanche, les titres pris en pension se sont contractés de DTS 7,8 milliards.

La Banque utilise divers instruments dérivés pour optimiser la gestion de ses actifs et passifs (note 7 des états financiers).

Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)

Mandataire (trustee) d'emprunts publics internationaux

Durant l'exercice, la Banque a continué de remplir ses fonctions de mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour des informations détaillées, se reporter au 63^e Rapport annuel, juin 1993). La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur, a notifié à la

Banque que la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Administration fédérale allemande des titres) avait fait procéder, en 2004, au paiement d’approximativement €5,0 millions à titre de remboursement du principal et de paiement d’intérêts. Les valeurs d’encaissement et autres précisions ont été publiées par la BWV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S’agissant de l’application de la clause de garantie de change pour l’Emprunt Young par la BWV, la Banque a maintenu les réserves qu’elle a formulées (précisées dans le *50^e Rapport annuel*, juin 1980), lesquelles valent aussi pour les obligations de consolidation 1990–2010.

Agent de séquestre

La BRI a agi en qualité d’agent de séquestre pour la transaction liée à une action judiciaire relative à la catastrophe survenue au vol 103 de la Pan Am au-dessus de Lockerbie, Écosse, le 21 décembre 1988 (*74^e Rapport annuel*, juin 2004). Ce mandat a expiré le 17 février 2005.

Agent détenteur de sûretés

En vertu de plusieurs contrats, la BRI agit en qualité d’agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations souveraines en devises émises dans le cadre d’accords de restructuration de la dette extérieure. Les contrats de nantissement en cours concernent les obligations du Brésil (*64^e Rapport annuel*, juin 1994), du Pérou (*67^e Rapport annuel*, juin 1997) et de la Côte d’Ivoire (*68^e Rapport annuel*, juin 1998).

Aspects institutionnels et administratifs

Retrait et redistribution d’actions BRI

La décision de l’Assemblée générale extraordinaire (AGE), tenue le 8 janvier 2001, de modifier les Statuts de la BRI pour réserver exclusivement aux banques centrales le droit de détenir des actions BRI a opéré le retrait obligatoire des 72 648 actions alors en mains privées des émissions américaine, belge et française (opération décrite en détail dans le *71^e Rapport annuel*, juin 2001). Ces actions ont ensuite été détenues en propre par la Banque, tout comme 2 304 actions de ces mêmes émissions, rachetées à des banques centrales au moment de l’opération de retrait.

Le montant de l’indemnité à verser aux anciens actionnaires privés inscrits sur les registres de la Banque avait été fixé initialement par l’AGE à 16 000 francs suisses par action. Certains d’entre eux ont contesté ce montant et porté leur requête devant le Tribunal arbitral prévu par l’Accord de La Haye, qui, conformément à l’article 54 des Statuts de la BRI, est seul compétent pour connaître des différends entre la Banque et ses anciens actionnaires privés résultant du retrait. Le Tribunal arbitral a rendu, le 22 novembre 2002, une sentence partielle confirmant la légalité du rachat obligatoire, concluant néanmoins que l’indemnité devait être augmentée.

Dans sa sentence définitive du 19 septembre 2003, le Tribunal arbitral a fixé le montant de l'indemnité supplémentaire due aux demandeurs (*74^e Rapport annuel*, juin 2004). Au 31 mars 2005, conformément à l'engagement antérieur pris par la Banque d'appliquer de son plein gré la décision du Tribunal arbitral à tous les anciens actionnaires privés inscrits sur ses registres, en règlement définitif pour solde de tout compte, l'indemnité supplémentaire fixée par le Tribunal arbitral avait été réglée sur plus de 99 % des actions reprises.

Dans le cadre d'une action engagée en France par un autre groupe d'anciens actionnaires privés, une décision est pendante devant la Cour de cassation (juridiction la plus élevée de l'ordre judiciaire français) sur la validité d'une décision antérieure déniait la compétence juridictionnelle des tribunaux français en l'espèce (*74^e Rapport annuel*, juin 2004).

Au cours de l'exercice écoulé, le Conseil d'administration a pris la décision de redistribuer l'intégralité des 74 952 actions reprises en proposant aux banques centrales membres de la BRI de les acquérir. Cette offre d'achat portait en outre sur 1 100 actions de l'émission américaine également détenues en propre par la Banque, auparavant inscrites dans ses registres au nom d'un consortium de banques centrales. Conformément aux dispositions des Statuts de la BRI, modifiés le 8 janvier 2001, le prix de vente pour ces 76 052 actions était de 23 977,56 francs suisses l'action – soit un montant égal à l'indemnité (hors intérêts) versée aux anciens actionnaires privés. Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2005, la Banque a redistribué toutes les actions des émissions belge et française aux banques centrales des pays respectifs. Le produit de cette redistribution de 40 119 actions s'est élevé à 962,0 millions de francs suisses, soit DTS 536,7 millions, aux dates de transaction. Au début de l'exercice entamé le 1^{er} avril 2005, la Banque a vendu les autres actions BRI – soit 35 933 actions de l'émission américaine – au terme d'un appel d'offres aux banques centrales membres. Le produit de cette vente s'est chiffré à 861,6 millions de francs suisses, soit DTS 468,2 millions, au 31 mai 2005, date de la transaction.

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 des programmes d'activité présentant objectifs et ressources disponibles permet d'élaborer un projet de budget financier, qui 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, y compris 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 et les télécommunications ainsi que les immeubles et équipement de la Banque. Par nature, les dépenses d'investissement varient notablement d'un exercice à l'autre. Le règlement de la plupart des dépenses administratives et d'investissement de la Banque s'opère en francs suisses.

Pour l'exercice 2004/05, les frais d'administration avant amortissement se sont établis à 214,1 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 2,6 % au budget de 219,8 millions de francs suisses¹. Des dépenses moins importantes que prévu en informatique et en frais de déplacement ainsi que la réintégration dans les comptes d'une provision constituée pour des remboursements d'impôts antérieurs à 2003 aux agents de nationalité suisse² ont été les principales raisons de la sous-utilisation des fonds inscrits au budget. À 27,1 millions de francs suisses, les dépenses d'investissement ont été inférieures de 5,6 millions au budget. Les projets d'amélioration des systèmes de sécurité de la Banque et le réagencement de l'auditorium ont été menés à bien fin mai 2005, sans dépassement budgétaire. Les dépenses sont d'ailleurs restées, par rapport à ces dernières années, plus près des limites des dotations, témoignant d'un effort de précision dans la définition des différents postes du budget. Pour favoriser encore un ciblage plus strict du budget, la Direction de la Banque a institué un suivi trimestriel de la réalisation des objectifs.

En mars 2005, le Conseil a approuvé une hausse de 2,9 %, à 226,3 millions de francs suisses, du budget administratif et une baisse de 5,7 millions de francs suisses, à 27,0 millions, du budget d'investissement. Ce budget 2005/06 s'articule autour de deux grands axes : renforcement des fonctions Contrôle des risques, Audit interne et Conformité réglementaire et poursuite de l'amélioration de la sécurité. Il prévoit en outre une augmentation limitée de l'effectif du Bureau d'Asie.

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. Une révision périodique évalue la grille des traitements de la BRI par comparaison avec celle d'institutions et de segments de marché similaires, en tenant compte des différences de régime fiscal des agents des institutions considérées. Dans le cadre de cet exercice, la Banque retient la moitié supérieure des salaires de référence afin d'attirer des personnes hautement qualifiées.

La grille des traitements est ajustée chaque année en fonction du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes

¹ La comptabilité budgétaire de la Banque, tenue en comptabilité d'exercice, 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 Bénéfice net et répartition).

² Ces dispositions correspondaient au précédent Accord de siège avec le Conseil fédéral suisse, modifié le 1^{er} janvier 2003.

réels, dans le secteur des affaires des grands pays industrialisés. En juillet 2004, cet ajustement a été de +1,76 %. À l'intérieur de chaque bande, la variation du traitement d'un agent est fondée sur le mérite, à partir d'une évaluation périodique de ses prestations. La BRI n'applique pas un système de bonus.

Les agents, y compris les hauts responsables, qui n'ont pas la nationalité suisse et qui ne sont pas recrutés localement ont droit à une indemnité d'expatriation ; celle-ci s'établit actuellement, selon la situation de famille, à 14 % ou 18 % du traitement annuel, dans les limites d'un plafond. Ils ont également droit à une indemnité de scolarité³. En outre, les agents BRI bénéficient, à travers la Banque, d'une assurance maladie et accidents ainsi que d'un régime de retraite contributif à prestations déterminées.

S'agissant des membres de la Direction, il a été décidé, début 2005, de réexaminer périodiquement leurs traitements en les comparant aux conditions de rémunération dans des institutions de référence. Entre ces réexamens, les traitements concernés sont ajustés chaque année en fonction du taux d'inflation en Suisse. Au 1^{er} juillet 2004, la rémunération annuelle des hauts responsables, hors indemnité d'expatriation, s'établissait ainsi :

- Directeur Général 709 849 francs suisses
- Directeur Général Adjoint 600 641 francs suisses
- Chefs de département 546 000 francs suisses

Le Directeur Général bénéficie également d'une indemnité de représentation et d'un régime de pension particulier.

L'Assemblée générale approuve la rémunération des membres du Conseil d'administration ; des ajustements sont effectués tous les trois ans. Depuis le 1^{er} juillet 2002, la rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration se chiffre à 844 800 francs suisses. En outre, les membres du Conseil reçoivent un jeton de présence pour chacune des séances auxquelles ils participent. Dans l'hypothèse où le Conseil se réunit au complet à l'ensemble des séances, le total annuel de ces jetons s'établit à 777 240 francs suisses.

Politique d'archivage

Par souci de transparence et pour aider la recherche universitaire, la Banque a pris l'initiative, en mars 1998, de permettre au public d'accéder à ses archives. Aux termes des dispositions régissant l'accès à ces archives, tous les documents de plus de trente ans ayant trait aux activités et opérations de la Banque peuvent être consultés, à l'exception d'un nombre restreint de documents qui conservent leur caractère privé ou confidentiel au-delà de ce laps de temps. La BRI détermine à sa discrétion, au nom de la protection de la vie privée et/ou des intérêts légitimes de tierces parties, quels documents ne peuvent pas être consultés.

³ Certains agents engagés par la Banque avant 1997 reçoivent une indemnité d'expatriation de 25 %, mais ne peuvent prétendre à l'indemnité de scolarité.

Bénéfice net et répartition

Bénéfice net

Le bénéfice net du 75^e exercice s'est établi à DTS 370,9 millions, contre DTS 536,1 millions l'an passé. Les composantes de ce résultat sont exposées ci-après.

Total des produits d'exploitation

Le total des produits d'exploitation s'est inscrit à DTS 458,4 millions, contre DTS 564,5 millions pour l'exercice précédent. Trois grandes tendances expliquent cette évolution.

- La baisse des produits d'intérêts et la variation d'évaluation sur les instruments dérivés qui avaient été souscrits à des fins de protection en anticipation de hausses des taux d'intérêt ont diminué le revenu des titres de placement sur fonds propres de la Banque. Cette diminution a largement contrebalancé le supplément de revenu qui a résulté de l'accroissement des fonds propres de la Banque dû au bénéfice non distribué et aux souscriptions d'actions.
- Le produit net sur les ressources de la Banque est revenu à des niveaux plus conformes à la normale. L'exercice précédent, il avait bénéficié, exceptionnellement, d'un resserrement des primes de risque durant l'été 2003, ce qui avait donné lieu à un gain de réévaluation sur les placements de la Banque à moyen terme. Ce facteur l'a emporté sur la hausse du produit résultant de la progression des dépôts de la clientèle.
- Une perte de change nette de DTS 34,5 millions a été enregistrée, principalement au titre de la position en francs suisses ouverte jusqu'à la souscription, par la Banque nationale de Belgique (en octobre 2004) et la Banque de France (en novembre 2004), des actions des émissions belge et française, respectivement, auparavant détenues en propre par la BRI. Cette perte de change a été intégralement compensée par un gain équivalent porté au compte de fonds propres, conformément à la politique comptable de la Banque, quand ces actions ont été redistribuées. L'incidence globale sur les fonds propres est donc nulle.

Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation (note 27 des états financiers) se sont établies à DTS 145,0 millions, en progression de 1,8 % sur l'exercice précédent (DTS 142,5 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont chiffrés à DTS 129,3 millions, en hausse de 2,9 % par rapport au montant de DTS 125,6 millions enregistré en 2003/04. La dotation aux amortissements s'est contractée, revenant de DTS 16,9 millions à DTS 15,7 millions. En francs suisses, monnaie dans laquelle s'opère le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration avant amortissement, selon la méthode de comptabilité financière de la Banque, qui tient compte de l'évolution des marchés financiers et de la méthodologie actuarielle, ont baissé de 1,1 %, revenant de 236,5 millions à 234,0 millions de francs suisses.

La hausse des charges au titre des rémunérations et des pensions des agents reflète globalement l'accroissement moyen de 3,2 % de l'effectif en équivalent temps plein. Elle a été en partie compensée par la reprise d'une provision constituée, en application d'anciennes dispositions donnant effet à l'Accord de siège, modifié le 1^{er} janvier 2003, pour rembourser les impôts antérieurs à 2003 des agents de nationalité suisse. Le poste Autres dépenses de personnel a enregistré une baisse due à une diminution des charges, en comptabilité financière, au titre de l'assurance maladie et accidents.

Bénéfice d'exploitation et autres produits

Le bénéfice d'exploitation de la Banque, qui reflète le profit de ses activités courantes, s'est établi à DTS 313,4 millions, en repli de 25,7 % par rapport à 2003/04 (DTS 422,0 millions).

Un gain net de DTS 7,0 millions sur ventes de titres de placement a été obtenu grâce au réaligement du portefeuille sur sa référence sous-jacente. Le bénéfice net de DTS 154,4 millions, l'exercice précédent, s'expliquait par le fait que les titres de placement cédés avaient été acquis à un moment où les taux d'intérêt étaient plus élevés.

Le gain matérialisé de DTS 50,5 millions sur ventes d'actifs de placement en or correspond à la cession de 12 tonnes d'or, sur un total de 192 tonnes au 31 mars 2004. Ces ventes n'ont eu aucune incidence sur les fonds propres de la Banque, étant donné que, conformément aux conventions comptables de la BRI, l'or en question était déjà inscrit au bilan à sa valeur de marché.

Le bénéfice net pour l'exercice 2003/04 avait été établi après déduction des intérêts et de la perte de conversion en rapport avec la sentence définitive du Tribunal arbitral de La Haye, le 19 septembre 2003.

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 370,9 millions pour l'exercice 2004/05 :

1. DTS 114,4 millions au paiement d'un dividende de DTS 235 par action ;
2. DTS 25,7 millions à transférer au Fonds de réserve générale⁴ ;
3. DTS 6,0 millions à transférer au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
4. DTS 224,8 millions, soit le reliquat du bénéfice net disponible, à transférer au Fonds de réserve libre. Le Conseil d'administration peut utiliser ce Fonds pour tout objet conforme aux Statuts.

Si cette recommandation est approuvée, le dividende sera payé le 1^{er} juillet 2005 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque le 31 mars 2005, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, selon les instructions des actionnaires. Le dividende proposé pour 2004/05, DTS 235 par action, est en hausse de 4,4 % par rapport à 2003/04.

⁴ 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 2005), 10 % du bénéfice après paiement du dividende est affecté à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital effectivement versé.

Le dividende sera payé en totalité sur 470 073 actions. Les 40 119 actions qui étaient détenues en propre par la Banque et qui ont été redistribuées au cours de l'exercice seront rémunérées au prorata à compter de la date de valeur de la souscription. Les actions émises et libérées avant le rachat sont au nombre de 547 125, dont 36 933 détenues en propre au 31 mars 2005, parmi lesquelles 34 833 actions reprises d'anciens actionnaires privés et de banques centrales et 2 100 autres. Les actions propres ne recevront aucun dividende.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Les états financiers de la Banque ont été dûment vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé qu'ils donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2005 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport figure immédiatement à la suite des états financiers.

Conseil d'administration

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Rome
Toshihiko Fukui, Tokyo
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lars Heikensten, Stockholm
Mervyn King, Londres
Christian Noyer, Paris
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurich
Vicomte Alfons Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francfort-sur-le-Main

Suppléants

Bruno Bianchi ou Giovanni Carosio, Rome
Roger W. Ferguson ou Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark ou Stefan Schönberg, Francfort-sur-le-Main
Marc-Olivier Strauss-Kahn ou Michel Cardona, Paris
Paul Tucker ou Paul Fisher, Londres

Comités du Conseil d'administration

Comité consultatif
Comité d'audit

présidés, l'un et l'autre, par Hans Tietmeyer

Direction

Malcolm D. Knight	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Peter Dittus	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Günter Pleines	Chef du Département bancaire
Mario Giovanoli	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

À sa séance de novembre 2004, le Conseil a réélu Nout Wellink, Président de la Nederlandsche Bank, aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque pour une nouvelle période de trois ans commençant le 1^{er} mars 2005 et expirant le 29 février 2008. Lors de sa séance de mars 2005, le Conseil a réélu Lars Heikensten, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 2008. À cette même séance, Mervyn King, Gouverneur de la Bank of England, a reconduit Lord George dans ses fonctions d'administrateur pour une nouvelle période de trois ans qui s'achèvera le 6 mai 2008.

S'agissant de la Direction de la Banque, Peter Dittus a été nommé Secrétaire Général et Directeur de l'Administration de la Banque le 1^{er} janvier 2005, pour remplacer Gunter Baer, parti en retraite. Günter Pleines a été nommé à la tête du Département bancaire, avec effet au 1^{er} avril 2005, en remplacement de Robert Sleeper, parti en retraite. Jim Etherington est devenu Secrétaire Général Adjoint le 1^{er} juin 2005. Louis de Montpellier a été nommé Chef Adjoint du Département bancaire à compter de la mi-juin 2005. Toutes

ces nouvelles nominations à la Direction de la Banque portent sur une période de cinq ans, renouvelable.

C'est avec une profonde tristesse que le Conseil a appris le décès du Baron Cecil de Strycker, Gouverneur honoraire de la Banque nationale de Belgique, survenu le 5 septembre 2004, à l'âge de 89 ans. Le Baron de Strycker avait siégé au Conseil, de 1975 à 1982, en qualité d'administrateur d'office, puis, jusqu'en juin 1989, en tant qu'administrateur nommé.

Banques centrales membres de la BRI⁵

Banque de Réserve d’Afrique du Sud	Central Bank & Financial Services Authority of Ireland
Banque d’Algérie	Banque centrale d’Islande
Deutsche Bundesbank	Banque d’Israël
Agence monétaire d’Arabie Saoudite	Banca d’Italia
Banque centrale d’Argentine	Banque du Japon
Banque de Réserve d’Australie	Banque de Lettonie
Banque nationale d’Autriche	Banque de Lituanie
Banque nationale de Belgique	Banque nationale de la République de Macédoine
Banque centrale de Bosnie-Herzégovine	Banque centrale de Malaysia
Banque centrale du Brésil	Banque du Mexique
Banque nationale de Bulgarie	Banque centrale de Norvège
Banque du Canada	Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande
Banque centrale du Chili	Nederlandsche Bank
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	Bank of England
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	Sveriges Riksbank
Banque de Grèce	Banque nationale suisse
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque nationale tchèque
Banque centrale de Hongrie	Banque de Thaïlande
Banque de Réserve d’Inde	Banque centrale de la République de Turquie
Banque d’Indonésie	

⁵ 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, dotée de deux banques centrales distinctes, le statut juridique de l’émission yougoslave du capital de la Banque est en cours d’examen.

États financiers

Au 31 mars 2005

Les états financiers (pages 196 à 223) pour l'exercice clos le 31 mars 2005 ont été approuvés le 9 mai 2005. Ils sont présentés dans la forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque ; ils sont soumis à l'approbation des actionnaires lors de leur Assemblée générale, qui se tiendra le 27 juin 2005.

Nout H. E. M. Wellink
Président

Malcolm D. Knight
Directeur Général

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 2005

<i>En millions de DTS</i>	Note	2005	2004
Actif			
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	4	25,8	18,9
Or et dépôts en or	5	8 617,0	9 073,8
Bons du Trésor	6	31 307,4	30 240,7
Titres pris en pension	6	14 034,3	21 835,2
Dépôts à terme et avances aux banques	6	80 316,5	68 162,4
Titres du secteur public et autres titres	6	39 779,6	33 483,1
Instruments dérivés	7	2 188,0	3 321,1
Créances à recouvrer	8	4 028,6	1 609,6
Terrains, immeubles et équipement	9	189,2	190,0
Total actif		180 486,4	167 934,8
Passif			
Dépôts en monnaies	10	150 618,8	133 152,5
Dépôts en or	11	7 110,8	7 293,5
Titres donnés en pension	12	1 159,4	1 225,3
Instruments dérivés	7	3 440,6	4 339,7
Engagements à payer	13	7 752,2	12 169,4
Autres passifs	14	151,3	144,4
Total passif		170 233,1	158 324,8
Fonds propres			
Capital	15	683,9	683,9
Réserves statutaires	16	8 743,2	8 230,8
Compte de profits et pertes		370,9	536,1
Moins : actions propres	18	(396,2)	(852,6)
Autres comptes de fonds propres	20	851,5	1 011,8
Total fonds propres		10 253,3	9 610,0
Total passif et fonds propres		180 486,4	167 934,8

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	Note	2005	2004
Produits d'intérêts	22	4 058,8	3 493,9
Charges d'intérêts	23	(3 384,1)	(2 681,1)
Variation nette d'évaluation	24	(183,1)	(258,7)
Produit d'intérêts net		491,6	554,1
Produit net d'honoraires et de commissions	25	1,3	1,4
Gain/(perte) de change net(te)	26	(34,5)	9,0
Total produits d'exploitation		458,4	564,5
Charges d'exploitation	27	(145,0)	(142,5)
Bénéfice d'exploitation		313,4	422,0
Gain net sur ventes de titres de placement	28	7,0	154,4
Gain net sur ventes d'actifs de placement en or	29	50,5	–
Rachat d'actions – incidence de la sentence arbitrale	17	–	–
Charges d'intérêts		–	(32,9)
Perte de conversion		–	(7,4)
Bénéfice net de l'exercice		370,9	536,1

Tableau des flux de trésorerie

pour l'exercice clos le 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	Note	2005	2004
Flux provenant des activités opérationnelles			
Bénéfice d'exploitation		313,4	422,0
Produits d'exploitation hors trésorerie			
Amortissement des terrains, immeubles et équipement	9	15,7	16,9
Actifs et passifs d'exploitation – variation nette			
Dépôts en monnaies		15 329,4	11 580,7
Actifs bancaires en monnaies		(16 371,2)	(19 669,9)
Dépôts en or au passif		(182,7)	1 270,9
Actifs bancaires en or, or et dépôts		322,6	(1 270,2)
Créances à recouvrer		1,3	19,0
Autres passifs/créances à recouvrer		17,5	(260,1)
Dérivés, flux net		234,0	1 750,6
Flux net provenant des/(affecté aux) activités opérationnelles		(320,0)	(6 140,1)
Flux provenant des/(affectés aux) activités de placement			
Instruments en monnaies – variation nette	6	207,2	(1 220,6)
Titres donnés en pension		(65,9)	1 152,1
Or – variation nette	5	110,7	–
Achats nets de terrains, immeubles et équipement	9	(14,9)	(10,5)
Flux net provenant des/(affecté aux) activités de placement		237,1	(79,0)
Flux provenant des/(affectés aux) activités de financement			
Paiement du dividende		(104,0)	(97,1)
Émission d'actions		–	252,3
Redistribution des actions propres	18	536,7	–
Rachat d'actions en 2001 – paiements aux anciens actionnaires		(10,6)	(348,2)
Flux net provenant des/(affecté aux) activités de financement		422,1	(193,0)
Effet de change net sur trésorerie et quasi-trésorerie		(10,1)	61,3
Trésorerie et quasi-trésorerie – variation nette		349,3	(6 473,4)
Trésorerie et quasi-trésorerie – hausse/(baisse) nette		339,2	(6 412,1)
Trésorerie et quasi-trésorerie, début d'exercice		2 666,3	9 078,4
Trésorerie et quasi-trésorerie, fin d'exercice		3 005,5	2 666,3

