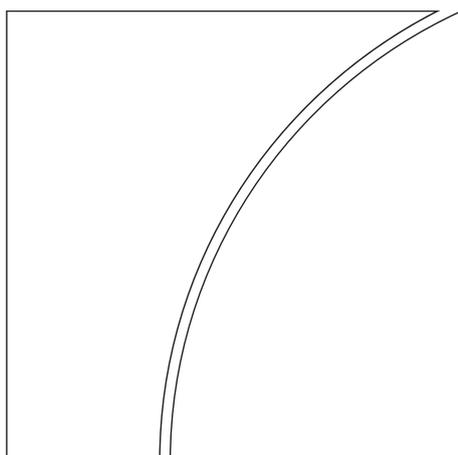




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



76^e Rapport annuel

1^{er} avril 2005–31 mars 2006

Bâle, 26 juin 2006

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, 2006. 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 92-9131-248-7 (version imprimée)

ISBN 92-9197-248-7 (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 : capacité de résistance face à des tensions croissantes	3
Défis inhérents aux récents succès	4
Mutations structurelles et réorientation des politiques monétaires	9
II. Économie mondiale	12
Faits marquants	12
Panorama de l'économie mondiale	13
<i>Poursuite d'une croissance soutenue et d'une faible inflation</i>	13
<i>Expansion économique plus équilibrée</i>	15
<i>Perspectives et risques</i>	16
Inflation et détermination des salaires	17
<i>Tendances de l'inflation dans le monde</i>	17
<i>Détermination des salaires et mondialisation</i>	20
<i>Perspectives</i>	22
Épargne et investissement du secteur privé	23
<i>Tendances</i>	23
<i>Bénéfices et investissement des entreprises</i>	25
<i>Investissement résidentiel et marché du logement</i>	27
Politique budgétaire	30
<i>Viabilité budgétaire : les enjeux</i>	31
Évolution des paiements courants	33
<i>Aggravation des déséquilibres extérieurs</i>	33
<i>Rééquilibrage mondial et recyclage des recettes pétrolières</i>	34
III. Enjeux pour les économies émergentes	37
Faits marquants	37
Panorama macroéconomique	37
<i>Évolution de la demande</i>	38
<i>Montée des tensions inflationnistes</i>	41
<i>Perspectives et risques</i>	42
Deux importants défis d'origine extérieure	43
<i>Évolution des termes de l'échange</i>	43
<i>Vigueur de la demande d'actifs des économies émergentes</i>	45
Politique budgétaire	50
<i>Rééquilibrage budgétaire : jusqu'à quel point ?</i>	50
<i>Questions liées au rééquilibrage des recettes et des dépenses</i>	51
<i>Questions liées au renchérissement des produits de base</i>	53
<i>Réduction et viabilité de la dette</i>	54
Politique monétaire et politique de change	55
<i>Implications des chocs de prix relatifs</i>	55
<i>Réaction aux tensions à la hausse sur le cours de change</i>	58
<i>Réaction des autorités et régime monétaire</i>	59
<i>Conséquences des réactions des autorités</i>	60

IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées	63
Faits marquants	63
Synthèse des évolutions	63
<i>États-Unis</i>	63
<i>Zone euro</i>	66
<i>Japon</i>	68
<i>Pays à objectif d'inflation</i>	70
Mondialisation et politique monétaire	74
<i>Détermination des banques centrales et stabilité des prix</i>	74
<i>Indicateurs traditionnels de la politique monétaire</i>	76
<i>Mécanisme de transmission et marge de manœuvre de la banque centrale</i>	79
<i>Défis, risques et ripostes possibles</i>	80
V. Marchés des changes	84
Faits marquants	84
Évolutions sur les marchés des changes	84
<i>Conditions sur les marchés des changes</i>	87
<i>Réserves officielles</i>	88
Variations de change : déterminants	89
<i>Écarts de croissance et de taux d'intérêt</i>	89
<i>Déséquilibre extérieur américain</i>	91
<i>Politiques de change en Asie</i>	92
Revenus nets et soutenabilité de la position extérieure des États-Unis	94
<i>Tendances et déterminants des revenus nets</i>	94
<i>Soutenabilité du solde extérieur américain</i>	99
VI. Marchés financiers	104
Faits marquants	104
Persistance de faibles rendements à long terme	104
<i>Aplatissement des courbes des rendements aux États-Unis et dans la zone euro</i>	105
<i>Anticipations d'inflation modérées</i>	106
<i>Faiblesse de la volatilité et de la prime d'échéance</i>	107
<i>Demande des institutionnels : fonds de pension et entreprises d'assurances</i>	108
<i>Demande étrangère : réserves asiatiques et pétrodollars</i>	110
Les marchés des actions indifférents aux relèvements des taux	111
<i>Des perspectives macroéconomiques favorables</i>	112
<i>Forte hausse du taux d'endettement et des fusions</i>	112
<i>Signaux contradictoires pour les valorisations</i>	115
Résilience des marchés de la dette	117
<i>Des goûts différenciés selon les risques</i>	118
<i>Confirmation de la solidité financière des entreprises</i>	120
<i>Vulnérabilité des marchés de la dette à une réévaluation des risques</i>	122
Creux historiques pour les primes des économies émergentes	124
VII. Système financier : analyse sectorielle	127
Faits marquants	127
Résultats	127
<i>Banques commerciales</i>	128
<i>Banques d'affaires</i>	130
<i>Fonds spéculatifs</i>	131
<i>Capital-investissement</i>	132

<i>Entreprises d'assurances</i>	135
<i>Fonds de pension</i>	136
Sources de vulnérabilité	137
<i>Sources potentielles de pressions sur la rentabilité des banques</i>	137
<i>Exposition à la conjoncture de l'immobilier</i>	139
Communication financière et gestion du risque financier	142
<i>Communication financière et politique des autorités prudentielles</i>	146

VIII. Conclusion : faire face aux risques, aujourd'hui et demain

Quels sont les risques aujourd'hui ?	148
Comment réduire les risques actuels ?	153
Que faire si les risques se matérialisent ?	156
Pouvons-nous prévenir pareils risques à l'avenir ?	160

Organisation, gouvernance et activités	165
Conseil d'administration et Direction	196
Banques centrales membres de la BRI	199
États financiers	201
Rapport des commissaires-vérificateurs	237
Récapitulatif des cinq derniers exercices	238

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 1^{er} et le 9 juin 2006.

Graphiques

II.1	Contributions à la croissance mondiale	13
II.2	Cours du pétrole et des produits de base et termes de l'échange	14
II.3	Conditions de financement et expansion du crédit	15
II.4	Inflation mondiale	17
II.5	Tendances des prix relatifs	19
II.6	Inflation, salaires et part des salaires	20
II.7	Mondialisation et salaires	21
II.8	Pénétration des importations et salaires par secteur industriel	22
II.9	Cycles d'investissement des entreprises	26
II.10	Secteur privé : patrimoine et endettement	27
II.11	Prix du logement et consommation privée	29
II.12	Indicateurs budgétaires à différentes phases de croissance	32
II.13	Pays exportateurs de pétrole : indicateurs de la balance des paiements	35
III.1	Contributions à la croissance du PIB réel	39
III.2	Crédit aux ménages	40
III.3	Positions extérieures	43
III.4	Exportations	44
III.5	Indicateurs de la demande d'actifs des économies émergentes	48
III.6	Évolution des finances publiques	51
III.7	Recettes publiques, dépenses primaires et dette publique	52
III.8	Variation des prix relatifs et de l'inflation	56
III.9	Taux directeur réel	57
III.10	Cours de change effectif réel	59
III.11	Conditions sur les marchés financiers	62
IV.1	États-Unis : indicateurs économiques	64
IV.2	États-Unis : pente des taux, inflation et cycle conjoncturel	65
IV.3	Zone euro : indicateurs économiques	66
IV.4	Zone euro : cadre d'analyse et orientation de la politique monétaire	67
IV.5	Japon : indicateurs économiques	68
IV.6	Japon : taux d'intérêt	70
IV.7	Inflation et taux directeur	71
IV.8	Prix à l'importation et inflation	73
IV.9	Inflation mondiale	74
IV.10	Indicateurs de la mondialisation	75
IV.11	Pays industrialisés avancés : volatilité de la croissance et de l'inflation	75
IV.12	Pays industrialisés avancés : aplatissement de la courbe de Phillips ..	77
IV.13	Facteurs mondiaux de l'inflation intérieure	78
IV.14	Taux de chômage non accélérateur de l'inflation	79
IV.15	Pays industrialisés avancés : politique monétaire et liquidité mondiale	81
IV.16	Économies émergentes : politique monétaire et liquidité mondiale ...	82
V.1	Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement	85
V.2	Pays industrialisés hors G 3 : cours de change	86
V.3	Économies émergentes : cours de change	86
V.4	Cours de change effectif réel sur longue période	87
V.5	Cours de change et écart de taux d'intérêt	89
V.6	Cours de change et ratio de Sharpe	91
V.7	États-Unis : solde des paiements courants et actifs extérieurs nets ..	92
V.8	Renminbi : cours de change au comptant et à terme	93
V.9	Actions et titres de dette, nets	95
V.10	États-Unis : rendement de l'IDE	96
V.11	États-Unis : IDE	98

V.12	Position extérieure des États-Unis : scénarios	101
V.13	États-Unis : investissement de portefeuille en titres de dette et revenus nets	101
VI.1	Taux d'intérêt	105
VI.2	Prévisions pour 2006 et indicateur de prime d'inflation	105
VI.3	Courbes des taux à terme	106
VI.4	Volatilité implicite et prime d'échéance	107
VI.5	Fonds de pension et prime de risque sur obligations	109
VI.6	Placements en titres à long terme des États-Unis	110
VI.7	Cours des actions	111
VI.8	Mesures en faveur des actionnaires	113
VI.9	Fusions-acquisitions	114
VI.10	Marchés des actions : valorisation et volatilité	115
VI.11	États-Unis : valorisation et bénéfices	116
VI.12	Prime de risque sur obligations d'entreprise	118
VI.13	Goût pour le risque sur les marchés de la dette	119
VI.14	Endettement des entreprises	121
VI.15	Qualité du crédit des entreprises	122
VI.16	Économies émergentes : prime de risque et note	124
VI.17	Prime et note souveraines : prédiction	125
VII.1	Expansion du crédit	129
VII.2	Banques d'affaires : indicateurs d'activité	131
VII.3	Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier	132
VII.4	Capital-investissement : taille des fonds	133
VII.5	Capital-investissement : flux de trésorerie et résultats	134
VII.6	Rachats à effet de levier : volume emprunté et degré de risque	134
VII.7	Entreprises d'assurances : portefeuille d'actions et résultats	135
VII.8	Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque	139

Tableaux

II.1	Croissance et inflation	12
II.2	2005 : une année inhabituelle	16
II.3	Économies avancées : facteur commun de l'inflation	18
II.4	Épargne et investissement : tendances mondiales	24
II.5	Industrie mondiale : indicateurs de bénéfice, par secteur	25
II.6	Secteur du bâtiment dans certaines économies	28
II.7	Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme	30
II.8	Solde des paiements courants	34
III.1	Croissance et solde des paiements courants	38
III.2	Investissement fixe	41
III.3	Prix à la consommation	42
III.4	Économies émergentes : flux nets de capitaux privés	46
III.5	Économies émergentes : réserves de change	60
III.6	Indicateurs de la politique monétaire	61
V.1	Réserves officielles en devises : variation annuelle	88
V.2	États-Unis : avoirs et engagements extérieurs, 2004	94
V.3	Investissement direct étranger, 2000-04	97
V.4	États-Unis : position extérieure	100
VII.1	Grandes banques : rentabilité	128
VII.2	Sensibilité du revenu à la situation conjoncturelle	138
VII.3	Prix de l'immobilier commercial	140
VII.4	Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires	141

Conventions utilisées dans le Rapport

e	estimation
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
pb	points de base
S, T	semestre, trimestre
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$, dollar	dollar EU, sauf indication contraire

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

76^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 26 juin 2006*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 76^e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2006.

Le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 599,2 millions, contre DTS 370,9 millions l'an passé. Les résultats détaillés de l'exercice 2005/06 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 192–194.

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 132,4 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 245 par action. Pour comparaison, le dividende versé l'an passé était de DTS 235 par action.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 46,7 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, DTS 6,0 millions au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit DTS 414,1 millions, au Fonds de réserve libre.

Si ces propositions sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2005/06 sera payable aux actionnaires le 3 juillet 2006.

Bâle, 9 juin 2006

MALCOLM D. KNIGHT
Directeur Général

I. Introduction : capacité de résistance face à des tensions croissantes

Il y a un an, l'excellente performance de l'économie mondiale suscitait à la fois satisfaction et surprise. Satisfaction, car la vigueur de la croissance économique et la faiblesse persistante de l'inflation, dans nombre d'économies émergentes notamment, entraînaient, en général, une hausse du niveau de vie et un recul notable de la pauvreté. Surprise, car un ensemble de déséquilibres, que certains jugeaient de nature à compromettre à terme ces bons résultats, ne l'avaient toujours pas fait. De nombreux indicateurs macroéconomiques clés, qui s'étaient écartés nettement et durablement de leur moyenne historique, n'ont de fait présenté aucun signe de retour à la normale. Ni le niveau d'endettement des ménages, jamais égalé et encore en progression, ni la hausse persistante des cours pétroliers n'ont pesé sur la demande aux États-Unis. Nulle part, les prix records du logement ne se sont effondrés. Le boum de l'investissement ne s'est pas interrompu en Chine. Le crédit n'a pas cessé d'être largement accessible à tous les emprunteurs. Pas plus qu'une nouvelle aggravation inattendue des déséquilibres extérieurs, déjà à un niveau sans précédent, n'a perturbé les changes.