Proposition d'affectation du bénéfice

pour l'exercice clos le 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	2005
Bénéfice net de l'exercice	370,9
Dotations au Fonds de réserve légale	–
Dividende proposé :	
Sur 470 073 actions, DTS 235 par action	(110,5)
Sur 40 119 actions propres redistribuées, au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	(3,9)
	(114,4)
Dotations proposées aux autres réserves :	
Fonds de réserve générale	(25,7)
Fonds spécial de réserve de dividendes	(6,0)
Fonds de réserve libre	(224,8)
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

sur l'exercice clos le 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>		2005
	Note	Total réserves statutaires
Solde au 31 mars 2004		8 230,8
Affectation du bénéfice 2003/04		432,1
Redistribution des actions propres	18	80,3
Solde au 31 mars 2005 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		8 743,2
Dotations proposées aux réserves	16	256,5
Solde au 31 mars 2005, après affectation proposée du bénéfice		8 999,7

Évolution des fonds propres de la Banque

sur l'exercice clos le 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	Note	Capital libéré	Réserves statutaires	Profits et pertes	Actions propres	Autres comptes de fonds propres	Total fonds propres
Fonds propres au 31 mars 2003		661,4	7 522,7	575,4	(739,1)	908,8	8 929,2
Païement du dividende 2002/03		-	-	(97,1)	-	-	(97,1)
Affectation du bénéfice 2002/03		-	478,3	(478,3)	-	-	-
Actions nouvellement émises	15	22,5	229,8	-	-	-	252,3
Rachat d'actions – incidence de la sentence arbitrale	17	-	-	-	(113,5)	-	(113,5)
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	20	-	-	-	-	261,7	261,7
Variation nette d'évaluation sur titres de placement	20	-	-	-	-	(158,7)	(158,7)
Bénéfice net pour 2003/04		-	-	536,1	-	-	536,1
Fonds propres au 31 mars 2004		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0
Païement du dividende 2003/04		-	-	(104,0)	-	-	(104,0)
Affectation du bénéfice 2003/04		-	432,1	(432,1)	-	-	-
Redistribution des actions propres	18	-	80,3	-	456,4	-	536,7
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	20	-	-	-	-	(74,0)	(74,0)
Variation nette d'évaluation sur titres de placement	20	-	-	-	-	(86,3)	(86,3)
Bénéfice net pour 2004/05		-	-	370,9	-	-	370,9
Solde au 31 mars 2005 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Dividende proposé		-	-	(114,4)	-	-	(114,4)
Dotations proposées aux réserves		-	256,5	(256,5)	-	-	-
Solde au 31 mars 2005, après affectation proposée du bénéfice		683,9	8 999,7	-	(396,2)	851,5	10 138,9

Au 31 mars 2005, les réserves statutaires comprenaient des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions (comme au 31 mars 2004).

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 situé Centralbahnplatz 2, 4002 Bâle, Suisse. La Banque possède deux bureaux de représentation : un à Hong-Kong, Région administrative spéciale de la République populaire de Chine (pour l'Asie et le Pacifique) et un 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-six 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 et d'administrateurs nommés 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 – ainsi que des gouverneurs des banques centrales du Canada, du Japon, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse.

Les états financiers comportent le bilan et le compte de profits et pertes, en application de l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

A. Monnaie de présentation

La monnaie 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 29 décembre 2000, avec effet au 1^{er} janvier 2001. Un DTS équivaut actuellement à la somme des éléments suivants : USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 et GBP 0,0984. Le FMI procède à une révision de la composition de ce panier tous les cinq ans ; la prochaine aura lieu en décembre 2005.

Sauf indication contraire, les chiffres figurant dans les présents états financiers sont exprimés en millions de DTS.

B. Conversion des monnaies

Les instruments financiers 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 instruments financiers et du règlement des opérations sont portées au compte de profits et pertes.

C. Méthodologie d'évaluation

En général, la Banque évalue ses actifs, passifs et dérivés à la valeur de marché. Pour cela, elle utilise des cours fiables publiés par des places actives. Lorsque ces références ne sont pas disponibles (pour des instruments tels que prêts, dépôts et dérivés de gré à gré), la Banque emploie des modèles financiers faisant appel à la méthode des flux de trésorerie actualisés. Cette méthode repose sur des estimations de flux de trésorerie, taux d'intérêt, cours de change et remboursements anticipés et sur des facteurs tels que qualité du crédit, liquidité et volatilité.

D. Instruments financiers (autres que or et dépôts en or)

Parmi ces instruments financiers, qui forment l'essentiel du bilan de la Banque, figurent encaisse et comptes à vue auprès des banques, bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, titres du secteur public et autres titres, dérivés, dépôts en monnaies et titres donnés en pension.

Pour tous ces instruments financiers, les bénéfiques au coût historique résultant des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus sont portés au compte de profits et pertes sous Produits d'intérêts (pour les actifs et les dérivés) ou dans les Charges d'intérêts (pour les passifs). Les gains matérialisés sur cessions, rachats et dénouements anticipés sont enregistrés sous Variation nette d'évaluation.

La Banque porte la plupart de ses instruments financiers à son bilan à la date de transaction à leur valeur de marché. Les dérivés y figurent comme actifs ou passifs, selon que la valeur de marché du contrat est positive ou négative pour la Banque. Les instruments financiers à très court terme (actifs et passifs) font exception à cette règle générale de comptabilisation à la valeur de marché. Ces instruments sont généralement assortis d'un préavis de trois jours au maximum, et sont inscrits au bilan à la date de règlement, à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Ils figurent sous Encaisse et comptes à vue auprès des banques et Dépôts en monnaies.

Les deux sections suivantes décrivent le traitement des gains/pertes de réévaluation non matérialisé(s) selon la nature de l'instrument.

1. Dépôts en monnaies au passif et actifs bancaires et dérivés correspondants

La Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains de ses instruments de dépôt en monnaies. Le risque de marché inhérent à cette activité est géré sur une base macrofinancière et la Banque les comptabilise donc tous à la valeur de marché, les écarts de valeur étant tous enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

2. Actifs, passifs et dérivés liés principalement au placement des fonds propres de la Banque

Ces actifs, détenus à long terme mais pas nécessairement jusqu'à leur échéance, sont des actifs de placement qui sont comptabilisés au bilan, à l'origine, à leur coût d'acquisition. Ils sont réévalués ensuite à leur valeur de marché, les gains/pertes non matérialisé(s) étant porté(e)s au compte de réévaluation des titres, inscrit sous Autres comptes de fonds propres.

Les passifs correspondant à la gestion de ces actifs, pensions à court terme principalement, sont portés au bilan à leur valeur de marché, les écarts de valeur étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

Les dérivés correspondants sont utilisés par la Banque pour gérer son risque de marché ou à des fins de négociation. Elle les porte au bilan à leur valeur de marché, les écarts de valeur étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

E. Or et dépôts en or

Les éléments d'actif et de passif en or sont portés au bilan sur la base de leur poids d'or (converti en dollars EU au cours du marché puis en DTS), avec les intérêts courus. La rémunération des dépôts en or est incorporée aux Produits d'intérêts (actifs) ou aux Charges d'intérêts (passifs) selon le principe de la comptabilité d'exercice.

L'or détenu en propre par la BRI entre dans la catégorie des actifs de placement. Sa plus-value par rapport à son coût est portée 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 (lorsque la monnaie de présentation des états financiers de la Banque est passée du franc or au DTS), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant d'USD 208 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 de réévaluation sur les dépôts en or de tiers (au passif) et les dépôts en or correspondants (à l'actif) sont comptabilisés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

F. 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 portés au bilan à leur coût.

G. Terrains, immeubles et équipement

Les immeubles et équipement de la Banque sont inscrits 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, technologies de l'information – jusqu'à 4 ans

Équipement, autres – 4 à 10 ans

Les terrains de la Banque ne sont pas amortis. La Banque effectue un examen annuel de la dépréciation de ses terrains, immeubles et équipement. Lorsque la valeur comptable d'un actif est supérieure à sa valeur recouvrable estimée, elle est réduite d'autant. Les dépenses d'investissement et les cessions sont converties au cours de change à la date de transaction.

H. 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.

I. Obligations découlant du régime de retraite

La BRI gère un Fonds de pension capitalisé à prestations déterminées au bénéfice de ses agents. Elle gère aussi des régimes non capitalisés pour les pensions, au bénéfice de ses administrateurs et, pour l'assurance maladie et accidents, au bénéfice de ses agents actuels et anciens.

Fonds de pension

Le passif au titre 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 valeur de marché 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. L'obligation de prestations déterminées est calculée chaque année par des actuaires indépendants selon la méthode de répartition des prestations projetées. La valeur actualisée de l'obligation est déterminée à partir des sorties de fonds futures, estimées sur la base des taux d'actualisation des titres de dette d'entreprises 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 au cours de 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 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. L'actif ou le passif correspondant est porté au bilan sous Créances à recouvrer ou Autres passifs.

Régimes non capitalisés

Le passif au titre du régime de retraite des administrateurs et du régime d'assurance maladie et accidents correspond à la valeur actualisée de l'obligation de prestations déterminées calculée sur une base identique à celle du Fonds de pension des agents. Pour le régime maladie et accidents (où les droits sont en principe subordonnés à une période de service minimale de dix ans jusqu'à l'âge de 50 ans au moins), les coûts attendus de ces prestations sont répartis sur la période de service en suivant la méthode de répartition des prestations projetées. Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation de ces obligations.

Principe du corridor

Lorsque l'obligation de prestations déterminées dépasse le montant le plus élevé entre le passif et les actifs éventuels utilisés pour capitaliser l'obligation portée aux états financiers d'un montant supérieur aux limites d'un corridor de 10 %, le montant hors de ce corridor est amorti sur la vie active estimée des agents concernés.

J. Trésorerie et quasi-trésorerie

Il s'agit de l'encaisse et des comptes à vue auprès de banques ainsi que des comptes à préavis et à vue, actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de trois jours au maximum.

3. Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers, la Direction de la Banque doit retenir 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, émet des hypothèses et exerce son discernement. Les chiffres effectifs peuvent différer sensiblement de ces estimations.

4. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

Il s'agit de liquidités auprès de banques centrales et commerciales dont la BRI peut disposer sur demande.

5. Or et dépôts en or à l'actif

A. Total

Composition de l'actif en or de la Banque :

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Barres détenues auprès de banques centrales	5 170,2	5 463,9
Total dépôts à terme en or	3 446,8	3 609,9
Total or et dépôts en or à l'actif	8 617,0	9 073,8
Dont :		
Actifs de placement en or	1 646,5	1 780,7
Actifs bancaires en or, or et dépôts	6 970,5	7 293,1

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 dollars EU au cours du marché puis en DTS), 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 matérialisé(s) sur cessions d'actifs de placement en or sont enregistré(e)s au compte de profits et pertes.

Pour une description du compte de réévaluation de l'or, voir la note 20. Le Gain net sur ventes d'actifs de placement en or est présenté à la note 29.

Le tableau ci-après analyse la variation de la valeur des actifs de placement en or de la Banque.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Solde d'ouverture	1 780,7	1 519,0
Actifs de placement en or - variation nette		
Dépôts	400,5	391,9
Cessions d'or	(108,6)	-
Placements échus et divers	(402,6)	(391,9)
	(110,7)	-
Effet de la variation du cours de l'or	(23,5)	261,7
Solde au 31 mars	1 646,5	1 780,7

Au 1^{er} avril 2004, les actifs de placement en or de la Banque étaient constitués de 192 tonnes d'or fin, dont 12 tonnes ont été cédées durant l'exercice. Les cessions sont présentées à la note 29. Au 31 mars 2005, le solde s'établit à 180 tonnes d'or fin.

6. Actifs bancaires et de placement en monnaies

A. Total

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, titres du secteur public et autres titres. Les actifs bancaires correspondent à l'emploi des dépôts de la clientèle. Les actifs de placement sont des instruments en monnaies acquis sur les fonds propres de la Banque.

Titres pris en pension : opérations par lesquelles la Banque place un dépôt à terme auprès d'une contrepartie qui

fournit une garantie 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 restituer la garantie, sous réserve du remboursement du dépôt. La valeur de marché de la sûreté est suivie pendant toute la durée du contrat. Le cas échéant, la Banque obtient une sûreté supplémentaire contre le risque de crédit.