Aujourd'hui, les mêmes sentiments sont plus que jamais d'actualité. Des motifs de satisfaction demeurent. Non seulement les bons résultats se confirment (chapitres II et III), mais certains déséquilibres montrent des signes d'atténuation. La reprise semble bien établie au Japon, tandis qu'une croissance plus soutenue apparaît de plus en plus probable en Allemagne et, plus largement, en Europe continentale : l'expansion mondiale est donc désormais moins tributaire de deux pôles de croissance, États-Unis et Chine. De la sorte, les déséquilibres commerciaux pourraient se réduire. Il y a aussi davantage de raisons d'être surpris. Sur l'année écoulée, d'autres déséquilibres, déjà préoccupants il y a un an, se sont aggravés. En particulier, de nouveaux emprunts massifs ont encore alourdi l'endettement et le poids potentiel du service de la dette. Cela n'a pas empêché la croissance mondiale de prendre de l'ampleur malgré tout.

La vigueur durable de l'activité a cependant conduit à craindre l'apparition de tensions inflationnistes dans le monde. C'est pourquoi les politiques monétaires, qui avaient contribué à des conditions très accommodantes, ont commencé à être modifiées (chapitre IV) : poursuite du resserrement monétaire aux États-Unis et en Europe ; arrêt de l'« assouplissement quantitatif » et des interventions de change au Japon ; réforme annoncée du régime de change en Chine (chapitre V). Fort heureusement, ce qui est satisfaisant et surprenant à la fois, c'est que ces changements d'orientation ne se sont pas, jusqu'à présent (fin mai), accompagnés de fortes tensions sur les marchés financiers. On aurait pu craindre, en effet, que le relèvement des taux

directeurs, conjugué aux déséquilibres fondamentaux, n'affecte les marchés financiers et ne freine la demande, pesant ainsi sur la croissance mondiale et l'emploi.

Cela ne signifie pas que le récent durcissement monétaire est resté sans effet : plusieurs signes indiquent que l'on est peut-être parvenu à un tournant. Les rendements obligataires à long terme ont fini par remonter, surtout depuis le début de l'année, et les autres marchés financiers semblent de plus en plus réagir, eux aussi (chapitre VI). Par ailleurs, la hausse des prix du logement (chapitre VII) et la construction ont ralenti récemment, aux États-Unis et dans plusieurs autres pays. De toute évidence, les responsables appellent de leurs vœux cette décélération ordonnée, permettant un ajustement sans heurts vers une croissance soutenable. C'est ce scénario qu'anticipe le consensus, et que privilégient le FMI et l'OCDE.

Pouvons-nous cependant être assurés d'un tel résultat ? L'essentiel à noter est que la phase de resserrement monétaire, en dehors des États-Unis, ne fait que commencer. C'est seulement au début de 2006 que les taux à long terme, qui sont déterminants sur bien des marchés financiers, ont augmenté sensiblement. Des réactions plus perturbatrices pourraient donc encore apparaître. Le Japon, l'Allemagne et le Sud-Est asiatique ont montré, ces dernières années, qu'un repli conjoncturel coûteux est possible, même après une longue période d'expansion économique, et qu'une stabilité des prix durable ne garantit en rien une croissance soutenue pour l'avenir.

Aujourd'hui, des responsables prudents devraient rester attentifs aux risques qui subsistent et réfléchir aux parades possibles. Quelles mesures préventives pourraient rendre les difficultés moins probables et, le cas échéant, limiter l'ampleur des pertes ? Quel type d'action, pendant ou après ces difficultés, pourrait réduire leurs répercussions ? La Conclusion examinera ces questions prospectives, pour offrir quelques éléments de réponse.

Notre capacité à évaluer les problèmes à venir et les solutions possibles est émuée par le fait que l'économie mondiale suit un processus de mutation structurelle. Les nouvelles technologies et l'ouverture aux influences externes d'économies jusqu'ici fermées ont de profondes répercussions sur l'économie réelle. Par ailleurs, la dynamique de l'inflation a évolué, peut-être fondamentalement. Le secteur financier lui-même a ressenti l'effet conjugué de la mondialisation, de la concentration et du jeu plus actif des forces de marché. Fort heureusement, les banquiers centraux semblent bien au fait de ces mutations et des incertitudes qu'elles provoquent. L'an dernier, on a assisté à une remise en cause croissante des cadres opérationnels de la politique monétaire, lesquels – certains signes le montrent – ont été largement adaptés en réponse. Le changement appelle le changement, ce qui n'est pas un mal.

Défis inhérents aux récents succès

Sur la période analysée, le dynamisme de l'activité a touché toutes les grandes zones géographiques. Partie essentiellement des États-Unis et de l'Asie, l'expansion s'est étendue aux économies exportant vers ces régions. Par la suite, le surcroît de demande a entraîné une hausse substantielle des cours de

l'énergie et d'autres matières premières. Tout cela a été bénéfique – en termes de volume et de prix – à l'ensemble des économies émergentes, notamment, pour la troisième année consécutive, à l'Afrique. Bien que subissant le contrecoup de l'évolution des prix relatifs, le Japon et l'Europe continentale ont présenté des signes de reprise plus nets.

Pour bénéfique qu'ait été la vigueur de l'activité mondiale, l'évolution de la demande dans certaines économies à forte croissance a été très inhabituelle. Aux États-Unis et ailleurs, la consommation et l'investissement résidentiel privé ont été exceptionnellement dynamiques, grâce à la souplesse des conditions de crédit, à l'augmentation des prix du logement et au développement du financement par extraction hypothécaire. Cela a contribué à la persistance d'un taux d'épargne très bas (voire nettement négatif dans certains cas) et à l'alourdissement de la dette des ménages. En Chine, par contre, les dépenses d'investissement ont été exceptionnellement élevées. Là encore, la souplesse des conditions de crédit a joué un rôle central, de même que l'appui politique à des projets ne répondant pas forcément aux critères usuels du risque de crédit. L'investissement direct étranger, visant surtout à produire pour l'exportation, a, lui aussi, joué un rôle important. Pour résumer succinctement : sous l'effet de ces développements inhabituels, les pays anglophones sont devenus le pôle mondial de consommation de biens échangeables, et l'Asie, Chine en tête, le pôle mondial de l'essor de leur production.

Dans le reste du monde, l'écart le plus frappant par rapport au schéma habituel de la demande a été, dans le contexte d'une épargne des ménages durablement forte, la persistance du faible niveau d'investissement des entreprises. Cette tendance, qui caractérise un grand nombre de pays, est particulièrement singulière au regard de la solidité des bénéfices et de conditions de financement toujours très accommodantes. Elle s'explique peut-être par une certaine indécision après les excès antérieurs ainsi que par des exigences de rentabilité trop élevées dans un monde où les taux d'intérêt sont bas ; mais l'influence de tels facteurs devrait s'estomper avec le temps. Plus fondamentalement, elle serait attribuable à des doutes sur la rentabilité à long terme des investissements, qui auraient trois raisons : éventualité que l'expansion des bénéfices ait essentiellement résulté de facteurs ponctuels – baisse des taux d'intérêt, réductions d'impôts et compression des coûts ; conviction que, dans des pays comme les États-Unis, le niveau élevé de la dépense des ménages n'est pas soutenable ; crainte d'une concurrence future, de la Chine et de l'Inde plus particulièrement.

Le fait que l'épargne soit si faible par rapport à l'investissement intérieur aux États-Unis et dans plusieurs autres pays, alors qu'elle est si forte ailleurs, creuse les déséquilibres extérieurs mondiaux, qui se situent désormais à des niveaux records. Fin 2005, malgré le solde invariablement positif, jusqu'à une date très récente, des revenus nets des investissements, le déficit courant américain correspondait à 6½ % du PIB. Sa contrepartie se retrouve dans les excédents de presque toutes les économies du monde, surtout la Chine, le Japon et, récemment, les exportateurs de pétrole.

La forte demande mondiale est restée une source de satisfaction sur la période analysée, de même que les bons résultats en matière de prix. Si le

renchérissement de l'énergie a généralement fait monter l'inflation affichée, il ne s'est guère transmis à l'indice sous-jacent. Dans la plupart des cas, salaires et avantages annexes sont restés largement contenus. En outre, la productivité a progressé davantage dans les pays (États-Unis, par exemple) où les salaires ont le plus augmenté, ce qui indique que les coûts unitaires de main-d'œuvre n'ont guère varié. Autre facteur favorable en 2005, les bénéfices ont enregistré des records, en proportion du revenu des facteurs, malgré le renchérissement des matières premières. De nouvelles pressions sur les coûts pourraient être maîtrisées, pour un temps, par une compression des marges.

Mais, comme pour la demande, les chiffres agrégés occultent des problèmes latents qui méritent attention. Premièrement, la tendance de l'inflation sous-jacente n'est peut-être pas mesurée de manière fiable, d'autant que les prix relatifs ont beaucoup fluctué ces dernières années. Le coût des services liés au logement, par exemple, est en forte hausse dans la plupart des pays, mais, dans le calcul de l'indice des prix à la consommation, soit il n'est pas mesuré correctement, soit il n'est pas pris en compte. Deuxièmement, le concept d'inflation « sous-jacente » repose sur l'exclusion des produits à prix volatils, dont l'énergie – qui ne cesse d'encherir depuis plus de trois ans ; le vécu des consommateurs confrontés à cette augmentation des prix de l'énergie et des services liés au logement pourrait peser sur les négociations salariales. Troisièmement, dans un grand nombre de pays, les effets de la flambée des prix de l'énergie ont été atténués par des contraintes administratives et des subventions publiques, qui sont appelées à disparaître. Quatrièmement, l'économie mondiale se rapprochant de son niveau de pleine capacité, on peut s'attendre à une accentuation des tensions inflationnistes.

Les appels à la « vigilance » à l'égard des prix se sont faits d'autant plus pressants, ces derniers trimestres, que les conditions sont, depuis longtemps, très accommodantes pour la monnaie et le crédit. Aux États-Unis et dans la zone euro, les taux directs réels ont été négatifs pendant plusieurs années, et sont bien inférieurs à la croissance potentielle depuis le début de la décennie. Les agrégats de la monnaie et du crédit confirment cette aisance monétaire : tous augmentent nettement depuis quelques années et, dans certains cas, à un rythme qui s'est accéléré durant la période analysée. Les économies émergentes présentent des tendances similaires, sous l'effet d'une création de crédit plus rapide et d'entrées de capitaux records. Le reflux ultérieur des fonds vers les pays industrialisés, par le placement des réserves de change, complète le processus par lequel le secteur officiel accroît les liquidités mondiales.

Sur la période examinée, l'évolution d'autres variables financières a également été influencée par des conditions monétaires restées accommodantes. L'élément le plus notable, étant donné son impact sur de nombreux marchés, a été l'inertie prolongée du rendement à long terme américain face au substantiel relèvement du taux des fonds fédéraux, dans un contexte de forte croissance économique. C'est seulement en mars 2006 que, après une longue phase de baisse, le rendement à long terme a fini par revenir à son niveau de juin 2004, début de la phase de resserrement monétaire. Dans les autres pays industrialisés, les taux longs ont suivi une trajectoire similaire,

à des niveaux inférieurs toutefois, justifiés par une activité plus faible. D'un côté, ce phénomène s'expliquerait, d'après plusieurs études, par les achats massifs d'obligations à long terme, essentiellement en dollars EU, par les banques centrales étrangères ainsi que par les fonds de pension et sociétés d'assurance, désireux de couvrir leurs passifs à long terme. D'un autre côté, on ne peut totalement exclure la possibilité que le marché anticipait une récession généralisée, en réaction aux excès actuels, par exemple.

Sur les autres marchés financiers, l'évolution ne semble pas corroborer les interprétations les plus pessimistes. Les prix de presque tous les actifs financiers de long terme sont toujours aussi fermes. Les primes sur obligations d'entreprise à haut rendement sont tombées à des niveaux proches de leurs creux conjoncturels. Les primes souveraines sont descendues encore plus bas, à des minimums historiques, où, dans l'ensemble, elles se sont maintenues. Exception faite des places américaines, les cours mondiaux des actions ont affiché des gains réguliers presque partout en 2005 – assez spectaculaires, même, au Japon et dans nombre d'économies émergentes. Et, comme on l'a vu, les prix du logement ont poursuivi leur ascension dans la plupart des pays. Enfin, confortant encore l'optimisme, le coût de la couverture contre la volatilité attendue (calculée à partir des prix des options) a été exceptionnellement faible ces derniers trimestres.

Il n'est pas difficile de trouver, sur chacun de ces marchés, des facteurs spécifiques à l'appui de cet optimisme. Pour les obligations, par exemple, les défauts d'entreprise sont exceptionnellement peu nombreux depuis quelques années, tandis que les émetteurs souverains ont bénéficié d'une amélioration des politiques économiques et des positions extérieures, ainsi que d'un recul de la volatilité macroéconomique dans les pays industrialisés. Cela étant, la hausse concomitante des prix de tous les actifs de long terme conduit naturellement à envisager une influence commune, qui pourrait être, à divers degrés, l'aisance des conditions de crédit sur une longue période, déjà mentionnée. Cette interprétation est d'ailleurs corroborée par le récent comportement des cours des matières premières, pétrole et or en particulier : la tendance haussière quasi ininterrompue a commencé vers la mi-2003, lorsque les taux directeurs des grands pays industrialisés se situaient à leur plus bas.

Avec des motivations quelque peu différentes, pratiquement toutes les banques centrales des grands pays industrialisés ont opéré un resserrement monétaire. Ce processus est demeuré le plus avancé aux États-Unis, où chaque réunion du Comité fédéral de l'open market (CFOM) a donné lieu à un relèvement de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, porté à 5 % à la mi-mai 2006. Si l'inflation sous-jacente (d'après l'indicateur préféré par la Réserve fédérale) est restée contenue, l'indice global est monté à 4 1/2 % environ en 2005, sous l'effet du renchérissement de l'énergie. En outre, la réduction des capacités excédentaires annonçait la montée des tensions inflationnistes, tout comme l'essor, toujours aussi rapide, des prix du logement. La BCE, quant à elle, a relevé ses taux à deux reprises, malgré des capacités excédentaires relativement plus élevées, face aux préoccupations exprimées sur l'évolution des indicateurs des deux piliers de sa stratégie monétaire : augmentation de l'inflation affichée due à l'envolée des cours

pétroliers, ce qui a renforcé la nécessité de vigilance à l'égard de hausses salariales ultérieures ; expansion du crédit en nette accélération, particulièrement sous forme de prêts hypothécaires aux ménages.

Même au Japon, où les autorités s'attachaient depuis des années à contrer les forces déflationnistes, la banque centrale a décidé de commencer à mettre fin avec prudence à sa politique d'assouplissement quantitatif, car il apparaissait de plus en plus que celle-ci avait enfin obtenu des résultats. La Banque du Japon a néanmoins précisé que cela ne signifiait pas qu'elle avait résolu de relever les taux courts. Tout comme la hausse « mesurée » des taux de la Réserve fédérale, sa stratégie visait à éviter tout effet déstabilisateur d'un dénouement brutal des positions financières accumulées durant la longue période de taux extrêmement bas. Dans les autres pays industrialisés, un ajustement prudent a été mené pour des raisons très similaires.

Ce processus de resserrement monétaire a eu un effet secondaire indésirable. Le relèvement des taux ayant été plus marqué aux États-Unis, le dollar s'est vivement apprécié, en termes effectifs, pendant la majeure partie de 2005, avant de se replier un peu par la suite. Cette revalorisation allait à l'encontre des anticipations de ceux qui soulignaient l'ampleur croissante, en vérité insoutenable, du déficit extérieur américain. En prenant ainsi de la vigueur, le dollar a peut-être même aggravé ce déficit. Les importations se sont fortement accrues, en proportion du PIB, et seulement en partie à cause du renchérissement du pétrole. Dans le reste du monde industrialisé, le repli des monnaies a atténué l'incidence généralement négative, sur le solde courant, de la hausse des cours des matières premières et de la détérioration des termes de l'échange.

On aurait pu s'attendre que l'appréciation du dollar, conjuguée au relèvement des taux directeurs aux États-Unis, réduise les flux de capitaux vers les économies émergentes, ce qui aurait affaibli les monnaies locales. Toutefois, là encore à l'encontre des anticipations, ces monnaies se sont, pour la plupart, raffermies, nettement dans certains cas, pendant la majeure partie de la période. Cette évolution s'explique par l'amélioration des balances commerciales – grâce aux recettes tirées des produits de base et à l'assainissement des politiques intérieures –, mais aussi par la progression record des entrées de capitaux, sous des formes très diverses. Quand les taux d'intérêt ont augmenté aux États-Unis, les spéculateurs se sont, semble-t-il, reportés vers les pays industrialisés à faible taux d'intérêt pour continuer de financer leurs prêts en monnaies mieux rémunérées (*carry trade*).

Face à ces pressions sur le change, les économies émergentes ont recouru à divers moyens d'action, associés à des degrés variés : revalorisation de la monnaie, interventions sur les marchés et assouplissement de l'orientation monétaire. Elles se sont généralement montrées plus disposées à accepter une appréciation de leur monnaie. Pourtant, hormis en Amérique latine, les taux d'intérêt réels ont essentiellement été maintenus proches de zéro, tout comme dans la plupart des pays industrialisés. Les réserves ont été portées à des niveaux records par les interventions, même si leur rythme de progression s'est ralenti. Elles ont augmenté dans pratiquement tous les pays, massivement dans le cas de la Chine.

Entre février et mi-mai 2006, le schéma d'accélération de la croissance et du resserrement monétaire s'est généralisé dans les pays industrialisés, et les premiers signes d'un changement du climat financier sont apparus. Le plus important, peut-être, est que les rendements longs sont sensiblement remontés aux États-Unis, ainsi qu'en Europe et au Japon. En outre, le dollar a recommencé à perdre de la vigueur, à un rythme qui s'est accéléré à partir d'avril, surtout contre le yen et l'euro. Les monnaies à haut rendement comme le dollar néo-zélandais, le forint hongrois et la couronne islandaise – auparavant très prisées des spéculateurs – ont chuté, car l'attention s'est soudain portée sur les déséquilibres intérieurs (vive hausse des prix du logement et faiblesse du taux d'épargne) et les déficits extérieurs importants qui leur sont associés. Les marchés des actions du Moyen-Orient, région que le renchérissement de l'énergie avait bien favorisée, se sont contractés encore plus fortement, les investisseurs locaux mettant un frein à leur exubérance. Dans beaucoup d'autres économies émergentes, les marchés des actions ont également pâti, en mai, du retrait des investisseurs étrangers. Ces événements annoncent-ils un retour plus généralisé et durable des investisseurs à la prudence ? On ne saurait le dire. Dans le passé récent, la prédiction en a été souvent démentie. Mais il est vrai que nous nous trouvons, cette fois, dans le contexte d'un resserrement monétaire à l'échelle mondiale.

Mutations structurelles et réorientation des politiques monétaires

L'intégration des processus de production dans l'économie mondiale est remarquable depuis le début des années 90. Elle s'est accompagnée d'un accroissement de la productivité et d'une expansion massive de l'offre effective de main-d'œuvre au niveau planétaire. Ces deux facteurs ont continué de peser directement sur les prix des biens et services échangés en 2005, moins peut-être que précédemment. Des effets indirects persistent cependant, influant sur le processus de détermination des prix et des salaires. Non seulement la main-d'œuvre étrangère permet de plus en plus de répondre à la pénurie de travailleurs, mais les menaces de délocalisation d'usines tout entières deviennent de plus en plus crédibles. L'an passé, ces tendances longues ont été renforcées par des opérations de fusion-acquisition, en Europe spécialement. On a surtout noté les offres d'achat de cibles du monde émergent, voire de pays industrialisés, lancées par des entreprises des économies émergentes. Cela marque une étape importante et politiquement sensible du processus de mondialisation.

Les signes de résistance à toutes ces forces se sont multipliés l'an passé. Aux États-Unis, le creusement du déficit extérieur avec la Chine a entraîné une intensification des pressions politiques sur les autorités chinoises pour qu'elles relèvent la valeur du renminbi. La légère réévaluation de juillet 2005 – accompagnée de l'annonce d'un rattachement à un panier de monnaies (à la place de l'arrimage au dollar) – a été jugée insuffisante par beaucoup aux États-Unis. Plusieurs projets de loi ont alors été soumis au Congrès américain pour imposer des tarifs douaniers sanctionnant les importations chinoises. De même, les responsables politiques ont montré une vive réticence à laisser des

capitaux, de Chine d'abord, et du Moyen-Orient ensuite, acquérir une participation de contrôle dans certaines entreprises américaines. En Europe, la résistance a pris la forme de mesures allant à l'encontre de la libéralisation du marché des services au sein de l'Union européenne et des acquisitions transfrontières, dans les secteurs financier et énergétique notamment. En France, un large mouvement de protestation contre de nouvelles mesures de libéralisation du marché de l'emploi a témoigné du climat d'incertitude et de crainte engendré par le processus de mondialisation.

Les marchés financiers sont, eux aussi, engagés dans un processus de mutation structurelle. Il faut se féliciter de la capacité accrue des emprunteurs des économies émergentes à émettre des obligations dans leur propre monnaie, parfois d'échéance très longue. Ainsi, semble-t-il, s'est formée l'an passé une nouvelle catégorie d'actifs qui suscite l'intérêt de nombreux investisseurs, fonds de pension notamment. *A priori*, ce phénomène semble réfuter la thèse du « péché originel », selon laquelle ce type de financement est refusé aux pays dont les antécédents de résultats macroéconomiques sont médiocres. Mais il pourrait se révéler n'être qu'une conséquence éphémère de l'abondance de liquidités et d'une plus grande appétence pour le risque.

Une autre évolution notable a été l'expansion toujours aussi spectaculaire des marchés de transfert du risque de crédit, et en particulier de divers financements structurés garantis par une gamme croissante d'actifs à risque, dont l'immobilier commercial. Il s'agit, certes, là encore, d'une étape importante vers des marchés plus complets et efficaces. Mais elle n'est pas sans risques : dans un rapport publié l'an dernier, un groupe de travail du secteur privé spécialisé dans ces marchés a attiré l'attention sur l'insuffisance fréquente de la documentation juridique et sur certains aspects de risque opérationnel. Les superviseurs des places de New York et de Londres, où fonctionnent la plupart de ces marchés, ont réagi énergiquement et sans tarder pour favoriser les améliorations requises.

Les travaux des banquiers centraux ont été influencés, favorablement et défavorablement, par ces mutations structurelles. En particulier, les chocs positifs du côté de l'offre, dont l'incidence de la mondialisation sur le marché du travail, leur ont facilité la tâche en maintenant l'inflation à un faible niveau. Cependant, ils ont pu aussi conduire d'aucuns à penser trop vite que la lutte contre l'inflation avait été définitivement gagnée. Les marchés financiers sont devenus plus complets et généralement plus efficaces, mais ils ont parfois connu, semble-t-il, des phases de sous-estimation du risque et d'expansion excessive du crédit. Conjugués, l'abondance de liquidités et le bas niveau des primes de risque pourraient finir par raviver l'inflation ou entraîner des déséquilibres financiers, voire les deux à la fois.

Depuis quelques années, les banquiers centraux se montrent mieux disposés à intégrer de telles préoccupations dans leur stratégie monétaire. Ils ne cessent de rappeler la nécessité de relever les taux vers des niveaux plus « normaux » ou « neutres ». S'agissant du cadre opérationnel, la Banque du Japon a annoncé que, à l'avenir, ses décisions seraient déterminées par deux « perspectives » : les prévisions d'inflation à court terme et la nécessité d'éviter les problèmes de plus long terme, comme ceux qui sont apparus à la fin des

années 80. La stratégie des deux piliers de la BCE semble, elle aussi, aller dans ce sens. Ces adaptations s'appuient toutes sur des travaux de recherche empirique toujours plus nombreux à montrer que monnaie, crédit et conditions financières jouent finalement un rôle décisif dans la stabilité macroéconomique à long terme.

II. Économie mondiale

Faits marquants

L'économie mondiale a enregistré une croissance soutenue en 2005, mais l'inflation est restée modérée, bien que les prix du pétrole et des autres matières premières aient poursuivi leur ascension. Si, en début d'année, l'expansion a été tirée par les États-Unis et la Chine, le mouvement s'est ensuite amplifié, gagnant le Japon et l'Europe continentale.

À l'échelle du globe, les chiffres de la croissance et de l'inflation ont dépassé les prévisions optimistes du début de 2005, en dépit d'évolutions contraires dans l'environnement macroéconomique. Premièrement, les tensions inflationnistes ont été contenues, alors même que les cours des produits de base ont continué à monter durant cette troisième année consécutive de forte croissance mondiale. Deuxièmement, l'économie américaine a conservé une dynamique puissante, malgré la vive hausse des prix de l'énergie et les perturbations dues aux cyclones. Troisièmement, les conditions de financement sont restées favorables à la croissance, nonobstant une politique monétaire progressivement moins accommodante aux États-Unis et, à un moindre niveau,

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation ¹			
	Moyenne 1991–2003	2004	2005	2006 ²	Moyenne 1991–2003	2004	2005	2006 ²
Total ³	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Pays industrialisés avancés ³	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
États-Unis	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Zone euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Japon	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	–0,0	–0,3	0,4
Royaume-Uni	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Autres ^{3, 4}	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Économies émergentes ³	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asie ^{3, 5}	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
Amérique latine ^{3, 6}	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europe centrale et orientale ^{3, 7}	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Autres ^{3, 8}	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

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

dans la zone euro. Enfin, les marchés financiers ont conservé leur calme face à une nouvelle dégradation, forte autant qu'inattendue, des paiements courants américains en 2005. Le déficit extérieur du pays a été supérieur d'environ \$100 milliards aux prévisions, ce qui n'a pourtant pas empêché le dollar de s'apprécier en termes effectifs réels durant l'année.