Dépôts à terme et avances aux banques : placements auprès de banques centrales, institutions internationales et banques commerciales, dont prêts à taux fixe, comptes à préavis et avances aux banques centrales et institutions internationales dans le cadre de lignes de crédit avec ou sans engagement. Les comptes à préavis et à vue sont des actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de trois jours au maximum. Ils sont inclus dans « quasi-trésorerie » dans le Tableau des flux de trésorerie.

Titres du secteur public et autres titres : placements auprès de banques centrales, institutions internationales et banques commerciales, dont obligations à taux fixe ou variable et titres adossés à des actifs.

Le tableau ci-dessous montre la composition des actifs bancaires et de placement en monnaies de la Banque.

En millions de DTS	2005			2004		
	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total
Bons du Trésor	31 307,4	-	31 307,4	30 240,7	-	30 240,7
Titres pris en pension	13 071,5	962,8	14 034,3	20 609,7	1 225,5	21 835,2
Dépôts à terme et avances aux banques						
Dépôts à terme	77 336,8	-	77 336,8	65 515,0	-	65 515,0
Comptes à préavis et à vue	2 979,7	-	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
	80 316,5	-	80 316,5	68 155,6	6,8	68 162,4
Titres du secteur public et autres titres						
État	7 766,3	5 569,7	13 336,0	3 853,5	4 978,4	8 831,9
Établissements financiers	16 629,7	876,4	17 506,1	15 508,2	1 221,8	16 730,0
Divers (dont secteur public)	7 934,2	1 003,3	8 937,5	6 584,3	1 336,9	7 921,2
	32 330,2	7 449,4	39 779,6	25 946,0	7 537,1	33 483,1
Total actifs bancaires et de placement en monnaies	157 025,6	8 412,2	165 437,8	144 952,0	8 769,4	153 721,4
Dont :						
Quasi-trésorerie	2 979,7	-	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
Autres	154 045,9	8 412,2	162 458,1	142 311,4	8 762,6	151 074,0

B. Actifs de placement en monnaies

Les actifs de placement de la Banque sont comptabilisés au bilan à leur valeur de marché. Leur plus-value par rapport au coût historique est portée au compte de réévaluation des titres (figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres) et les gains ou pertes matérialisé(e)s sur cessions d'actifs de placement sont inscrit(e)s au compte de profits et pertes.

Pour une description du compte de réévaluation des titres, voir la note 20. Le Gain net sur ventes de titres de placement est présenté à la note 28.

Le tableau ci-dessous analyse l'évolution des actifs de placement en monnaies.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Solde d'ouverture	8 769,4	7 494,8
Quasi-trésorerie – variation	(6,8)	(3,7)
Actifs de placement en monnaies – variation nette		
Acquisitions	14 133,8	16 725,0
Cessions	(3 384,2)	(5 263,7)
Placements échus et divers – variation nette	(10 956,8)	(10 240,7)
	(207,2)	1 220,6
Opérations en instance de règlement – variation nette	(63,9)	62,0
Valeur de marché et autres – variation	(79,3)	(4,3)
Solde au 31 mars	8 412,2	8 769,4

7. Instruments dérivés

La Banque a recours aux dérivés suivants à des fins de couverture et de négociation.

Contrats à terme sur taux et sur obligations : obligations contractuelles, sur un marché organisé, de recevoir ou payer un montant net reposant sur une variation des taux d'intérêt ou cours des obligations à une date future et à un prix déterminé. Un contrat à terme est garanti par des liquidités ou des titres facilement négociables et les différences de valeur sont réglées journallement auprès du marché organisé.

Contrats garantie de taux : contrats de taux à terme de gré à gré donnant lieu à un règlement en espèces, à une date donnée, correspondant à la différence entre un taux d'intérêt convenu et le taux du marché.

Instruments à terme sur devises et sur or : engagements d'acheter des devises ou de l'or à une date future, dont opérations au comptant non livrées.

Options sur devises et sur obligations : contrats 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, obligation ou or) à un prix fixé à l'avance. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

Options sur swaps : contrats 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.

Swaps de devises et d'or, swaps de taux et devises et swaps de taux : engagements 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 de taux et devises). Sauf pour certains swaps de devises, d'or et de taux et devises, il n'y a pas d'échange de principal.

Le tableau ci-après indique la valeur de marché des instruments dérivés dans le portefeuille de la Banque.

<i>En millions de DTS</i>	2005			2004		
	Montant notionnel	Valeur de marché		Montant notionnel	Valeur de marché	
		Actif	Passif		Actif	Passif
Contrats à terme sur obligations	721,1	1,0	(1,2)	212,7	-	-
Contrats à terme sur taux	19 195,0	1,4	(0,2)	42 143,9	0,4	(0,4)
Contrats garantie de taux	45 074,2	5,3	(3,2)	17 623,0	4,7	(5,0)
Instruments à terme sur devises et sur or	1 297,6	16,0	(9,0)	2 209,5	17,7	(5,6)
Options sur contrats à terme	3 306,0	0,9	(0,5)	-	-	-
Options sur devises	2 276,2	0,7	(4,4)	16,6	-	-
Options sur obligations	82,7	0,7	-	388,4	0,1	-
Options sur swaps	2 818,0	0,9	(16,6)	1 589,4	-	(25,0)
Swaps de taux	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)
Swaps de taux et de devises	10 619,0	246,7	(2 221,7)	11 388,0	241,4	(2 454,5)
Swaps sur devises et sur or	31 993,1	480,6	(145,3)	37 990,0	53,7	(750,1)
Total au 31 mars	320 302,5	2 188,0	(3 440,6)	199 455,5	3 321,1	(4 339,7)
Montant net au 31 mars			(1 252,6)			(1 018,6)

8. Créances à recouvrer

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Opérations financières en instance de recouvrement	4 018,1	1 598,0
Divers	10,5	11,6
Total créances à recouvrer	4 028,6	1 609,6

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 trois jours).

9. Terrains, immeubles et équipement

<i>En millions de DTS</i>				2005	2004
	Terrains	Immeubles	Équipement informatique et autre	Total	Total
Coût historique					
Solde d'ouverture	41,2	185,1	88,1	314,4	305,7
Dépenses d'investissement	-	-	14,9	14,9	10,5
Cessions et retraits	-	-	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Solde au 31 mars	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Amortissement					
Amortissement cumulé d'ouverture	-	68,3	56,1	124,4	109,3
Amortissement	-	4,2	11,5	15,7	16,9
Cessions et retraits	-	-	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Solde au 31 mars	-	72,5	50,8	123,3	124,4
Valeur comptable nette au 31 mars	41,2	112,6	35,4	189,2	190,0

L'amortissement au titre de l'exercice clos le 31 mars 2005 comprend une dotation supplémentaire de DTS 2,4 millions, suite au réexamen annuel de la dépréciation (2004 : DTS 3,3 millions).

Suite au réexamen des coûts capitalisés pour l'exercice clos le 31 mars 2005, la somme de DTS 16,8 millions a été déduite de la valeur de l'Équipement informatique et autre capitalisée et cependant intégralement amortie.

La Banque s'engage à rembourser certains instruments de dépôt, en intégralité ou en partie, à leur valeur de marché, avec un préavis de un ou deux jours ouvrés. Les gains ou pertes correspondants sont portés au compte de profits et pertes sous Variation nette d'évaluation.

Les dépôts en monnaies (hors comptes à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à leur valeur de marché. 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 à DTS 151 115,9 millions au 31 mars 2005 (2004 : DTS 131 482,6 millions).

La Banque a recours à des modèles financiers pour estimer la valeur de marché de ses dépôts en monnaies. Ces modèles évaluent les flux de trésorerie des instruments financiers à l'aide de facteurs d'actualisation dérivés des taux d'intérêt (Libor et taux des swaps, par exemple) et d'hypothèses sur les marges, déterminées par la Banque en fonction des récentes opérations de marché. Durant l'exercice clos au 31 mars 2005, en raison de la formulation de nouvelles hypothèses sur les marges utilisées pour estimer les dépôts en monnaies, le bénéfice de la Banque s'est contracté de DTS 7,9 millions.

10. Dépôts en monnaies au passif

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque ; ils se décomposent comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Instruments de dépôt remboursables à 1-2 jours de préavis		
Instruments à moyen terme (MTI)	42 694,7	41 198,8
FIXBIS	53 712,0	35 212,5
	96 406,7	76 411,3
Autres dépôts en monnaies		
Autres instruments de dépôt (FRIBIS)	3 192,4	6 200,2
Comptes à vue et à préavis et dépôts à terme	51 019,7	50 541,0
	54 212,1	56 741,2
Total dépôts en monnaies	150 618,8	133 152,5

11. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales.

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 des titres. Ces opérations sont exclusivement conclues avec des banques commerciales.

13. Engagements à payer

Ils recouvrent des opérations financières en instance de paiement consistant en 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 trois jours).

14. Autres passifs

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Obligations découlant du régime de retraite – note 21		
Pensions des administrateurs	4,2	4,0
Prestations d'assurance maladie et accidents	127,3	111,2
À payer aux anciens actionnaires	3,9	14,5
Divers	15,9	14,7
Total autres passifs	151,3	144,4

15. Capital

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Capital autorisé : 600 000 actions, valeur nominale DTS 5 000 chacune	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 :

	2005	2004
Actions émises	547 125	547 125
Moins : actions propres	(36 933)	(77 052)
Actions distribuées recevant un dividende	510 192	470 073
Dont :		
Recevant un dividende plein	470 073	452 073
Recevant un dividende au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	40 119	18 000
Dividende par action (en DTS)	235	225

Les actions recevant un dividende au prorata à compter de la date de valeur de la souscription sont celles qui ont fait l'objet de la redistribution des actions propres durant l'exercice clos le 31 mars 2005 (note 18) et de l'émission d'actions à six nouvelles banques centrales membres durant l'exercice clos le 31 mars 2004.

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 doit être affecté 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) sont répartis entre les actionnaires.

17. Rachat d'actions

L'Assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 a modifié les Statuts de la Banque pour réserver le droit de détenir des actions BRI exclusivement aux banques centrales, en procédant à la reprise obligatoire des 72 648 actions détenues par des actionnaires privés (c'est-à-dire autres que banques centrales) sur lesquelles les banques centrales américaine, belge et française exercent les droits de vote. L'indemnité versée s'élevait à CHF 16 000 par action. Simultanément, la BRI a racheté à d'autres banques centrales 2 304 actions de ces trois émissions. Elle a comptabilisé ces actions comme actions propres et, durant l'exercice clos le 31 mars 2005, elle en a redistribué 40 119, correspondant aux émissions belge et française, aux banques centrales des pays respectifs (note 18).

Trois anciens actionnaires privés ont exprimé leur mécontentement à l'égard du montant de l'indemnité versée par la Banque et engagé une procédure devant le Tribunal arbitral de La Haye. Cette procédure s'est achevée avec la sentence définitive rendue le 19 septembre 2003 par le Tribunal arbitral, accordant une indemnité supplémentaire de CHF 7 977,56 par action. La Banque a appliqué la sentence à l'ensemble de ses anciens actionnaires, en règlement définitif et pour solde de tout compte, au titre des actions rachetées. Le coût du rachat de la totalité des 74 952 actions susmentionnées s'est accru de DTS 153,8 millions, comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2004
Imputation aux actions propres :	
Indemnité supplémentaire en sus de la provision	113,5
Imputation au compte de profits et pertes :	
Intérêts supplémentaires à ce titre en sus de la provision	32,9
Perte de conversion	7,4
Total	153,8

Les anciens actionnaires ont retourné les pièces nécessaires et demandé le paiement de l'indemnité supplémentaire pour plus de 99 % des actions rachetées. L'indemnité non encore versée, qui figure parmi les Autres passifs (note 14), s'élève à DTS 3,9 millions (2004 : DTS 14,5 millions).