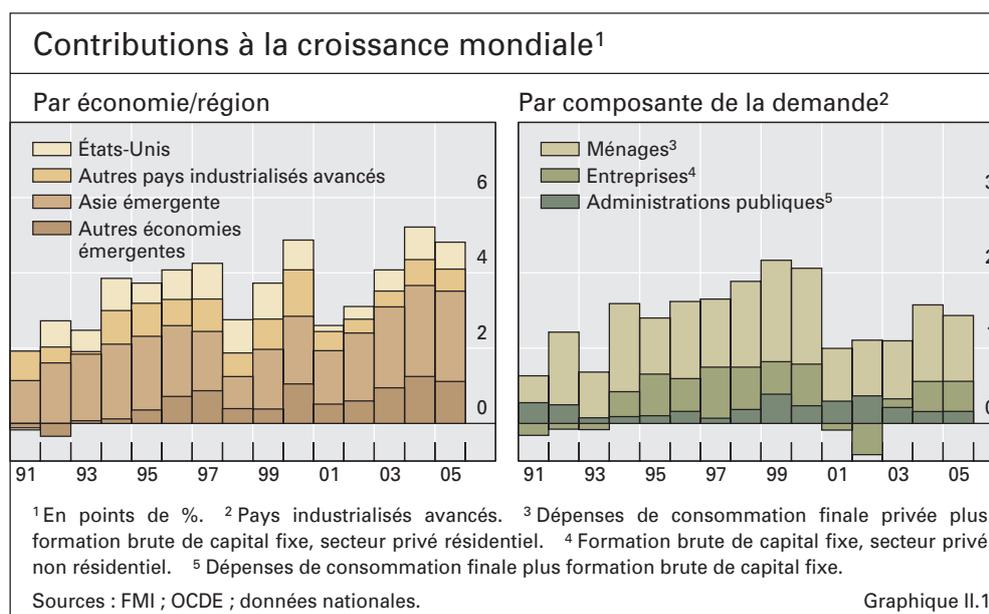
Pour 2006, les prévisions tablent dans l'ensemble sur la persistance d'une croissance forte et d'une inflation modérée dans le monde (tableau II.1). Une solide confiance des entreprises et un niveau de chômage bas ou en recul confortent cet optimisme à l'égard des perspectives de croissance à court terme. Cependant, la bonne conjoncture actuelle est tempérée par plusieurs éléments moins positifs : déficits budgétaires substantiels ; faiblesse difficilement soutenable de l'épargne des ménages dans de nombreuses économies avancées ; niveaux d'investissement des entreprises obstinément bas et ampleur sans précédent des déséquilibres mondiaux des paiements courants. Parallèlement, les perspectives d'inflation deviennent plus incertaines alors que les prix du pétrole atteignent de nouveaux sommets et que les écarts de production se réduisent ou se combent.

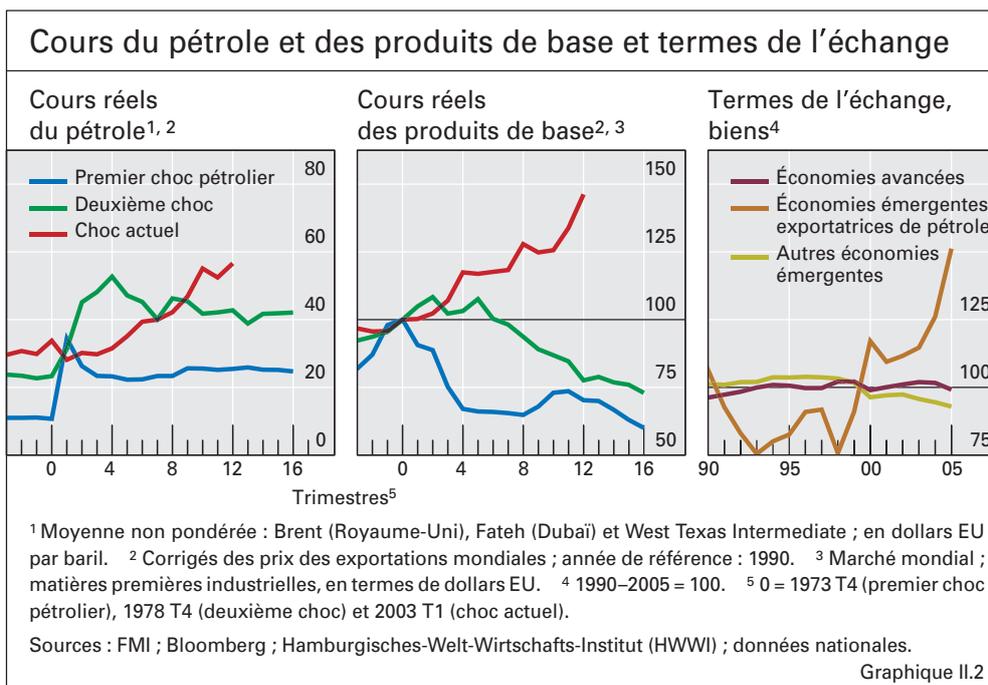
Panorama de l'économie mondiale

Poursuite d'une croissance soutenue et d'une faible inflation

Troisième année consécutive de forte croissance

En 2005, pour la troisième année consécutive, la croissance du PIB mondial a dépassé 4 %, ce qui représente la plus forte reprise depuis le début des années 70. Si la production s'est légèrement moins accrue qu'en 2004 sur le continent américain et en Europe, l'Asie a connu un nouvel essor. L'expansion économique de la Chine s'est poursuivie au même rythme et, au Japon, la reprise longtemps attendue a insufflé un élan supplémentaire à la région, grâce en particulier à la grande complémentarité des structures des échanges entre le Japon et l'Asie émergente, laquelle a contribué, l'an dernier, pour plus de moitié à la hausse de la production mondiale (graphique II.1).





La vigueur de la demande (surtout dans les économies émergentes d'Asie) a favorisé la poursuite du renchérissement des produits de base, même si la quasi-saturation des capacités de production et de raffinage du pétrole a accentué les pressions sur les prix. Sur le marché au comptant, le baril de brut a atteint \$70 fin août 2005, soit un bond d'environ 60 % par rapport au début de l'année. L'augmentation régulière, en termes réels, des prix pétroliers depuis deux ans se distingue nettement des chocs d'offre des années 70 ; à l'époque, la hausse brutale des prix s'était assez vite partiellement inversée. Les cours des métaux de base et des autres matières premières ont également monté, dans le sillage des prix du pétrole (graphique II.2).

L'économie mondiale a remarquablement bien résisté à la nouvelle envolée des prix de l'énergie. En termes nets, les importations de pétrole des pays de l'OCDE ont représenté quelque 11½ % de leur PIB, soit un demi-point de plus qu'en 2004, mais seulement la moitié du chiffre des années 70. Alors que le dynamisme des importateurs de pétrole est resté intact, la croissance dans les économies émergentes d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique exportatrices de pétrole et d'autres produits de base a été stimulée par une amélioration substantielle des termes de l'échange.

Le fait que l'inflation reste imperturbablement à un faible niveau a atténué l'incidence du prix élevé de l'énergie sur la demande globale dans les pays importateurs de pétrole. L'inflation des prix à la consommation n'a que légèrement augmenté par rapport à 2004. On n'a quasiment pas observé d'effets de second tour, car la modération salariale s'est poursuivie et le pouvoir de marché des entreprises a été limité. Les anticipations d'inflation à long terme sont restées solidement ancrées. Dans ce contexte, la banque centrale des États-Unis et, par la suite, celles de la zone euro et du Japon ont appliqué des stratégies de retour à une orientation moins accommodante (chapitre IV).

Poursuite du renchérissement des produits de base...

...mais persistance d'une croissance économique soutenue dans le monde...

...à la faveur d'une faible inflation...

...et de conditions de financement attrayantes

La persistance de conditions de financement attrayantes a également contrebalancé les effets de la hausse des prix de l'énergie sur la croissance économique. Dans les grandes zones monétaires, les taux d'intérêt réels à court et à long terme sont restés très en deçà de leur moyenne de longue période. En liaison avec cette évolution, le faible niveau des primes de risque a été bénéfique à l'ensemble des actifs : le prix du logement a explosé dans de nombreux pays (chapitre VII) et, quasiment partout, les cours des actions ont atteint leurs maximums depuis plusieurs années (chapitre VI). L'étroitesse inhabituelle des marges s'est accompagnée d'une accélération de l'expansion du crédit, dont le taux de croissance est remonté au niveau de la fin des années 90.

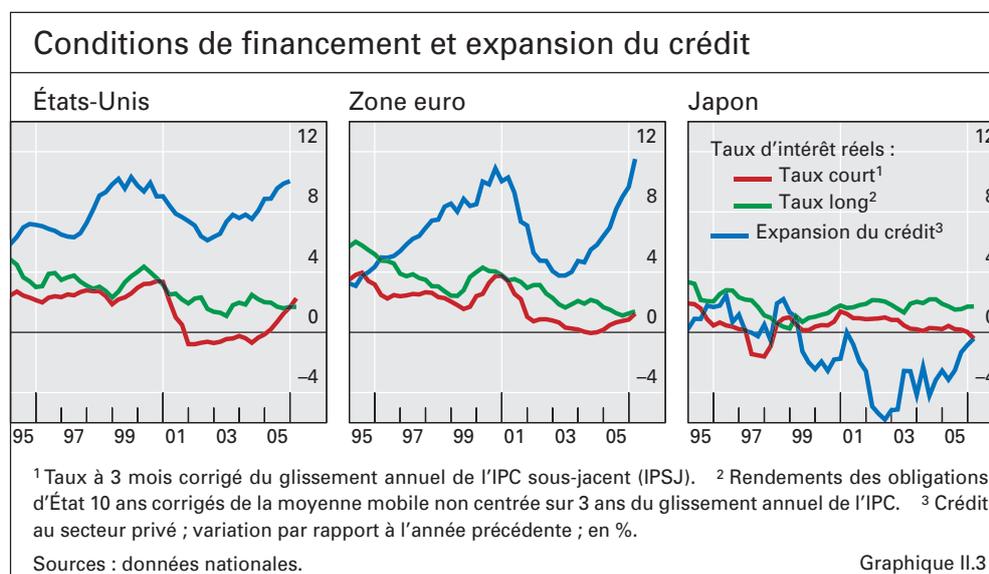
Expansion économique plus équilibrée

Poursuite de l'expansion aux États-Unis et en Chine...

Au début de 2005, les États-Unis et la Chine ont continué d'être les principaux moteurs de la croissance mondiale. Dans le même temps, la vigueur des dépenses des consommateurs américains et de l'investissement en Chine a aidé la zone euro et les économies émergentes d'Asie à surmonter un accès de faiblesse lié à l'ajustement des stocks du secteur manufacturier. D'ailleurs, les exportations se sont accélérées en Europe au premier semestre 2005, puis dans les autres pays d'Asie – y compris pour la haute technologie, jusqu'alors en retard.

...avec extension à la zone euro...

L'expansion mondiale a pris de l'ampleur au fil des mois. Tandis que le dynamisme de l'économie américaine se confirmait et que la Chine maintenait son rythme de croissance, l'essor de la demande intérieure a favorisé la reprise en Europe continentale. Grâce à la progression marquée des bénéfiques, à l'amélioration de la confiance des milieux d'affaires et, plus récemment, à la hausse du taux d'utilisation des capacités, la zone euro a enregistré la plus forte augmentation de la dépense des entreprises depuis 2000. En revanche, la consommation des ménages n'est pas parvenue à redémarrer. Les écarts sont restés importants entre les grandes économies de cette zone : expansion rapide en Espagne, inférieure à la moyenne en Allemagne et en France, et stagnation en Italie.



L'accroissement de la demande intérieure a donné des raisons de croire que la reprise était bien installée au Japon. La vigueur de la dépense des entreprises et l'expansion retrouvée du crédit permettent de penser que l'ajustement des bilans des sociétés commerciales et financières est arrivé à son terme (graphique II.3). La consommation privée a rebondi, sous l'effet de l'amélioration des conditions sur les marchés du travail. Par ailleurs, la demande intérieure s'est raffermie dans de nombreuses économies émergentes d'Asie (chapitre III).

...et raffermissement au Japon

L'expansion économique s'est, en outre, appuyée sur un meilleur équilibre entre les différentes composantes de la demande globale. L'investissement des entreprises a fini par redémarrer dans beaucoup d'économies avancées. En 2005, sa contribution à la hausse de la demande intérieure a rappelé les précédentes phases de reprise aux États-Unis et au Japon, mais elle a été légèrement en retrait par rapport à la seconde moitié des années 90 dans la zone euro. Les dépenses des ménages, investissement résidentiel compris, ont avoisiné 67 % de la progression totale du PIB dans les pays de l'OCDE, contre plus de 80 % depuis le début de la décennie. Cet écart s'explique par la décélération de l'investissement résidentiel et de la consommation privée, à la suite du tassement de l'activité sur le marché du logement en Australie et au Royaume-Uni, ainsi qu'aux États-Unis en raison des dégâts causés par les cyclones.

Expansion plus équilibrée entre les composantes de la demande

Perspectives et risques

Pour 2006, les prévisions s'accordent sur une croissance mondiale qui devrait encore dépasser 4 % et sur la persistance d'une inflation modérée. L'environnement économique apparaît, en effet, favorable à de nombreux égards : les entreprises se montrent de nouveau confiantes et devraient donc

Les prévisions de forte croissance en 2006...

2005 : une année inhabituelle						
Moyenne ou total sur l'année						
	2005	Maximum		Minimum		Moyenne 1980-2004
		Valeur	Date	Valeur	Date	
Croissance du PIB mondial	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Cours réels du pétrole ¹	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Taux d'intérêt réel à long terme dans le G 3 ²	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Taux d'épargne des ménages aux États-Unis ³	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Solde financier des entreprises aux États-Unis ⁴	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Solde des paiements courants ⁵	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

¹ Moyenne non pondérée : Brent (Royaume-Uni), Fateh (Dubai) et West Texas Intermediate, corrigée des prix des exportations mondiales (année de référence : 1990) ; en dollars EU par baril. ² Rendements des obligations d'État 10 ans corrigés de la moyenne mobile non centrée sur 3 ans de la variation annuelle de l'IPC ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ³ En % du revenu disponible. ⁴ Épargne moins investissement, en % du PIB. ⁵ Somme des soldes des paiements courants des économies déficitaires, en % du PIB mondial.

Sources : FMI ; Bloomberg ; données nationales.

Tableau II.2

étouffer leurs investissements ; les conditions sur le marché du travail se sont consolidées aux États-Unis ainsi qu'au Japon et semblent faire de même dans la zone euro ; une forte dynamique d'expansion autonome paraît se développer en Asie. La croissance devrait également s'accélérer en Amérique latine et rester soutenue en Europe centrale et orientale.

...dépendent des risques circonstanciels...

Cependant, certains risques ne sont pas à exclure. Sans même envisager des événements pouvant avoir des conséquences catastrophiques, tels qu'une pandémie de grippe aviaire ou une crise géopolitique, on peut se demander si les tendances macroéconomiques actuelles peuvent se maintenir à moyen terme.

...et de la soutenabilité des rythmes d'expansion actuels

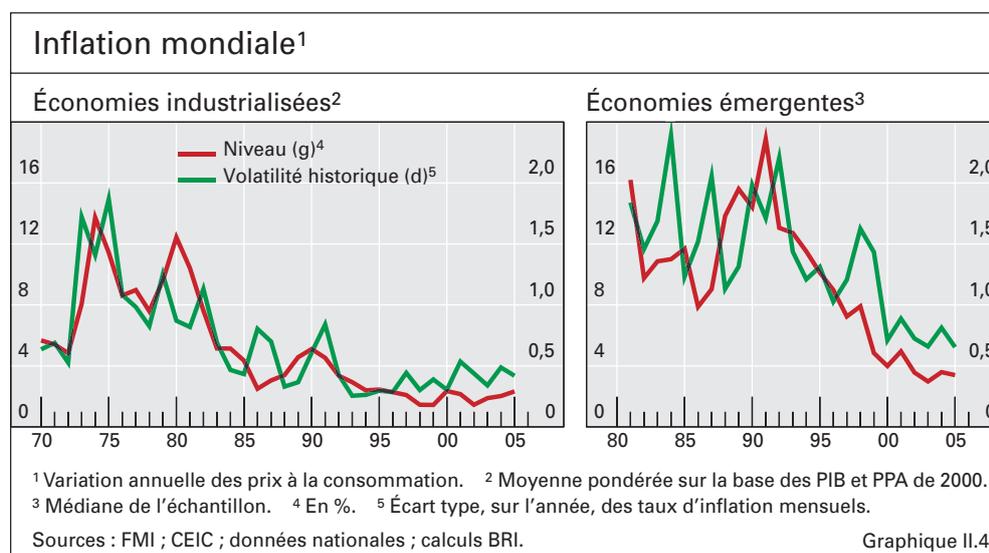
La configuration des variables macroéconomiques clés est nettement atypique (tableau II.2). Premièrement, les prix du pétrole ont battu de nouveaux records et sont à peu près deux fois supérieurs, en termes réels, à leur moyenne de long terme. À un moment ou à un autre, des tensions inflationnistes peuvent resurgir, étant donné surtout que les écarts de production se resserrent, voire disparaissent, dans beaucoup d'économies. Deuxièmement, les taux d'intérêt réels à long terme demeurent très bas, même s'ils se redressent depuis le début de 2006. Des interrogations subsistent en ce qui concerne les causes de la faiblesse des taux réels ainsi que les éventuelles implications macroéconomiques d'une forte remontée après une longue période de taux bas. Troisièmement, aux États-Unis, alors que les entreprises épargnent en termes nets, le chiffre de l'épargne des ménages est devenu négatif. Enfin, les déficits des paiements courants ont atteint des niveaux sans précédent. Sur une base consolidée, la position extérieure des pays dont le compte courant est déficitaire représente plus de 2½ % du PIB mondial, situation imputable en grande partie aux États-Unis.

Inflation et détermination des salaires

Tendances de l'inflation dans le monde

Persistance d'une inflation faible et stable

L'inflation est restée faible et stable au cours de la période examinée, malgré la persistance d'une croissance économique soutenue et le renchérissement de l'énergie (graphique II.4). Aux États-Unis, la hausse des prix à la



Économies avancées : facteur commun de l'inflation ¹										
	Taux d'inflation					Volatilité du taux d'inflation				
	Moyenne 1970–1989	Moyenne 1990– 2005	Différence ²			Moyenne 1970–1989	Moyenne 1990– 2005	Différence ²		
			Total	Attribuée à				Total	Attribuée à	
				Facteur commun ³	Facteur propre ³				Facteur commun ³	Facteur propre ³
États-Unis	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Japon	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Allemagne	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
France	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Royaume-Uni	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italie	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Canada	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OCDE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

¹ Décomposition des taux d'inflation de 22 pays de l'OCDE, à l'aide d'un modèle factoriel dynamique, en un facteur commun (covariations sur l'ensemble des pays) et en facteurs propres à chaque pays. ² Différence entre 1970–1989 et 1990–2005. ³ Contribution à la différence.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.3

consommation (IPC) a atteint 4³/₄ % l'automne dernier, lorsque le prix de l'essence a inscrit un maximum après le passage des cyclones, mais elle a fléchi en fin d'année. L'inflation mesurée par l'IPC s'est également accrue dans d'autres pays industrialisés avancés, tout en se maintenant à un bas niveau par rapport aux chiffres antérieurs ; elle s'est modérée en Amérique latine et est demeurée relativement stable en Europe centrale et orientale. L'Asie émergente, pour sa part, offre un tableau plus contrasté : si l'inflation a reculé en Chine malgré la poursuite d'une forte croissance, elle s'est amplifiée dans plusieurs autres économies (chapitre III).

L'inflation sous-jacente n'a quasiment pas varié aux États-Unis et en Europe, ce qui a nettement accentué son écart avec l'inflation IPC au troisième trimestre 2005. Au Japon, l'inflation hors produits alimentaires frais est montée à 1/2 % en fin d'année. Dans les économies émergentes, l'inflation sous-jacente a été globalement stable.

L'inflation IPC n'a pas suivi l'augmentation des prix de l'énergie, contrairement à ce qui s'était produit dans les années 70 avec les spirales salaires-prix. Cela correspond, en revanche, à la tendance plus récente à une baisse persistante de l'inflation. De 1970 à 1989, dans les pays du G 7, plus de 80 % des hausses de prix observées sur une période de six mois perduraient le mois suivant. Cette proportion est tombée à moins de 50 % aux États-Unis après les années 90 et a également fléchi au Canada, au Japon et au Royaume-Uni. Les chiffres sont moins probants pour la zone euro. Il semble, par ailleurs, que l'inflation ait continué à régresser dans de nombreuses économies émergentes.

Une autre tendance mondiale s'est perpétuée : le resserrement des écarts de taux d'inflation. En 2005, dans les économies avancées, ces taux ont convergé pour se situer dans une fourchette comprise entre 0 et 3 % environ, alors qu'elle était de l'ordre de 20 points de pourcentage en 1980. Leur

L'inflation IPSJ n'a quasiment pas varié

Tendances mondiales : poursuite de la baisse de l'inflation...

...et resserrement des écarts entre pays

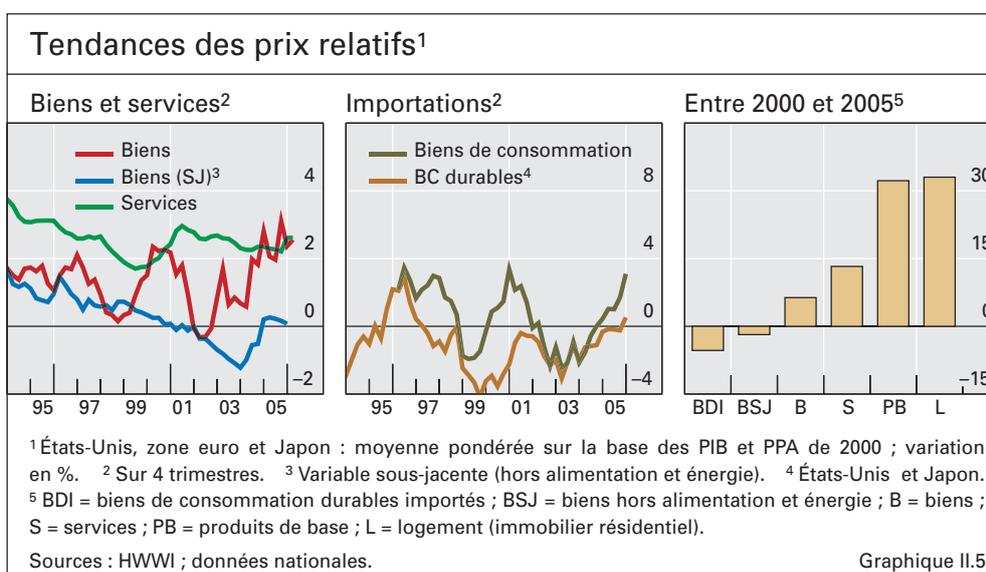
coefficient de variation est revenu de 1,2 au milieu des années 80 à moins de 0,5 en 2005. Dans le monde émergent, les efforts de stabilisation macroéconomique ont également permis de réduire ces écarts depuis le milieu des années 90.

Des interrogations subsistent au sujet des déterminants de ces tendances longues des taux d'inflation. Pour l'essentiel, la baisse en termes de niveau et de variabilité peut s'expliquer par un facteur commun (tableau II.3). Cependant, il est vrai que cette mesure recouvre des causes économiques très distinctes. L'un des éléments d'explication a trait au changement dans la conduite de la politique monétaire. De ce point de vue, les tendances mondiales de l'inflation résultent d'une inflexion simultanée de la politique économique dans de nombreux pays. Autre élément, au caractère véritablement mondial : l'intégration accrue des marchés des biens et facteurs de production, parallèlement à une modification des conditions de l'offre et de la demande. À cet égard, l'ouverture économique de la Chine, de l'Inde et de l'ancien bloc soviétique, mais aussi la montée en puissance de l'Amérique latine et de l'Asie, ont joué un rôle fondamental. L'importance apparemment plus grande donnée aux indicateurs mondiaux du sous-emploi des capacités dans l'explication de l'inflation domestique est le signe de la dimension de plus en plus mondiale du processus d'inflation (chapitre IV).

L'ampleur des mouvements des prix relatifs dans le monde, sur les cinq dernières années, conforte l'idée que l'évolution de l'économie réelle influe sur la dynamique mondiale de l'inflation. D'une part, les cours des produits de base ont augmenté de plus de 30 % (graphique II.5) ; cette hausse a coïncidé avec une explosion de la demande de ces produits ainsi que des matières premières et de l'énergie dans les économies émergentes : de 1995 à 2005, l'expansion de 20 % de la consommation totale de pétrole a été due, pour deux tiers environ, aux pays non membres de l'OCDE. D'autre part, l'offre de biens manufacturés a grimpé en flèche grâce aux exportations de ces économies émergentes récemment intégrées ; c'est ainsi que les volumes des ventes à l'étranger des économies en développement d'Asie ont fait un bond de

Déterminants des tendances communes de l'inflation

L'évolution des prix relatifs concorde avec la mondialisation de l'inflation...



quelque 15 % par an de 2000 à 2005. Durant cette période, les prix à l'importation des biens de consommation durables ont baissé de 5 % dans les grands pays industrialisés, tandis que ceux de nombreux produits non échangés sur les marchés internationaux continuaient d'augmenter.

Ces modifications des prix relatifs contrastent nettement avec les tendances observées durant le choc pétrolier de la fin des années 70. Sur la période 1978–81, les prix des biens, services et produits de base avaient enregistré, dans les pays du G 3, une progression plus ou moins uniforme, de l'ordre de 25 à 35 %.

...et contraste fortement avec les tendances antérieures

Détermination des salaires et mondialisation

La décrue sur longue période de l'inflation est allée de pair avec une modération sensible de la progression des salaires nominaux. Parallèlement, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralenti, et la part des salaires dans l'ensemble de l'économie s'est réduite de 5 % ces trente dernières années (graphique II.6).