18. Actions propres

<i>En nombre d'actions</i>	2005	2004
Situation à l'ouverture		
Rachat d'actions durant l'exercice clos le 31 mars 2001	74 952	74 952
Autres actions	2 100	2 100
Total à l'ouverture	77 052	77 052
Redistribution d'actions entre les banques centrales actionnaires	(40 119)	-
Situation au 31 mars	36 933	77 052

Conformément aux Statuts de la Banque, le Conseil d'administration a la faculté de redistribuer les actions BRI rachetées début 2001 et détenues en propre (note 17) en les vendant aux banques centrales actionnaires contre paiement d'un montant égal à l'indemnité versée aux anciens actionnaires (CHF 23 977,56 par action). Ainsi, durant l'exercice clos le 31 mars 2005, la Banque a redistribué toutes les actions propres des émissions belge et française aux banques centrales des pays respectifs. Le produit de la redistribution de ces 40 119 actions s'est élevé à CHF 962,0 millions, soit DTS 536,7 millions aux dates de transaction. Cette somme a été portée aux comptes de fonds propres de la Banque, comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005
Actions propres	456,4
Fonds de réserve générale – variation de change	80,3
Total	536,7

Le montant de DTS 456,4 millions correspond à l'équivalent en DTS du coût de l'indemnité en francs suisses versée, lors du rachat des actions en janvier 2001 et de la sentence définitive du Tribunal arbitral de La Haye en septembre 2003, aux anciens actionnaires privés détenteurs d'actions des émissions belge et française. Quand le produit de la redistribution de ces actions a été reçu durant l'exercice, un gain de change de DTS 80,3 millions a été réalisé, en raison de l'appréciation du franc suisse vis-à-vis du DTS sur la période allant de 2001 à la vente de ces actions.

Les actions propres conservées au bilan comprennent les 35 933 actions de l'émission américaine (34 833 rachetées en 2001 et 1 100 déjà détenues par la Banque) et les 1 000 actions suspendues de l'émission albanaise. Pour

plus de précisions sur la répartition des actions de l'émission américaine, voir la note 40.

19. Bénéfice par action

	2005	2004
Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS)	370,9	536,1
Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende	486 673	462 114
Bénéfice par action (en DTS)	762,1	1 160

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2005 s'élève à DTS 235 par action (2004 : DTS 225).

20. Autres comptes de fonds propres

Les Autres comptes de fonds propres correspondent aux comptes de réévaluation des actifs de placement en monnaies et en or, également cités aux notes 5 et 6.

Autres comptes de fonds propres :

En millions de DTS	2005	2004
Compte de réévaluation des titres	92,2	178,5
Compte de réévaluation de l'or	759,3	833,3
Total autres comptes de fonds propres	851,5	1 011,8

A. Compte de réévaluation des titres

Ce compte présente la différence entre la valeur de marché et le coût amorti des titres de placement de la Banque.

Ce compte a évolué comme suit.

En millions de DTS	2005	2004
Solde d'ouverture	178,5	337,2
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(7,0)	(154,4)
Valeur de marché et autres variations nettes	(79,3)	(4,3)
	(86,3)	(158,7)
Solde au 31 mars	92,2	178,5

Les tableaux suivants montrent la composition du compte de réévaluation des titres.

Au 31 mars 2005	Valeur de marché des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	962,8	962,8	-	-	-
Titres du secteur public et autres titres	7 449,4	7 357,2	92,2	137,9	(45,7)
Total	8 412,2	8 320,0	92,2	137,9	(45,7)
Au 31 mars 2004	Valeur de marché des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	1 225,5	1 225,5	-	-	-
Dépôts à terme et avances aux banques	6,8	6,8	-	-	-
Titres du secteur public et autres titres	7 537,1	7 358,6	178,5	193,0	(14,5)
Total	8 769,4	8 590,9	178,5	193,0	(14,5)

B. Compte de réévaluation de l'or

Ce compte présente la différence entre la valeur de marché et le coût réputé des actifs de placement en or de la Banque. S'agissant des actifs de placement en or détenus par la BRI au 31 mars 2003 (lorsque la Banque est passée du franc or au DTS comme monnaie de présentation), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant d'USD 208 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.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Solde d'ouverture	833,3	571,6
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(50,5)	-
Variation du cours de l'or	(23,5)	261,7
	(74,0)	261,7
Solde au 31 mars	759,3	833,3

21. Obligations découlant du régime de retraite

A. Pensions des administrateurs

La Banque gère 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. Ce compte a évolué comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Passif d'ouverture	4,0	4,0
Contributions	(0,3)	(0,3)
Imputation au compte de profits et pertes	0,3	0,4
Variation de change	0,2	(0,1)
Passif au 31 mars – note 14	4,2	4,0
Perte actuarielle non comptabilisée	0,1	0,6
Valeur actualisée des obligations	4,3	4,6

Les calculs ci-dessus ont été effectués sur la base d'hypothèses actuarielles comparables à celles du Système de pensions des agents (ci-après), à l'exception du taux d'augmentation des traitements, qui est estimé ici à 1,5 % l'an.

B. Pensions des agents

La BRI gère un Système de pensions à prestations déterminées au bénéfice de ses agents. Il repose sur un fonds qui s'apparente à un fonds fiduciaire, sans personnalité juridique propre. Ses actifs sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à participer au système. Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation du fonds. La dernière date du 30 septembre 2004.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Valeur actualisée des obligations capitalisées	596,4	527,8
Valeur de marché des actifs du fonds	(566,6)	(525,4)
	29,8	2,4
Perte actuarielle non comptabilisée	(29,8)	(2,4)
Passif au 31 mars	-	-

Ce compte a évolué comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Passif d'ouverture	-	-
Contributions	(15,1)	(14,5)
Imputation au compte de profits et pertes	15,1	14,5
Passif au 31 mars	-	-

Les montants comptabilisés au compte de profits et pertes sont les suivants.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Coût actuel des prestations	23,3	20,0
Charges d'intérêts	18,9	17,4
Rendement attendu des actifs du fonds	(27,3)	(22,9)
Perte actuarielle nette comptabilisée durant l'exercice	-	2,9
Perte/(gain) actuariel(le) non comptabilisé(e)	0,2	(2,9)
Total porté aux charges d'exploitation	15,1	14,5

Les calculs ci-dessus ont été effectués sur la base des principales hypothèses actuarielles suivantes.

	2005	2004
Taux d'actualisation – taux de marché des obligations d'entreprises suisses de première qualité	3,25 %	3,5 %
Rendement attendu des actifs du fonds	5,0 %	5,0 %

Le rendement effectif des actifs du fonds était de 3,2 % en 2005 (2004 : 13,9 %). L'obligation de la Banque envers ses agents correspond à la valeur actualisée des prestations de retraite que la Banque s'est engagée à verser. Cette obligation se calcule sur la base des salaires projetés à la date à laquelle les prestations sont payables aux agents en activité. Le taux d'augmentation présumé des traitements est actuellement de 4,1 % (comme en 2004) ; il comprend en outre l'augmentation estimée future des pensions payables, soit 1,5 % (comme en 2004) pour les participants actuels et futurs au système.

C. Prestations d'assurance maladie et accidents

La Banque offre aussi, comme avantages postérieurs à l'emploi, des prestations non capitalisées d'assurance maladie et accidents, sur la base d'une période de service minimale de dix ans. La méthodologie appliquée pour la détermination des coûts et obligations découlant de ce régime et les hypothèses actuarielles utilisées pour le calcul de ces prestations sont comparables à celles du Système de pensions, avec une hypothèse supplémentaire de hausse tendancielle des frais médicaux de 5 % l'an.

Ce compte a évolué comme suit durant l'exercice.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Passif d'ouverture	111,2	97,1
Contributions	(1,7)	(1,2)
Imputation au compte de profits et pertes	12,7	16,4
Variation de change	5,1	(1,1)
Passif au 31 mars – note 14	127,3	111,2
Perte actuarielle non comptabilisée	52,5	18,1
Valeur actualisée des obligations	179,8	129,3

Les montants comptabilisés au compte de profits et pertes sont les suivants.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Coût actuel des prestations	7,7	7,0
Charges d'intérêts	4,7	4,1
Perte actuarielle nette comptabilisée durant l'exercice	0,3	0,4
Charges supplémentaires	–	4,9
Total porté aux charges d'exploitation	12,7	16,4

22. Produits d'intérêts

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Intérêts sur actifs de placement		
Titres pris en pension	14,5	9,9
Titres du secteur public et autres titres	255,4	269,8
Actifs de placement en or	23,4	25,4
	293,3	305,1
Intérêts sur actifs bancaires		
Bons du Trésor	335,5	233,4
Titres pris en pension	81,6	104,3
Dépôts à terme et avances aux banques	1 693,4	1 098,5
Titres du secteur public et autres titres	767,5	721,6
Actifs bancaires en or	7,2	8,2
	2 885,2	2 166,0
Intérêts sur instruments dérivés	879,5	1 022,3
Autres produits d'intérêts	0,8	0,5
Total produits d'intérêts	4 058,8	3 493,9
Dont :		
Intérêts reçus durant l'exercice	3 981,1	3 830,2

23. Charges d'intérêts

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Intérêts sur dépôts en or	5,8	7,0
Intérêts sur dépôts en monnaies	3 364,2	2 665,7
Intérêts sur titres donnés en pension	14,1	8,4
Total charges d'intérêts	3 384,1	2 681,1
Dont :		
Intérêts payés durant l'exercice	3 320,7	2 676,6

24. Variation nette d'évaluation

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Variation d'évaluation non matérialisée sur actifs financiers bancaires	(247,9)	(98,9)
Gain matérialisé sur actifs financiers bancaires	20,9	32,1
Variation d'évaluation non matérialisée sur passifs financiers	1 478,0	583,8
Perte matérialisée sur passifs financiers	(16,7)	(327,1)
Variation d'évaluation sur instruments dérivés	(1 417,4)	(448,6)
Variation nette d'évaluation	(183,1)	(258,7)

25. Produit net d'honoraires et de commissions

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Produits d'honoraires et de commissions	4,3	5,8
Charges d'honoraires et de commissions	(3,0)	(4,4)
Produit net d'honoraires et de commissions	1,3	1,4

26. (Perte)/gain de change net(te)

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Gain de transaction net	11,9	25,8
Perte de conversion nette	(46,4)	(16,8)
(Perte)/gain de change net(te)	(34,5)	9,0

La perte de conversion nette enregistrée durant l'exercice clos le 31 mars 2005 est principalement attribuable à l'incidence de l'appréciation du franc suisse vis-à-vis du DTS sur la position courte en francs suisses de la Banque (note 37.F.) qui existait avant la souscription par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France des actions de leurs émissions nationales respectives détenues par la BRI. À la date de souscription, cette perte (ainsi que les pertes de conversion des exercices précédents depuis le rachat de ces actions aux actionnaires privés en 2001) a été compensée dans les fonds propres de la Banque par un gain de change matérialisé de DTS 80,3 millions (note 18).

27. 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 des dépenses.

<i>En millions de CHF</i>	2005	2004
Conseil d'administration		
Indemnités des administrateurs	1,6	1,6
Pensions	0,6	0,6
Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers	1,0	1,5
	3,2	3,7
Direction et personnel		
Rémunérations	97,1	96,1
Pensions	30,9	30,2
Autres dépenses de personnel	38,3	44,4
	166,3	170,7
Dépenses de bureau et dépenses diverses	64,5	62,1
En millions de CHF Frais d'administration	234,0	236,5
<i>En millions de DTS</i>		
Frais d'administration	129,3	125,6
Amortissement	15,7	16,9
En millions de DTS Charges d'exploitation	145,0	142,5

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2005, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'élevait à 526 (2004 : 509).

28. Gain net sur ventes de titres de placement

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Produit des cessions	3 384,2	5 263,7
Coût amorti	(3 377,2)	(5 109,3)
Gain net	7,0	154,4
Dont :		
Gain matérialisé brut	32,9	172,5
Perte matérialisée brute	(25,9)	(18,1)

29. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or

Le gain sur ventes d'actifs de placement en or pour l'exercice clos le 31 mars 2005 se décompose comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005
Produit des cessions	108,6
Coût réputé – note 20.B.	(58,1)
Gain matérialisé brut	50,5

Aucune cession d'actifs de placement en or n'avait été effectuée durant l'exercice clos le 31 mars 2004.

30. Trésorerie et quasi-trésorerie

Aux fins du Tableau des flux de trésorerie, ce poste se décompose comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	25,8	18,9
Comptes à préavis/à vue	2 979,7	2 647,4
Total trésorerie et quasi-trésorerie	3 005,5	2 666,3

31. Impôts

Le statut juridique de la BRI en Suisse est défini dans l'Accord de siège qu'elle a conclu avec le Conseil fédéral suisse. Aux termes de cet acte, la Banque est exonérée de pratiquement tous les impôts directs et indirects des autorités fédérales et locales en Suisse.

Des conventions similaires ont été passées avec le gouvernement de la République populaire de Chine pour le Bureau d'Asie à Hong-Kong RAS et avec le gouvernement mexicain pour le Bureau des Amériques.

32. 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	
	2005	2004	2005	2004
USD	0,661	0,675	0,671	0,700
EUR	0,859	0,827	0,845	0,821
JPY	0,00619	0,00649	0,00625	0,00620
GBP	1,248	1,239	1,238	1,183
CHF	0,554	0,530	0,549	0,531
Or	282,7	286,5	277,9	263,8

33. 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.

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Valeur nominale des titres détenus dans le cadre de :		
Conventions de dépôt	10 009,2	9 153,5
Contrats de nantissement	2 275,2	2 346,2
Mandats de gestion de portefeuille	3 769,4	2 903,3
Total	16 053,8	14 403,0

Les instruments financiers entrant dans le cadre des mandats ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

34. Engagements de crédit

La Banque a ouvert plusieurs lignes de crédit avec engagement à sa clientèle de banques centrales et d'institutions internationales. Au 31 mars 2005, leur encours s'élevait à DTS 5 480,4 millions (2004 : DTS 3 677,3 millions), dont DTS 315,0 millions pour des engagements non assortis de garanties (2004 : DTS 118,2 millions).

35. Taux d'intérêt effectifs

Le taux d'intérêt effectif est le taux qui actualise les flux de trésorerie estimés d'un instrument financier pour obtenir sa valeur comptable.

Le tableau ci-dessous présente les taux effectifs par monnaie des instruments financiers concernés.

Au 31 mars 2005					
<i>En %</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Autres monnaies
Actif					
Dépôts en or	-	-	-	-	0,82
Bons du Trésor	2,70	2,13	-	-	-
Titres pris en pension	2,71	2,12	4,79	-	-
Dépôts à terme et avances aux banques	2,77	2,24	4,93	-	4,15
Titres du secteur public et autres titres	3,63	3,14	4,96	0,45	3,94
Passif					
Dépôts en monnaies	3,00	2,29	4,73	-	3,29
Dépôts en or	-	-	-	-	0,46
Titres donnés en pension	2,43	-	-	-	-

36. Analyse des concentrations

A. Total des passifs

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Afrique	14 024,8	9 771,6
Amérique du Nord et du Sud	28 910,3	25 287,6
Asie et Pacifique	80 642,4	70 611,0
Europe	41 772,5	47 577,3
Institutions internationales	4 883,1	5 077,3
Total	170 233,1	158 324,8

Les dépôts en monnaies et en or auprès de la BRI, principalement de banques centrales et institutions internationales, constituent 92,7 % du total de ses passifs. Au 31 mars 2005, ces dépôts provenaient de 159 déposants (2004 : 155), avec une concentration significative : trois d'entre eux contribuent chacun à hauteur de plus de 5 % du total, sur la base de la date de règlement (2004 : cinq). La note 37 précise la façon dont la Banque gère le risque de concentration au titre de ses ressources.

B. Engagements de crédit

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Asie et Pacifique	5 259,1	3 461,3
Europe	221,3	216,0
Total	5 480,4	3 677,3

Voir également la note 34.

C. Éléments de hors-bilan

<i>En millions de DTS</i>	2005	2004
Afrique	594,6	527,4
Amérique du Nord et du Sud	2 758,3	2 788,7
Asie et Pacifique	12 144,1	10 552,9
Europe	556,8	534,0
Total	16 053,8	14 403,0

Voir également la note 33.

D. Total des actifs

La Banque place la majorité de ses fonds sur le marché interbancaire (auprès d'établissements financiers à dimension mondiale sis dans les pays du G 10) et en titres publics du G 10. La Direction de la Banque ne présente pas une analyse géographique du total des actifs de la Banque, car elle estime que celle-ci ne donnerait pas une image juste de l'incidence économique des placements de la Banque.

37. Fonds propres et gestion des risques

A. Risques auxquels la Banque est exposée

La Banque est exposée aux risques suivants :

Risque de crédit : risque de pertes résultant de l'incapacité d'une contrepartie à assurer en temps requis ses paiements d'intérêts et de principal. C'est, pour la Banque, le risque le plus sensible.

Risque de marché : risque de variation défavorable de la valeur totale des actifs et passifs par suite de l'évolution de variables de marché telles que taux d'intérêt, cours de change et cours de l'or.

Risque de liquidité : risque de ne pouvoir s'acquitter de ses obligations de paiement à l'échéance sans subir des pertes inacceptables.

Risque opérationnel : risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation de la Banque résultant d'une erreur ou défaillance attribuable à des causes internes (personnes, processus, systèmes) ou externes.

B. Modalités de gestion des risques

Structure opérationnelle

La Banque a pour objet de servir la communauté des banques centrales tout en dégagant un revenu adéquat lui permettant de préserver sa solidité financière. Les actifs et passifs sont répartis en deux portefeuilles.

Dépôts en monnaies et en or au passif et actifs bancaires et dérivés correspondants

Dans ce cadre, la Banque assume un degré restreint de risque sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

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 rapport à un portefeuille obligataire de référence avec un objectif de durée fixe et, pour le reste, en or.

La Banque a institué un dispositif de gestion des risques comprenant une fonction indépendante Contrôle des risques et une information périodique des comités de gestion compétents sur les positions à risque. Les méthodologies et politiques de gestion des risques

sont consignées dans un manuel détaillé mis à jour périodiquement. Les limites de crédit sont notées dans un manuel des contreparties. Toute modification des limites de crédit requiert l'approbation de la Direction.

La fonction Contrôle des risques est complétée par les fonctions Finance (comptabilité) et Service juridique. Il incombe à Finance de produire les états financiers et de contrôler les dépenses en dressant le budget de l'exercice et en surveillant son exécution. Le Service juridique fournit conseil et assistance sur de nombreux aspects des activités de la Banque.

La fonction Conformité réglementaire a pour but 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 BRI et autres règles et politiques internes, ainsi que les normes de bonnes pratiques applicables. Elle identifie et évalue les risques déontologiques ; elle guide et forme les agents sur les questions de conformité. Elle remplit en outre un rôle de suivi et de notification et, en collaboration avec le Service juridique, un rôle consultatif.

La fonction Audit interne examine les procédures de contrôle interne et exprime un avis sur leur conformité aux normes internationales et aux meilleures pratiques de la profession. Il lui appartient d'analyser les procédures de gestion des risques, systèmes internes de contrôle, systèmes d'information et processus de gouvernance.

Les fonctions Contrôle des risques, Conformité réglementaire et Audit interne sont placées sous l'autorité du Directeur Général Adjoint, les chefs des deux dernières rendant également compte au Comité d'audit du Conseil d'administration.

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 celles-ci pour s'adapter à toute modification des risques et à l'évolution des meilleures pratiques.

L'une des méthodologies quantitatives fondamentales est celle des fonds propres économiques. Cette notion sert à estimer le montant de fonds propres nécessaire pour absorber les pertes potentielles correspondant aux expositions, à toute date donnée, avec un niveau de confiance statistique déterminé de façon à préserver l'excellente solvabilité de la BRI. Les limites et rapports internes de la Banque, couvrant les risques de crédit, de marché et opérationnel, sont fréquemment exprimés en termes de fonds propres économiques.

Pour le risque de crédit, les fonds propres économiques sont calculés par un modèle interne de valeur en risque (VeR) fondé sur l'évaluation par la Banque :

- de la probabilité de défaut de chaque contrepartie ;
- des corrélations de pertes pour chaque contrepartie ;
- de la perte pour la Banque résultant du défaut.

Pour le risque de marché, la mesure (exposée en détail à la section F infra) est dérivée de la méthodologie VeR.

Pour le risque opérationnel, la mesure repose sur un modèle exploitant les antécédents compilés par la Banque et des données externes.

Pour calculer les fonds propres économiques correspondant à ces trois catégories de risques, la Banque a défini comme paramètres fondamentaux un horizon d'un an et un niveau de confiance de 99,995 %.

D. Adéquation des fonds propres

La Banque dispose d'une très solide base de fonds propres, mesurée par son modèle interne de fonds propres économiques et par le dispositif proposé par l'Accord de Bâle de juillet 1988. Le tableau suivant présente le détail des fonds propres de la BRI au 31 mars 2005.

En millions de DTS	2005	2004
Capital	683,9	683,9
Réserves statutaires	8 743,2	8 230,8
Moins : actions propres	(396,2)	(852,6)
Fonds propres de base	9 030,9	8 062,1
Compte de profits et pertes	370,9	536,1
Autres comptes de fonds propres	851,5	1 011,8
Total fonds propres	10 253,3	9 610,0

Les ratios de Bâle mesurent l'adéquation des fonds propres éligibles par rapport aux actifs (et instruments dérivés) pondérés en fonction des risques. Les pondérations sont déterminées par l'Accord de Bâle. La BRI présente des ratios élevés, car ses actifs comportent une forte proportion de dette souveraine (degré zéro de risque) : 35,8 % (fonds propres de base) au 31 mars 2005 (2004 : 34,7 %).

E. Risque de crédit

Le risque de crédit recouvre les éléments suivants.

Risque de défaut : risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas de ses obligations dans les conditions contractuelles. La Banque y est exposée sur ses actifs financiers et instruments dérivés ainsi que sur ses engagements de crédit en faveur de banques centrales et organisations internationales.

Risque de règlement : risque de non-exécution d'un règlement ou de la compensation d'opérations financières si l'échange de liquidités, titres ou autres actifs n'est pas simultané.

Risque de transfert : risque qu'une contrepartie ne puisse pas s'acquitter de ses obligations parce qu'elle est incapable de se procurer une devise.

La Banque gère son exposition au risque de crédit en imposant des limites au montant de risque accepté par emprunteur ou groupe d'emprunteurs. Ce risque fait l'objet d'un suivi régulier et d'un réexamen, au moins une fois l'an, qui se traduit, le cas échéant, par les ajustements

appropriés. Cet examen vise essentiellement à juger la capacité des emprunteurs et emprunteurs potentiels à remplir leurs obligations de remboursement du capital et des intérêts. Les limites pour risque de crédit sont approuvées par le Conseil d'administration. Les expositions font l'objet d'un suivi journalier pour assurer le respect des limites.

Outre les titres pris en pension, qui constituent une forme de garantie, la Banque se fait remettre des sûretés pour atténuer le risque de crédit sur dérivés et a établi des accords de compensation bilatérale avec certaines de ses contreparties.

1. Risque de défaut

La Banque contrôle son risque de défaut au niveau des contreparties et des portefeuilles. Les expositions de crédit sont soumises à une série de limites par contrepartie et par pays. La Banque procède à une évaluation indépendante de la qualité du crédit, qui se traduit par l'attribution de notations internes et qui sert de base à la détermination des limites de crédit.

Au niveau des portefeuilles, le risque de défaut est réduit du fait du haut degré de liquidité de la plupart des actifs. La Banque se défait de titres quand les responsables estiment que l'émetteur présente un risque de défaut inacceptable. Pour les instruments dérivés de gré à gré, le risque de défaut est atténué par des accords de gestion de sûretés.

La politique de crédit de la Banque garantit que ses avoirs sont investis dans une large majorité auprès de gouvernements ou d'établissements financiers ayant une note supérieure ou égale à A. Parce que les placements de cette qualité sont en nombre limité, la Banque présente une certaine concentration sur des contreparties individuelles dans ces catégories de notation.

Les tableaux suivants montrent l'exposition de crédit par secteur et par notation.

Secteur En %	2005	2004
Émetteurs souverains	32,5	29,0
Établissements financiers	61,7	65,0
Divers	5,8	6,0
	100,0	100,0

Notation interne BRI (exprimée en équivalent-note à long terme) En %	2005	2004
AAA	26,3	25,1
AA	57,0	54,9
A	16,1	19,6
BBB+ et moins/non notés	0,6	0,4
	100,0	100,0

2. Risque de règlement

La Banque réduit ce risque à un minimum en :

- faisant appel à des organismes de compensation bien établis ;
- réglant ses opérations, autant que possible, uniquement lorsque les deux parties se sont acquittées de leurs obligations (mécanisme de règlement-livraison) ;
- exigeant, autant que possible, le règlement net des paiements relatifs aux instruments dérivés ;
- passant, pour les règlements au comptant, par des correspondants bancaires capables de stopper les paiements à bref délai ;
- assurant, autant que possible, que les opérations de change sont soumises à des dispositifs de compensation qui entreraient en jeu si une contrepartie n'exécutait pas son obligation dans le cadre d'une transaction ;
- calculant et limitant le risque par contrepartie.