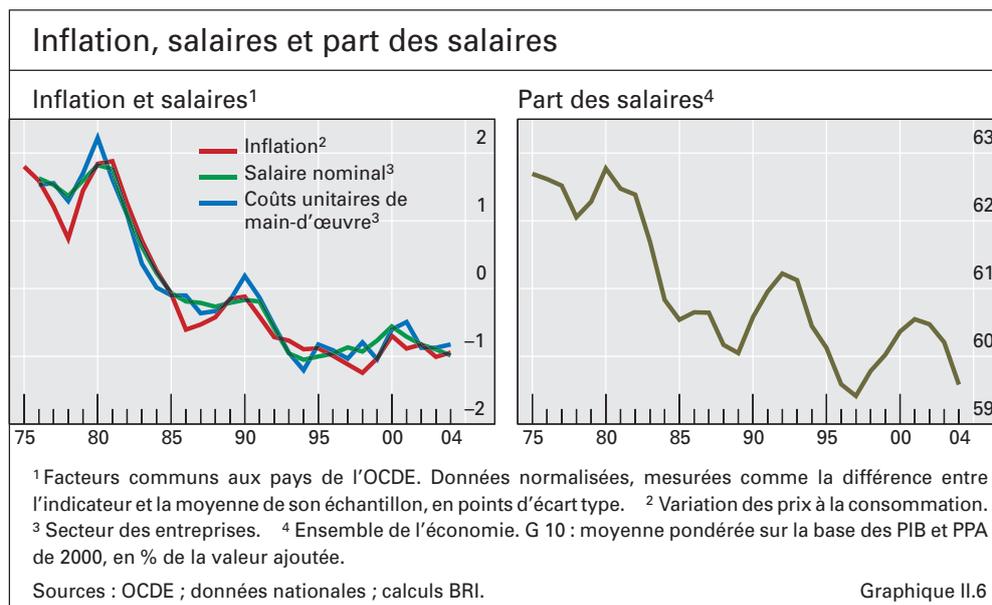
Modération salariale sur le long terme...

À l'évidence, plusieurs facteurs ont contribué à ce processus. Pour de nombreux observateurs, la crédibilité accrue de la politique monétaire, obtenue grâce à une meilleure réactivité lors de chocs inflationnistes, a permis d'ancrer plus fermement les anticipations d'inflation et ainsi d'endiguer les hausses salariales (chapitre IV). En outre, les gains de productivité du travail, attribuables à une élévation de l'intensité en capital et au progrès technologique, ont également permis de contenir les coûts unitaires de main-d'œuvre. Enfin, conjuguée au recul de la syndicalisation et à une plus grande décentralisation des négociations collectives, la déréglementation des marchés de l'emploi nationaux a tendance, depuis une dizaine d'années, à restreindre le pouvoir de négociation de certaines catégories de travailleurs.

...sous l'effet de plusieurs facteurs

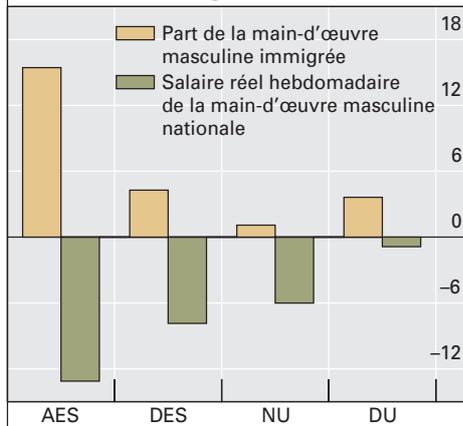
Dans le même temps, il importe de ne pas sous-estimer les effets de la mondialisation. Selon certaines estimations, l'intégration des économies émergentes au système productif mondial a doublé l'offre de travailleurs actifs

La mondialisation influe sur la détermination des salaires...

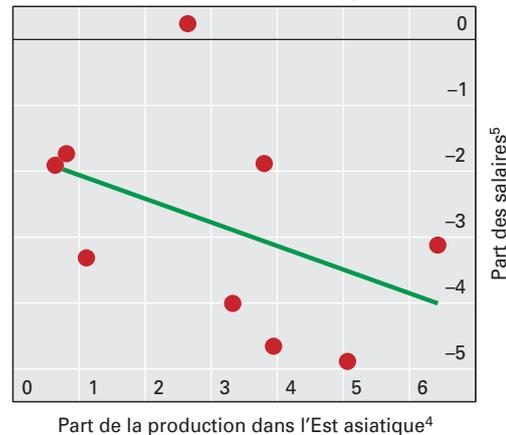


Mondialisation et salaires¹

Effets de l'immigration : États-Unis²



Effets de la délocalisation : Japon³



¹ Variation en points de %. ² De 1990 à 2000. AES = abandon en cours d'études secondaires ; DES = diplôme de fin d'études secondaires ; NU = études universitaires sans diplôme ; DU = diplôme universitaire. ³ De 1994 à 2004. Échantillon de 9 industries manufacturières (hors construction de moyens de transport). ⁴ En % de la production manufacturière totale. ⁵ En % du chiffre d'affaires.

Sources : G. J. Borjas, « The labor demand curve is downward sloping: reexamining the impact of immigration on the labor market », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, 2003, pp. 1335-1374 ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.7

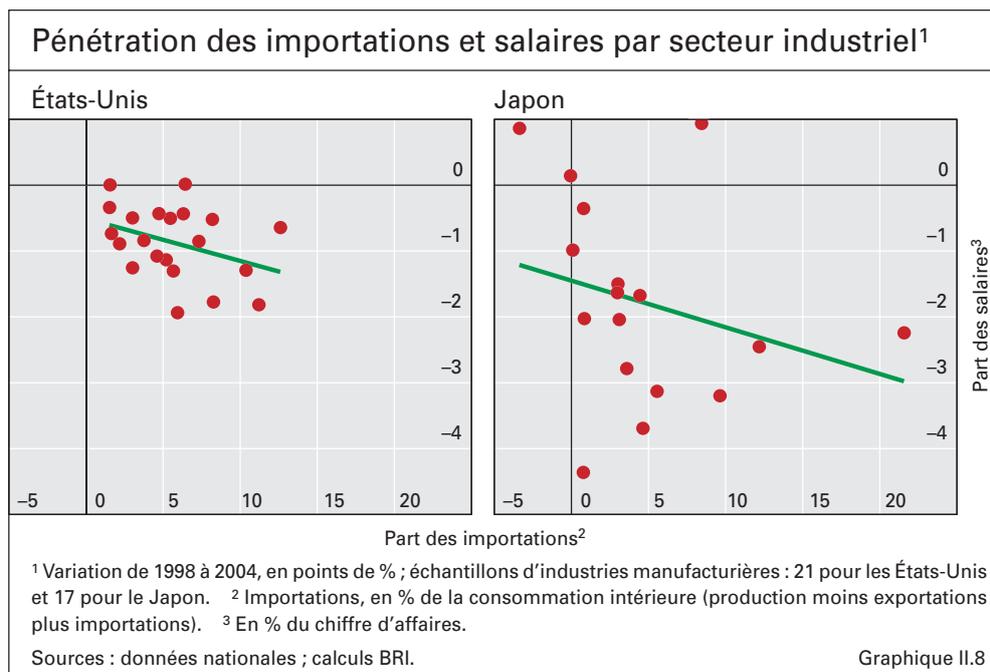
dans l'économie. Avec d'autres aspects de la mondialisation, ce phénomène a probablement influé sur les politiques applicables au marché du travail et sur le processus de détermination des salaires dans les pays industrialisés avancés. Trois éléments, au moins, semblent avoir joué un rôle à cet égard.

Premièrement, la mobilité accrue de la main-d'œuvre à travers le monde a contribué à alléger les contraintes affectant l'offre de travail sur les marchés nationaux, ce qui paraît avoir atténué les tensions sur les salaires, surtout pour les travailleurs peu qualifiés (graphique II.7). De plus en plus d'emplois sont exposés à la concurrence des immigrants, ce qui pourrait exercer une influence notable sur les salaires pratiqués sur les marchés du travail auxquels la main-d'œuvre étrangère a aisément accès. Ainsi, aux États-Unis, l'afflux d'immigrants a gonflé de 11 % l'offre de main-d'œuvre masculine entre 1980 et 2000 et aurait ainsi freiné de 3 points de pourcentage la croissance des salaires. En Europe occidentale, le ratio annuel moyen immigrants/population totale a même doublé depuis la chute du Rideau de fer, en 1989. En Europe, les effets de la mobilité transfrontière sur les salaires pourraient s'être accentués après l'élargissement de l'UE en 2004. Au Royaume-Uni, par exemple, les heures supplémentaires ont été nettement moins bien payées en 2005 dans les secteurs faisant appel à une forte proportion de travailleurs non britanniques.

Deuxièmement, dans nombre de pays industriels, la délocalisation de la production (ou sa menace) a restreint le pouvoir de négociation des travailleurs et des syndicats. L'essor rapide du commerce des produits intermédiaires est l'un des signes de l'intégration verticale croissante de la production à l'échelle du globe : +9 % en moyenne pour les pièces et composants sur 1990-2000, contre 6½ % pour l'ensemble des échanges mondiaux. Aux États-Unis, la part des produits intermédiaires dans les

...à travers la
mobilité accrue de
la main-d'œuvre...

...la délocalisation
de la production...



importations est passée de 12 % en 1992 à 17 % en 2000. Même si, à ce jour, cette tendance s'est fait principalement sentir dans l'industrie manufacturière, les emplois qualifiés et bien rémunérés dans les services sont de plus en plus exposés à la concurrence. Les répercussions du transfert de la production sont manifestes au Japon, où les secteurs ayant déployé de vastes stratégies de délocalisation ont eu tendance à réduire plus radicalement la part des salaires (graphique II.7, cadre de droite). En Allemagne, de grands groupes ont pu négocier des baisses de salaires réels contre l'abandon de leurs projets de délocalisation.

Enfin, l'ouverture à la concurrence internationale des marchés des biens et, de plus en plus, des services amplifie les pressions qui s'exercent sur les producteurs des pays industrialisés avancés. Elle a contraint les entreprises locales dominantes à intensifier leurs efforts de compression des coûts. La réduction de la masse salariale constitue un élément clé des stratégies visant à réduire les avantages, en termes de coûts, dont bénéficient les producteurs des pays, telles la Chine et l'Inde, qui s'intègrent depuis peu à l'économie mondiale. En moyenne, la part des salaires recule davantage dans des secteurs comme l'habillement, confrontés à une plus forte pénétration des importations (graphique II.8).

...et l'intensification de la concurrence

Perspectives

Les prévisions consensuelles tablent sur une inflation faible et stable en 2006, même si l'incertitude a récemment grandi à cet égard. Plusieurs indicateurs font état d'une montée des risques d'inflation, en raison de l'utilisation accrue des ressources. Les écarts de production se resserrent, voire disparaissent, dans de nombreux pays et, dans le secteur manufacturier des pays du G 3, le taux d'utilisation des capacités est supérieur à sa moyenne de longue période. Il est cependant difficile d'évaluer l'ampleur des capacités encore inutilisées dans les grandes économies avancées. Ainsi, l'évolution du taux d'activité ou

Les prévisions tablent sur une faible inflation

les réformes structurelles ont pu faire baisser le niveau du chômage pouvant être supporté sans générer de tensions inflationnistes. Plus important peut-être est le fait que la mondialisation pourrait avoir atténué la réactivité des salaires aux écarts de production nationaux et, partant, la probabilité de telles tensions.

La faible hausse des prix des marchandises pourrait persister...

On peut se demander à cet égard si la faible hausse des prix des biens échangés va persister malgré le renchérissement continu des matières premières et de l'énergie. La vive augmentation des prix à la production constatée en 2005 dans les grandes économies avancées laisse clairement présager une aggravation des tensions. L'évolution de la situation dépendra donc, en bonne partie, de la question de savoir si (ou quand) les entreprises retrouveront la maîtrise des prix à la consommation et si les augmentations des coûts salariaux resteront contenues. Or, sur ce point, les signaux diffèrent selon les indicateurs.

...car la délocalisation de la production semble continuer...

Dans les économies émergentes, l'investissement direct étranger est resté soutenu, ce qui pourrait indiquer que le processus de délocalisation de la production n'est pas achevé. Le taux de pénétration des importations n'a cessé d'augmenter, attestant de pressions persistantes sur les prix et salaires intérieurs. Dans les grands pays industrialisés, la progression des salaires nominaux demeure jusqu'ici bien inférieure aux normes historiques et, conjuguée aux anticipations de gains substantiels de productivité du travail, cette tendance devrait continuer à freiner l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre.

...mais l'augmentation des prix à l'importation soulève des questions

Parallèlement, les prix à l'importation des biens durables et des produits de consommation de base ont apparemment cessé de baisser. Nombre d'interrogations subsistent concernant le processus de formation des salaires et des prix ainsi que les marchés du travail dans les économies émergentes qui sont récemment entrées dans la mondialisation. Divers éléments, tels que, en Chine, la hausse à deux chiffres du coût de la main-d'œuvre pour certaines catégories d'ouvriers des usines implantées dans les zones côtières, traduisent un épuisement des capacités excédentaires. En même temps, l'accroissement de l'utilisation des ressources et la persistance de fortes tensions sur les cours des produits de base pourraient signifier que l'écart de production se resserre, même au niveau mondial.