3. Risque de transfert

La Banque calcule le risque de transfert par pays et fixe les limites correspondantes.

F. Risque de marché

Pour la BRI, le risque de marché est essentiellement lié au cours de l'or, aux cours de change et aux taux d'intérêt. La Banque y est exposée principalement sur les actifs liés à la gestion de ses fonds propres. Elle le mesure par une méthodologie VeR et en calculant des indices de sensibilité à certains facteurs de marché. La méthodologie VeR consiste à évaluer par des techniques statistiques la perte potentielle maximale pour le portefeuille sur un horizon temporel défini et avec un niveau de confiance donné.

Les fonds propres économiques pour risque de marché sont calculés et gérés de manière globale sur l'ensemble des composantes du risque. La Direction lui fixe des limites en termes de fonds propres économiques.

Les modèles VeR, de nature prédictive, se fondent sur des informations de marché rétrospectives, et leur fiabilité dépend de la qualité des données disponibles. À ces limites de VeR s'ajoutent d'autres limites et des procédures d'information, des simulations de crise spécifiques et une surveillance détaillée des expositions les plus importantes.

1. Risque de variation du cours de l'or

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation du cours de l'or sur la valeur de marché en DTS des actifs et passifs. La Banque y est exposée principalement sur ses actifs de placement en or. Ceux-ci, qui totalisent 180 tonnes (2004 : 192 tonnes), sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2005, les fonds propres étaient constitués en or à hauteur de 16 % environ (31 mars 2004 : 18 %). La Banque peut en outre avoir de faibles expositions à ce risque à travers ses opérations avec les banques centrales et commerciales. Ce risque est pris en

compte dans le dispositif général de fonds propres économiques pour risque de marché.

2. Risque de change

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation des cours de change sur la valeur de marché des actifs et passifs. 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 commerciales. Elle réduit ce risque en alignant périodiquement les monnaies des actifs liés à la gestion de ses fonds propres sur la composition du DTS et en ne s'autorisant que de faibles expositions de change en relation avec les dépôts de la clientèle et avec son rôle d'intermédiation.

Le tableau suivant montre l'exposition de change, après ajustement pour tenir compte des actifs de placement en or.

Actif net au 31 mars

En millions de DTS	2005	2004
Franc suisse	(137,0)	(655,6)
Dollar EU	21,3	297,9
Euro	4,3	111,3
Yen	36,7	130,9
Livre sterling	12,7	57,7
Couronne suédoise	58,1	54,3
Autres monnaies	3,9	3,5

La position courte en francs suisses au 31 mars 2005 est essentiellement attribuable aux obligations découlant du régime de retraite (note 21). Au 31 mars 2004, elle était en outre, et surtout, due au rachat des actions BRI en 2001 (note 17). La réduction de la position courte en francs suisses en 2005 s'explique par la souscription (prix fixé en francs suisses) par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France des actions de leur émission nationale qui étaient détenues en propre par la BRI.

3. Risque de taux d'intérêt

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation des taux sur la valeur de marché des actifs et passifs. La Banque y est exposée principalement sur les actifs porteurs d'intérêts liés à la gestion de ses fonds propres. Ceux-ci sont gérés par rapport à un portefeuille obligataire de référence avec un objectif de duration fixe. La Banque encourt également un risque de taux restreint dans le cadre de la collecte et du placement des dépôts de sa clientèle.

La Banque surveille étroitement ce risque en suivant la sensibilité des valeurs de marché aux mouvements des taux. Elle l'atténue grâce à la méthodologie des fonds propres économiques, à un modèle VeR et des simulations de crise.

Le tableau suivant montre l'incidence sur les fonds propres de la Banque d'une hausse de 1 % de la courbe des rendements.

Au 31 mars 2005							
<i>En millions de DTS</i>	Jusqu'à 6 mois	7-12 mois	1-2 ans	2-3 ans	3-4 ans	4-5 ans	Plus de 5 ans
Dollar EU	16,2	21,0	(46,4)	(7,4)	(9,0)	(17,4)	(56,6)
Euro	(4,6)	(4,5)	(11,6)	(11,1)	(11,2)	(17,8)	(67,8)
Franc suisse	(0,3)	0,3	0,1	-	-	-	-
Livre sterling	(0,8)	1,6	(9,8)	(6,1)	(5,4)	(9,9)	(12,1)
Yen	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Autres monnaies	(0,3)	0,1	(0,1)	-	-	-	-
Total	12,2	17,5	(70,3)	(26,6)	(28,2)	(48,1)	(144,6)

G. Risque de liquidité

La taille du bilan de la Banque évolue essentiellement en fonction de la variation nette des dépôts en monnaies et en or des banques centrales, organisations internationales et autres organismes publics. La Banque s'engage à rembourser certains de ses instruments de dépôt en monnaies, à la valeur de marché, avec un préavis de un ou deux 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 des limites 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 largement supérieurs aux besoins de liquidité potentiels. Les exigences supplémentaires de liquidité ainsi définies doivent également être satisfaites par le portefeuille d'actifs liquides. Le ratio de liquidité de la BRI dépasse constamment, et de beaucoup, le seuil minimal déterminé.

Les tableaux suivants montrent les actifs et passifs (ainsi que les instruments dérivés en termes nets), en valeur comptable, à la date des états financiers, par tranche de durée restant à courir jusqu'à l'échéance contractuelle.

Au 31 mars 2005	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	4-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéter- minée	Total
<i>En millions de DTS</i>									
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	25,8	-	-	-	-	-	-	-	25,8
Or et dépôts en or	5 305,2	188,3	514,2	440,9	531,6	1 564,2	72,6	-	8 617,0
Bons du Trésor	5 908,1	12 716,2	6 718,6	3 044,3	2 920,2	-	-	-	31 307,4
Titres pris en pension	14 034,3	-	-	-	-	-	-	-	14 034,3
Dépôts à terme et avances aux banques	31 823,2	18 716,8	13 981,0	9 830,4	5 926,9	5,1	33,1	-	80 316,5
Titres du secteur public et autres titres	3 454,0	4 086,4	3 014,8	2 795,1	5 110,3	16 167,4	5 151,6	-	39 779,6
Créances à recouvrer	4 021,5	-	-	-	-	3,5	-	3,6	4 028,6
Terrains, immeubles et équipement	-	-	-	-	-	-	-	189,2	189,2
Total	64 572,1	35 707,7	24 228,6	16 110,7	14 489,0	17 740,2	5 257,3	192,8	178 298,4
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours	(8 204,1)	(14 081,1)	(14 153,1)	(16 175,8)	(10 937,5)	(30 176,3)	(2 678,8)	-	(96 406,7)
Autres dépôts en monnaies	(33 081,0)	(6 591,3)	(7 088,4)	(3 439,2)	(4 010,9)	(1,3)	-	-	(54 212,1)
Dépôts en or	(5 423,1)	(133,7)	(487,5)	(331,2)	(287,7)	(375,0)	(72,6)	-	(7 110,8)
Titres donnés en pension	(1 159,4)	-	-	-	-	-	-	-	(1 159,4)
Engagements à payer	(7 752,2)	-	-	-	-	-	-	-	(7 752,2)
Autres passifs	(17,3)	-	-	-	-	-	-	(134,0)	(151,3)
Total	(55 637,1)	(20 806,1)	(21 729,0)	(19 946,2)	(15 236,1)	(30 552,6)	(2 751,4)	(134,0)	(166 792,5)
Instruments dérivés nets	67,3	172,8	(152,1)	(43,6)	(236,8)	(823,8)	(236,4)	-	(1 252,6)
Asymétrie	9 002,3	15 074,4	2 347,5	(3 879,1)	(983,9)	(13 636,2)	2 269,5	58,8	10 253,3

Au 31 mars 2004	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	4-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéter- minée	Total
<i>En millions de DTS</i>									
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	18,9	-	-	-	-	-	-	-	18,9
Or et dépôts en or	5 711,4	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	-	-	9 073,8
Bons du Trésor	5 903,4	15 450,9	6 615,6	908,9	1 361,9	-	-	-	30 240,7
Titres pris en pension	21 771,1	64,1	-	-	-	-	-	-	21 835,2
Dépôts à terme et avances aux banques	31 589,7	16 640,8	15 138,2	3 814,4	979,3	-	-	-	68 162,4
Titres du secteur public et autres titres	1 785,5	2 948,1	3 085,9	2 164,1	1 533,6	17 661,3	4 304,6	-	33 483,1
Créances à recouvrer	1 602,2	-	-	-	-	3,9	-	3,5	1 609,6
Terrains, immeubles et équipement	-	-	-	-	-	-	-	190,0	190,0
Total	68 382,2	35 419,7	25 442,7	7 401,6	4 407,0	19 062,4	4 304,6	193,5	164 613,7
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours									
	(4 798,2)	(12 072,9)	(14 572,6)	(5 828,5)	(4 015,2)	(31 727,3)	(3 396,6)	-	(76 411,3)
Autres dépôts en monnaies									
	(42 269,9)	(7 438,1)	(6 374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	-	-	(56 741,2)
Dépôts en or									
	(5 625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	-	-	(7 293,5)
Titres donnés en pension									
	(1 161,2)	(64,1)	-	-	-	-	-	-	(1 225,3)
Engagements à payer									
	(12 169,4)	-	-	-	-	-	-	-	(12 169,4)
Autres passifs									
	(26,6)	-	-	-	-	-	-	(117,8)	(144,4)
Total	(66 050,3)	(19 825,6)	(21 457,1)	(6 736,3)	(4 405,2)	(31 996,2)	(3 396,6)	(117,8)	(153 985,1)
Instruments dérivés nets									
	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	-	(1 018,6)
Asymétrie	2 229,0	15 108,3	3 841,0	668,5	(98,6)	(13 043,6)	829,7	75,7	9 610,0

H. Risque opérationnel

Le risque opérationnel est défini par la Banque comme le risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation ayant une ou plusieurs sources :

- personnes (effectif insuffisant, compétences déficientes, formation inadaptée, contrôle inadéquat, absence d'agent qualifié, programme de succession inadapté, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie) ;
- erreur ou défaillance attribuable aux processus ou aux politiques internes (par exemple, une politique ou une procédure est insuffisante, déficiente dans sa conception ou inadéquate, imparfaitement documentée, comprise, mise en œuvre, appliquée ou contrôlée) ;
- erreur ou défaillance attribuable aux systèmes (mauvaise conception, inadéquation, inadaptation, indisponibilité, panne ou utilisation incorrecte du

matériel, des logiciels d'application, des systèmes d'exploitation ou des infrastructures nécessaires à la continuité des activités de la Banque) ;

- causes externes (hors du contrôle de la Banque).

La Banque maîtrise le risque opérationnel par des contrôles internes (couvrant les politiques, procédures, pratiques et modes d'organisation) destinés à réduire la probabilité d'un incident et, s'il survient, à en atténuer les conséquences. Elle affecte les fonds propres économiques pour risque opérationnel en utilisant un modèle statistique exploitant les antécédents compilés par la Banque et des données externes. La BRI s'applique actuellement à identifier et mesurer les sources de risque opérationnel et à jauger l'efficacité des contrôles existants par le biais d'un Programme d'auto-évaluation des contrôles couvrant l'ensemble de la Banque, dont les résultats serviront à affiner la quantification du risque opérationnel à la Banque.

38. 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 entreprises qui pourraient exercer une influence significative sur un membre du Conseil d'administration ou de la Direction et les entreprises 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 *Rapport annuel* sous Conseil d'administration et Direction. Les régimes de prestations de la Banque postérieures à l'emploi sont présentés à la note 21.