Épargne et investissement du secteur privé

Tendances

Les pays exportateurs de pétrole et les économies émergentes d'Asie tirent l'épargne mondiale...

En 2005, l'épargne mondiale s'est accrue, atteignant 22 % du PIB, ce qui représente environ 1 1/2 point de plus que lors du creux conjoncturel de 2002 et avoisine la moyenne des années 90 (tableau II.4). Sa hausse dans le monde émergent y a encore contribué pour beaucoup. Les économies émergentes exportatrices de pétrole représentent une part croissante de l'épargne mondiale : leur taux d'épargne a augmenté de 4 points l'an dernier. Dans les économies émergentes d'Asie, les tendances ont divergé. Le taux d'épargne national de la Chine a poursuivi son augmentation et se situe à quelque 51 %. Ce résultat pourrait surtout être attribuable aux entreprises, dont les bénéfices

Épargne et investissement : tendances mondiales					
En % du PIB					
	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-03	2004	2005	1991- 2005 ¹
Épargne dans le monde	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Économies avancées ²	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
États-Unis	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Zone euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Japon	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Économies émergentes ³	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
Asie en développement	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
Chine	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
Amérique latine	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europe centrale et orientale	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Investissement dans le monde	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Économies avancées ²	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
États-Unis	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Zone euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japon	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Économies émergentes ³	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
Asie en développement	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
Chine	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
Amérique latine	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europe centrale et orientale	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

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

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau II.4

ont continué à croître en 2005 ; l'épargne des ménages n'aurait donc quasiment pas varié, autour de 25 % du PIB, ce qui est considérable. Par contre, les taux ont diminué dans le reste de l'Asie émergente. En Europe centrale et orientale ainsi qu'en Amérique latine, la stabilité a prévalu.

Dans les pays industrialisés avancés, le niveau d'épargne nationale n'a pas évolué, restant très en deçà de la moyenne de la décennie précédente, mais les écarts entre pays ont été substantiels : d'un côté, en Allemagne, la prudence a pu inciter les ménages à épargner encore davantage ; de l'autre, aux États-Unis et en Espagne, deux pays où le patrimoine immobilier s'est fortement apprécié en 2005, l'épargne des ménages s'est effondrée. Parallèlement, aux États-Unis et dans d'autres économies avancées, les entreprises ont continué d'épargner en termes nets, ce qui a eu pour effet de valoriser la composante « actions » dans le patrimoine des ménages ces dernières années. Cette valorisation pourrait expliquer la baisse de l'épargne des ménages. Aux États-Unis, abstraction faite de cet effet, le taux d'épargne des ménages, devenu négatif en 2005 selon la plupart des indicateurs, ainsi que celui de l'épargne nationale se situent à des niveaux insoutenables.

En 2005, l'investissement s'est quelque peu redressé dans les pays développés et il est resté généralement stable dans les économies émergentes – avec, là aussi, des différences en Asie émergente. En Chine, le taux

...alors que les taux d'épargne sont restés inchangés dans les économies avancées

Poursuite de l'expansion de l'investissement en Chine

d'investissement a augmenté à nouveau de 1 point de pourcentage. Dans le reste de l'Asie émergente, il n'a guère varié, de sorte que la formation brute de capital fixe demeure à des niveaux largement inférieurs à ceux d'avant la crise asiatique.

Recentrage de l'investissement sur les entreprises dans les économies avancées

Dans les économies avancées, l'investissement a privilégié la formation de capital fixe des entreprises au détriment du secteur résidentiel. Dans la zone OCDE, la croissance de l'investissement résidentiel s'est ralentie à 3 1/2 %, contre 6 1/2 % en 2004. L'investissement des entreprises est resté soutenu aux États-Unis et s'est accéléré dans plusieurs autres économies : au Japon, dans les pays scandinaves, chez les exportateurs de produits de base – comme l'Australie et le Canada – ainsi que dans certaines parties de la zone euro, notamment en Allemagne et en Belgique. En revanche, il est demeuré relativement faible au Royaume-Uni et a diminué en Italie.

Bénéfices et investissement des entreprises

Poursuite de la progression des bénéfices

Les bénéfices des entreprises ont continué à progresser en 2005, et ils semblent avoir atteint de nouveaux sommets historiques en pourcentage du PIB mondial. Cette tendance, observée ces dernières années, paraît résulter de facteurs mondiaux, quoique des évolutions sectorielles y aient également contribué. Depuis quelques années, les marges d'exploitation se sont accrues dans tout le secteur non financier (tableau II.5). Elles sont ainsi passées au-dessus de leur niveau de la seconde moitié des années 90 dans nombre de secteurs, le dépassant même nettement dans le secteur lié aux produits de base. Si le pouvoir de marché reste, dans l'ensemble, limité, le repli substantiel et assez généralisé des coûts de main-d'œuvre a favorisé l'élargissement des marges. Le fait que les bénéfices ont encore progressé au cours de la phase

Industrie mondiale : indicateurs de bénéfice, par secteur ¹						
En % des revenus						
	Excédent d'exploitation ²			Bénéfice après impôts		
	2004-05	Variation sur ³		2004-05	Variation sur ³	
		2001-02	1995-99		2001-02	1995-99
Automobile	4	0	0	2	1	0
Chimie	9	3	1	6	3	1
Commerce de détail	5	1	1	3	1	1
Équipement industriel	8	2	2	5	3	2
Exploitation minière	22	4	9	17	6	9
Logiciels	26	2	0	18	5	3
Matériel informatique	5	2	0	4	4	0
Pétrole et gaz, production	14	3	5	9	3	4
Services collectifs	14	3	1	7	3	1
Télécommunications	16	3	-2	9	13	-1
Transport aérien	3	3	-3	2	3	-1

¹ Moyenne, pondérée sur la base des revenus, des entreprises de l'indice World Equity Market.
² Revenus moins charges d'exploitation totales. ³ Moyenne 2004-05 moins moyenne 2001-02 et 1995-99, respectivement.

Sources : Datastream ; calculs BRI.

Tableau II.5

d'expansion actuelle s'explique, dans une large mesure, par la baisse considérable des charges d'intérêts – autre phénomène mondial.

Malgré des bénéfiques records, des trésoreries abondantes et de faibles taux d'intérêt, l'investissement des entreprises n'a pas été exceptionnel. En 2005, la formation de capital fixe s'est redressée et, en termes réels, a progressé dans les économies avancées à peu près comme lors des cycles précédents. Cependant, l'investissement relativement faible au début de la phase actuelle de reprise semble avoir provoqué un recul cumulé de la formation de capital. En effet, l'investissement des entreprises en proportion du PIB est resté modeste dans les économies du G 3 (graphique II.9) au regard des évolutions passées. La relative atonie de l'investissement est confirmée par le fait que, dans la plupart des secteurs, la proportion du capital fixe dans l'ensemble des actifs des entreprises a été, en 2004 et 2005, inférieure à son niveau de la seconde moitié des années 90 (tableau II.5).

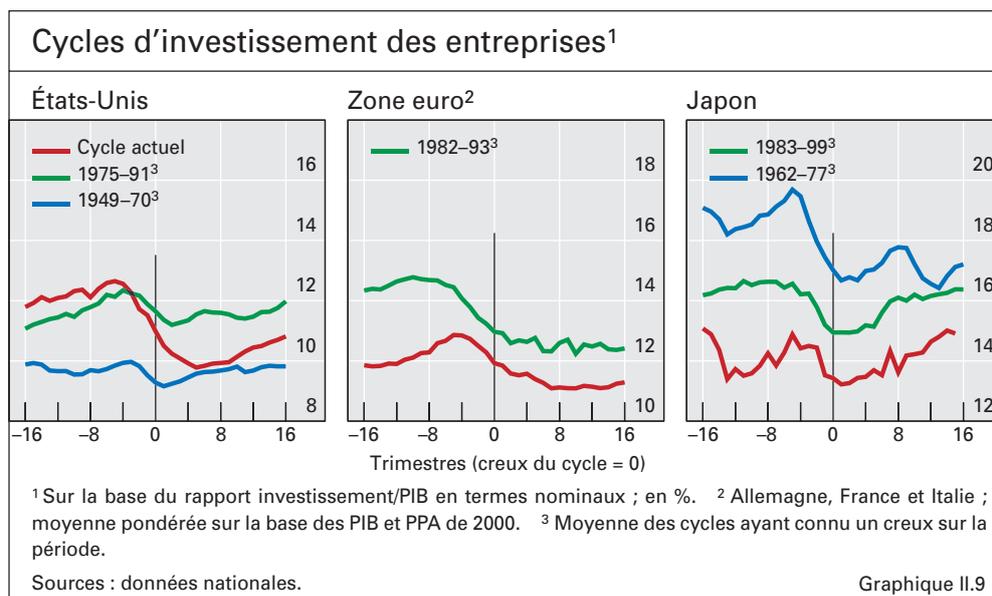
Une énigme subsiste : pourquoi le ratio investissement nominal/PIB reste-t-il faible dans la plupart des économies avancées ? Peut-être est-ce, en partie, en raison de la forte baisse du prix relatif de l'investissement en capital fixe. Ainsi, au Japon et aux États-Unis, ce prix a régressé de 25 à 40 % depuis 1980. Il pourrait en résulter un recul des taux d'investissement nominaux, dans la mesure où la baisse du prix relatif n'est pas compensée par le renforcement de l'intensité capitalistique.

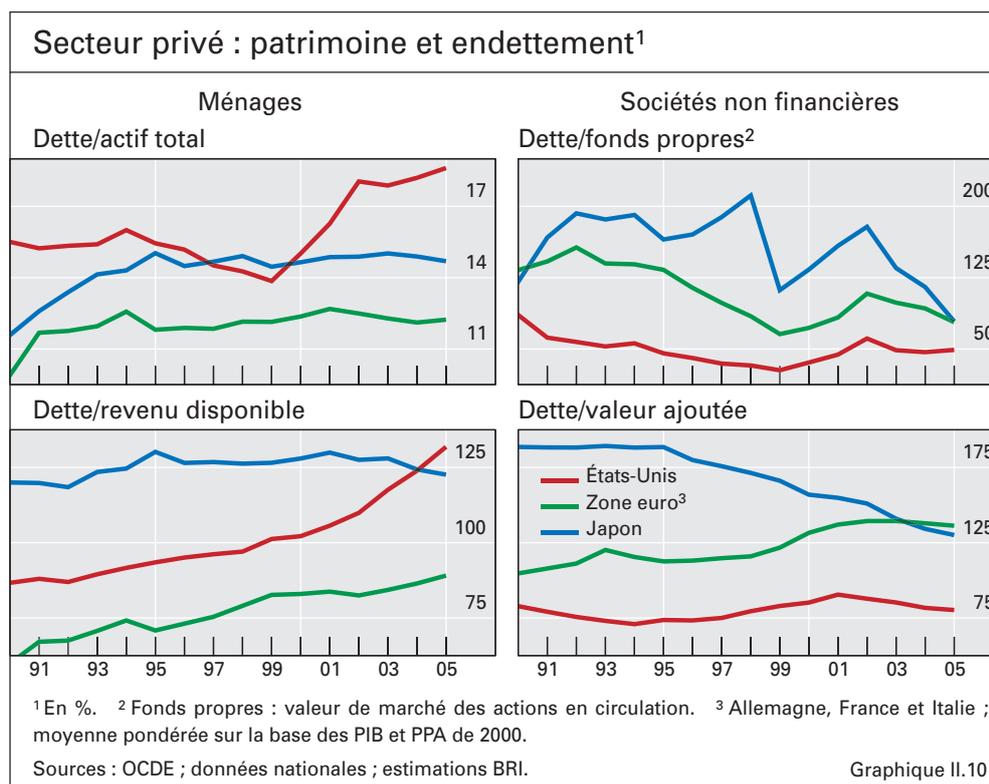
Les changements dans la structure de l'activité économique pourraient également expliquer ce tassement de l'investissement. Les actifs incorporels, tels que valeur des marques et procédés, semblent influencer davantage sur la production aujourd'hui qu'au cours de la décennie précédente. Il reste que ce type d'investissement n'est sans doute pas bien pris en compte dans les statistiques. En outre, il se peut que la mondialisation des processus de production ait fait baisser le niveau d'investissement dans les économies avancées. De fait, l'investissement direct étranger est solide, surtout en Chine, mais il est difficile de dire s'il s'agit d'un substitut à l'investissement national.

Les niveaux d'investissement restent en dessous des normes historiques

Le recul des prix des biens d'équipement est une cause possible de la faiblesse de l'investissement...

...de même que l'évolution des processus de production





Dans le cas des multinationales américaines, l'intégration verticale internationale semble se traduire par un surcroît d'investissement aussi bien dans le pays qu'à l'étranger et non par une simple relocalisation de la production intérieure.

Des taux de rendement requis élevés par rapport aux taux escomptés ont pu dissuader des chefs d'entreprise de développer leurs capacités dans certains secteurs. À cela, deux raisons possibles : l'exigence de rendements élevés par les actionnaires ; des doutes sur le caractère durable de certains marchés, qui maintiennent les rendements attendus à un faible niveau. C'est ce qui expliquerait pourquoi les investissements du secteur pétrolier semblent être restés relativement peu importants à l'échelle du globe ces dernières années, en dépit de la forte progression des bénéfices.