A. Personnes

La Banque offre à l'ensemble de ses agents et administrateurs la possibilité d'ouvrir un compte personnel de dépôts rémunéré à un taux fixé par le Président de la Banque. Au 31 mars 2005, le solde de tels comptes au nom des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque totalisait DTS 8,1 millions (2004 : DTS 7,4 millions). Les détails de la politique de rémunération de la Banque figurent dans le présent *Rapport annuel* sous Administration de la Banque.

B. Banques centrales liées et institutions associées

La BRI offre des services bancaires aux banques centrales, organisations internationales et autres organismes publics. Dans le cadre normal de ses activités, la Banque effectue 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 des 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

En millions de DTS	2005	2004
Solde d'ouverture	34 030,3	33 475,3
Dépôts reçus	104 844,2	101 407,8
Placements échus, remboursements et variation de la valeur de marché	(101 906,6)	(103 202,0)
Variation nette sur comptes à vue/à préavis	2 839,0	2 349,2
Solde au 31 mars	39 806,9	34 030,3
En % du total des dépôts en monnaies au 31 mars	26,4 %	25,6 %

Dépôts en or des banques centrales liées et institutions associées

En millions de DTS	2005	2004
Solde d'ouverture	5 049,1	4 208,8
Dépôts reçus	154,3	224,5
Retraits nets et variation du cours de l'or	(394,8)	615,8
Solde au 31 mars	4 808,6	5 049,1
En % du total des dépôts en or au 31 mars	67,6 %	69,2 %

Titres pris en pension des banques centrales liées et institutions associées

En millions de DTS	2005	2004
Solde d'ouverture	4 448,0	218,5
Dépôts reçus	1 200 762,4	294 192,5
Placements échus et variation de la valeur de marché	(1 200 293,1)	(289 963,0)
Solde au 31 mars	4 917,3	4 448,0
En % du total des titres pris en pension au 31 mars	35,0 %	20,4 %

Autres expositions sur les banques centrales liées et institutions associées

La Banque détient des comptes à vue en monnaies auprès de banques centrales liées et institutions associées, dont le solde total se chiffre à DTS 7,4 millions au 31 mars 2005 (2004 : DTS 10,4 millions). L'or détenu dans des comptes à vue auprès de banques centrales liées et institutions associées totalise DTS 5 170,3 millions au 31 mars 2005 (2004 : DTS 5 463,9 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 swaps de taux. La valeur nominale de ces opérations totalise DTS 4 184,5 millions au 31 mars 2005 (2004 : DTS 2 846,4 millions).

39. Passifs éventuels

La Banque est impliquée dans deux procédures juridiques distinctes (outre la procédure devant le Tribunal arbitral de La Haye qui s'est achevée en 2003) qui résultent de la décision du 8 janvier 2001 de racheter toutes les actions BRI en mains privées (note 17).

Un groupe d'anciens actionnaires privés a engagé une action devant le Tribunal de Commerce de Paris en décembre 2001. Cette instance a rendu, en mars 2003, une décision provisoire (sans statuer au fond), se déclarant compétente pour connaître de réclamations en vue du relèvement du montant de l'indemnité. La Banque a alors demandé que cette décision de procédure soit infirmée par la Cour d'appel de Paris, faisant valoir que le Tribunal arbitral de La Haye a compétence exclusive en la matière. Dans son arrêt rendu le 25 février 2004, la Cour d'appel de Paris a statué en faveur de la Banque, en concluant que le Tribunal de Commerce de Paris s'était estimé à tort compétent en l'espèce. En avril 2004, un petit groupe de demandeurs a formé un pourvoi devant la Cour de cassation contre l'arrêt de la Cour d'appel sur la question de la compétence juridictionnelle. Les demandeurs et la Banque ont déposé leurs mémoires fin 2004. La Cour de cassation n'a pas encore rendu son arrêt. Estimant cette action infondée, la Banque n'a constitué aucune provision en regard de ces demandes.

Une action distincte a été engagée par un groupe de demandeurs, au motif qu'ils avaient vendu leurs actions BRI sur le marché entre l'annonce de la proposition de retrait, le 11 septembre 2000, et la résolution de l'Assemblée générale extraordinaire donnant effet à ce retrait, le 8 janvier 2001. La demande n'est pas dirigée à l'encontre de la BRI, mais de JP Morgan & C^{ie} SA et Barbier Frinault, en leur qualité de conseillers financiers de la Banque pour la détermination du montant initial de l'indemnité versée aux anciens actionnaires. La responsabilité de la BRI est néanmoins indirectement engagée, car le contrat conclu avec JP Morgan & C^{ie} SA comporte une clause d'indemnisation couvrant les litiges, et les frais de justice connexes, pouvant découler des services de conseil financier fournis. Aucune provision n'a été constituée en regard de cette demande.

En dehors des actions susmentionnées, la Banque n'est impliquée dans aucune procédure judiciaire ou arbitrale.

40. Événement postérieur à la date des états financiers

Le 10 janvier 2005, le Conseil d'administration a décidé d'offrir à la vente, aux banques centrales actionnaires, les 35 933 actions de l'émission américaine détenues par la BRI, au prix de CHF 23 977,56 l'action (note 18). L'offre était valable jusqu'au 15 avril 2005. À cette date, les banques centrales actionnaires avaient remis leurs soumissions pour l'achat de la totalité de ces 35 933 actions détenues en propre par la BRI. La vente sera réalisée le 31 mai 2005 ; elle aura pour effet d'accroître les fonds propres de la BRI de CHF 861,6 millions (soit l'équivalent de DTS 477,5 millions au cours de change du 31 mars 2005).

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié les états financiers de la Banque des Règlements Internationaux, présentés ci-avant (pages 196 à 223). Ils comportent le bilan et le compte de profits et pertes, en application des Statuts de la BRI, ainsi que les 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 sous Principales conventions comptables. Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est d'exprimer un avis indépendant sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport.

Notre vérification a inclus l'examen par sondages des éléments probants justifiant les chiffres du bilan et du compte de profits et pertes ainsi que les informations s'y rapportant. Nous avons obtenu tous les renseignements et toutes les 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 nous estimons que notre vérification forme une base raisonnable à l'expression de notre opinion.

À notre avis, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2005 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date ; ils sont donc conformes aux Statuts de la Banque.

PricewaterhouseCoopers AG

Anthony W. Travis

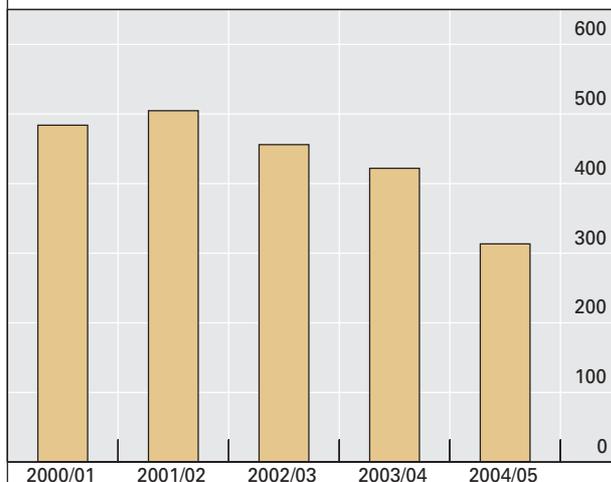
Albert Schönenberger

Bâle, 9 mai 2005

Récapitulatif des cinq derniers exercices

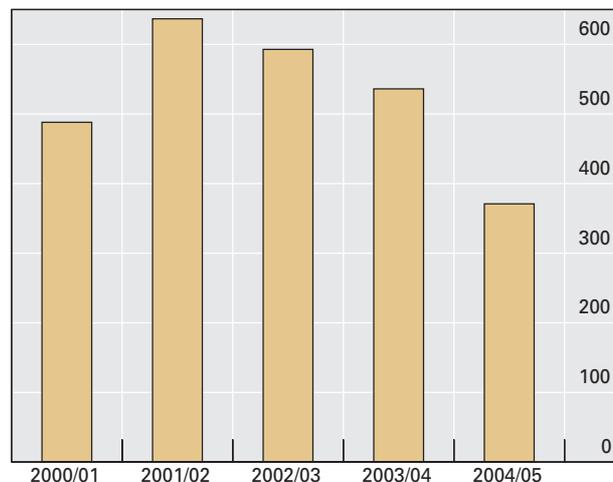
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



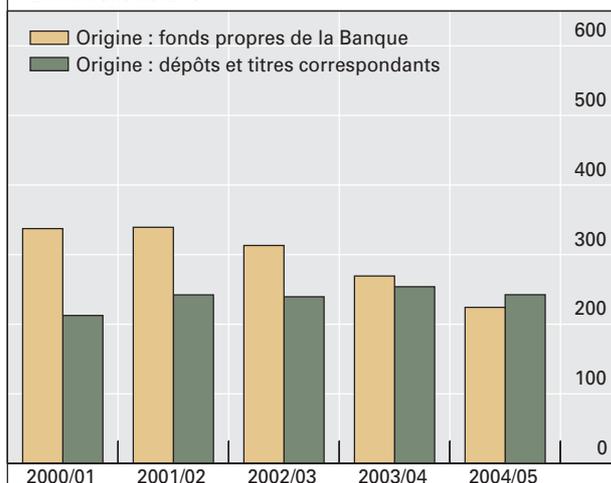
Bénéfice net

En millions de DTS



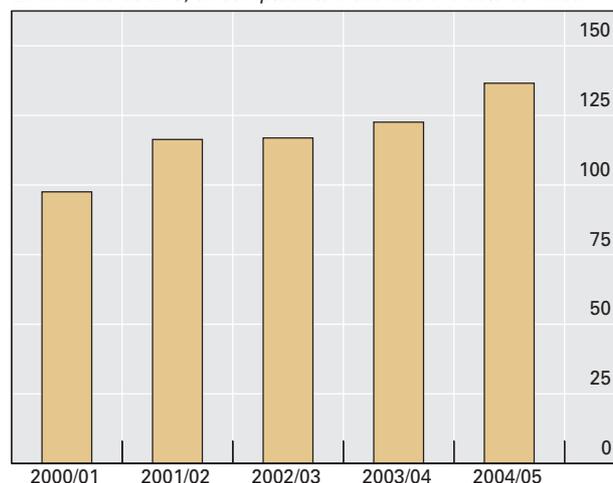
Produits d'intérêts nets sur placements en monnaies

En millions de DTS



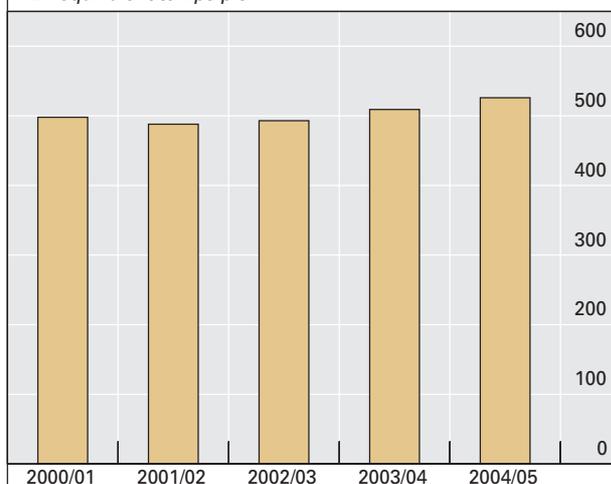
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, en comptabilité d'exercice à la date de valeur



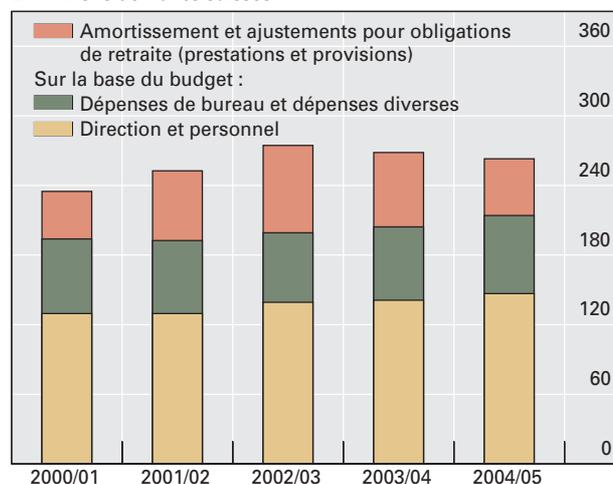
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de francs suisses



Pour les exercices antérieurs à 2002/03, l'information financière repose sur les meilleures estimations.