Dans le même ordre d'idées, nul ne sait vraiment combien de temps il faudra pour que le souvenir de la période de surinvestissement passée s'estompe. D'un côté, l'investissement dans certains secteurs informatiques a redémarré ces deux dernières années ; plus généralement, le désendettement consécutif aux conditions de financement difficiles liées à l'effondrement des marchés boursiers en 2001 et au durcissement ultérieur de la gouvernance d'entreprise semble arrivé à son terme. Les ratios dettes/fonds propres ont, en effet, baissé dans les principales économies avancées (graphique II.10). D'un autre côté, la multiplication généralisée, en 2005, des rachats d'entreprises avec effet de levier témoigne d'un regain d'intérêt pour l'achat, plutôt que pour la création, d'actifs.

Investissement résidentiel et marché du logement

Malgré une croissance légèrement moins soutenue en 2005, l'investissement résidentiel est resté vigoureux ; sa part dans le PIB a augmenté de 1 1/2 point

L'exigence de rentabilité de l'investissement peut être relativement élevée dans certains secteurs...

...et le souvenir du surinvestissement passé peut encore jouer un rôle

environ par rapport à sa moyenne de longue période de 5 % en Australie et aux États-Unis. En Espagne, il a représenté quelque 9 % du PIB, soit près de 3 points de plus que la moyenne des dix années précédentes. L'Allemagne et le Japon, en revanche, font figure d'exceptions parmi les économies avancées.

Investissement résidentiel vigoureux...

Aux États-Unis, c'est principalement la construction résidentielle qui explique la récente conjoncture favorable du bâtiment, qui s'est poursuivie début 2006. En Espagne, elle enregistre sa treizième année d'expansion consécutive ; son essor a été tiré (et financé) dans une large mesure par des sources extérieures, notamment par des *baby boomers* d'Europe du Nord qui prennent leur retraite et acquièrent une résidence secondaire sur les bords de la Méditerranée.

...tout comme le secteur du bâtiment

Ces vingt dernières années, dans les grands pays industrialisés, le bâtiment (construction résidentielle et commerciale) a connu plusieurs cycles. Les périodes de forte activité ont été généralement assez longues (quatre à dix ans ou plus dans les pays figurant au tableau II.6). À ces moments-là, sa contribution à la croissance globale du PIB a facilement atteint 10–15 % ; il a représenté jusqu'à 10 % de la production totale de l'économie à l'apogée du cycle et employé 13 % de la main-d'œuvre totale. Aux États-Unis, par exemple, sa progression moyenne a été de 8¹/₂ % par an pendant le boum de 1983–86, entrant alors pour 9 % dans l'expansion du PIB. Dans les années 90, l'essor a été moins marqué, mais il a eu un effet un peu plus sensible sur l'emploi. Le dynamisme du bâtiment est également bénéfique à des secteurs connexes, tels que les agences immobilières et les sociétés de crédit-bail. Ainsi, de 1983 à 1986, la part de ces services dans le PIB a augmenté de 0,7 % aux États-Unis.

Caractéristiques des précédents cycles de la construction

Tout comme les périodes d'expansion du bâtiment avaient tendance à durer, les ralentissements ont souvent été prolongés et sévères. En Allemagne, en Espagne, aux États-Unis et au Japon, la production en termes réels de ce secteur s'est contractée de 13 à 21 % durant les principales phases de repli de ces trente dernières années, et le recul de l'emploi a parfois atteint 20 %.

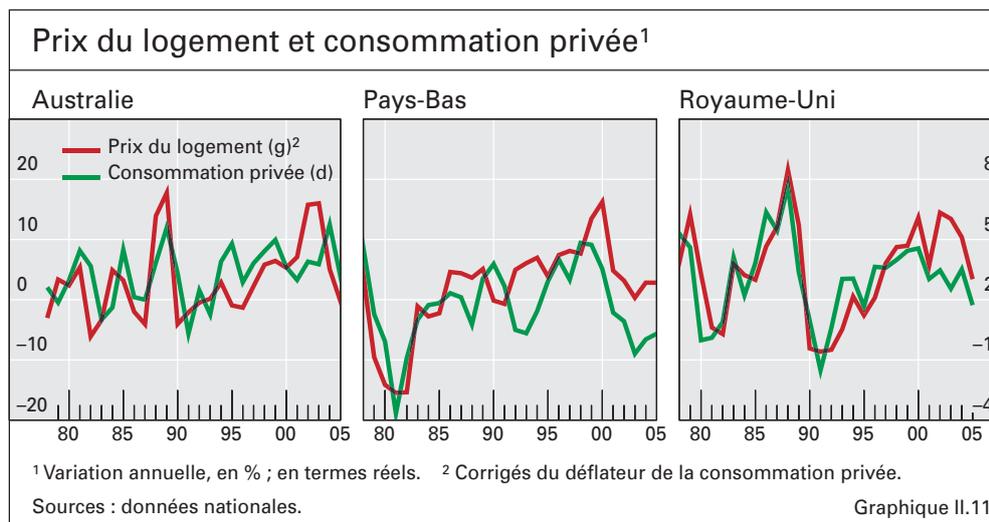
Les phases de ralentissement ont été généralement longues...

Secteur du bâtiment ¹ dans certaines économies							
En %							
	Période de forte activité ²					Écart pic–creux ⁵	
	Date	Taux de croissance moyen ³	Contribution à la croissance ⁴	Part maximale du PIB nominal	Part maximale de l'emploi	Production réelle	Emploi
Allemagne	1988–1994	3,1	9	6,3	8,5	–18	–20
Espagne	1994–2004	4,9	11	9,7	13,2	–20	–19
États-Unis	1983–1986	8,3	9	4,7	5,0	–13	–8
	1992–2000	2,6	3	4,4	5,2		
Japon	1985–1990	7,1	15	9,9	9,6	–21	–2

¹ Définition de la comptabilité nationale (PIB par secteur d'activité). ² Phase durable pendant laquelle la valeur ajoutée dans le secteur du bâtiment connaît une croissance moyenne annuelle proche de 3 % ou plus. ³ Variation annuelle moyenne. ⁴ Contribution à la croissance du PIB réel, en % de la croissance du PIB. ⁵ Variation d'un pic au creux suivant ; moyenne calculée sur la base de ralentissements majeurs (jusqu'à trois) depuis 1970.

Sources : OCDE ; données nationales.

Tableau II.6



...surtout en
Allemagne et
au Japon

En Allemagne et au Japon, les retournements les plus récents ont été particulièrement marqués : dans ce premier pays, la production comme l'emploi du secteur se sont repliés de 30 % entre 1994 et 2004. C'est seulement en 2005 que de timides signes de redressement sont apparus. Au Japon également, le bâtiment ne s'est pas encore remis de l'éclatement de la bulle immobilière de 1990. La production en termes réels de ce secteur a, là aussi, reflué de près de 30 % entre 1990 et 2003. L'emploi, cependant, a légèrement progressé, car de nombreux ouvriers étaient recrutés pour des chantiers publics qui s'inscrivaient dans la politique budgétaire expansionniste des années 90. Néanmoins, les effets du ralentissement sur les agrégats macroéconomiques, tels que la consommation des ménages, ont été clairement ressentis lorsque les salaires dans le bâtiment se sont trouvés nettement amputés.

Le tassement
du marché de
l'immobilier devrait
peser sur la
consommation...

Un repli du marché immobilier et un tassement de la hausse des prix du logement signifieraient aussi un moindre support, par d'autres canaux, pour les dépenses de consommation. Premièrement, le patrimoine immobilier croît plus lentement (voire diminue). Deuxièmement, il en résulte une capacité réduite à rendre liquides des actifs immobiliers au moyen d'emprunts adossés à des garanties immobilières. L'Australie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni sont passés par des périodes de ralentissement des prix immobiliers : dans les trois cas, elles se sont accompagnées d'un net affaiblissement de la croissance de la consommation en termes réels (graphique II.11).

...même si
les effets des
ralentissements
observés
récemment sur ce
marché ont été
jusqu'à présent
modérés

Toutefois, surtout en Australie et au Royaume-Uni, ce tassement de la hausse des prix immobiliers a eu moins d'incidence que prévu sur la consommation. En termes réels, dans ces deux pays, les variations des prix du logement durant la première moitié de l'actuelle décennie ont eu moins d'influence sur la fluctuation de la consommation qu'au cours des 25 années précédentes. Plusieurs explications peuvent être avancées : les ménages ont anticipé, dans une certaine mesure, une correction de l'envolée des prix immobiliers ; dans le récent épisode de croissance vigoureuse et de faible chômage, ils ont révisé en baisse leurs programmes de dépenses, mais moins que, par exemple, les Néerlandais lors du ralentissement économique de

2001–03 ; enfin, si ces prix se sont stabilisés dans les deux pays, ils n’ont pas sensiblement baissé en termes réels.

L’effet possible du tassement de l’immobilier sur la demande globale reste très difficile à cerner. L’expansion actuelle de ce marché s’est révélée inhabituelle en termes de durée, d’ampleur et de covariation des prix au plan international. Ces prix ont grimpé en flèche dans de nombreux pays avancés, mais aussi dans bien des économies émergentes, y compris en Chine et en Corée. De surcroît, cette flambée a eu lieu dans des pays déjà engagés dans une transformation profonde de leur offre de financement. Les propriétaires peuvent ainsi choisir dans une palette plus large de contrats d’emprunt. Par voie de conséquence, l’emprunt adossé à une garantie immobilière est devenu moins cher et plus facile à obtenir, de sorte que de nouvelles catégories de ménages ont pu entrer sur le marché. En particulier, les crédits de qualité inférieure sont en nette progression dans les pays qui les autorisent. Jusqu’à présent, toutefois, la faiblesse des taux d’intérêt a permis de maîtriser l’évolution des charges d’intérêts, malgré des niveaux d’endettement de plus en plus élevés (graphique II.10).

L’incidence du ralentissement du marché de l’immobilier reste difficile à cerner

Politique budgétaire

Même si, en 2005, la situation des finances publiques s’est révélée généralement meilleure que prévu un an auparavant, de nombreuses économies avancées continuent d’enregistrer un déficit budgétaire substantiel. Sous l’effet d’évolutions conjoncturelles favorables, les déficits nominaux ont été réduits de 1 % du PIB environ aux États-Unis ainsi qu’au Japon, et d’environ 1/2 point de pourcentage dans la zone euro (tableau II.7). Les déficits structurels (hors variations cycliques) se sont aussi contractés, mais

Amélioration des soldes budgétaires...

Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme ¹											
	Solde financier			Solde structurel ²			Dettes publique brute		Variation de la position à moyen terme ³		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Année	Solde financier	Dettes publique brute
États-Unis	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Zone euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Allemagne	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
France	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italie	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
Espagne	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Japon	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Royaume-Uni	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canada	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australie	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 ⁴

¹ Administrations publiques, chiffres en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. ³ Variation, en points de %, entre 2005 et l’année citée ; définitions nationales. Un chiffre positif indique une réduction du déficit (une augmentation de l’excédent)/une diminution de la dette. ⁴ Dette nette.

Sources : Commission européenne ; FMI ; OCDE ; données nationales.

Tableau II.7

demeurent, dans bien des pays, à des niveaux qui appellent à poursuivre l'assainissement budgétaire.

...substantielle aux États-Unis...

L'amélioration de la position budgétaire des États-Unis en termes nominaux a résulté de la forte progression des recettes fiscales, au titre de l'impôt sur les bénéfices tout particulièrement, et d'une maîtrise relativement stricte des dépenses de nature non discrétionnaire. Le déficit devrait rester plus ou moins stable en 2006, sous l'effet d'un accroissement moins rapide des recettes, mais aussi des coûts de reconstruction consécutifs au passage des cyclones et des opérations militaires en cours à l'étranger.

...et modérée dans la zone euro

Dans la zone euro, la croissance modérée en termes réels a permis d'améliorer légèrement les ratios de recettes budgétaires, tandis que les ratios de dépenses sont restés globalement stables. Pourtant, les déficits se sont maintenus au-dessus du critère de 3 % dans quatre pays de la zone euro (dont l'Allemagne et l'Italie), alors qu'en France, ils se sont approchés de cette limite. Les prévisions budgétaires pour 2006 n'envisagent pas fondamentalement de resserrement, dans un environnement où l'activité économique devrait s'accélérer jusqu'à atteindre son potentiel de croissance.

Déficits moindres mais endettement toujours lourd au Japon

Au Japon, le déficit nominal a diminué plus vite qu'on ne s'y attendait, revenant de plus de 8 % du PIB en 2002-03 à un peu plus de 5 % en 2005. Cette amélioration a été due aux recettes fiscales (sur les revenus et les bénéfices) supérieures aux prévisions et à des économies au titre du collectif budgétaire. En termes corrigés des variations cycliques, le déficit est ressorti à moins de 5 % du PIB. Toutefois, après une décennie de déficits substantiels, la dette publique brute, de loin la plus élevée des grands pays industrialisés, dépasse 170 % du PIB. L'endettement net est bien moindre, mais, avec environ 85 % du PIB, il excède de beaucoup celui de la plupart des autres économies avancées.

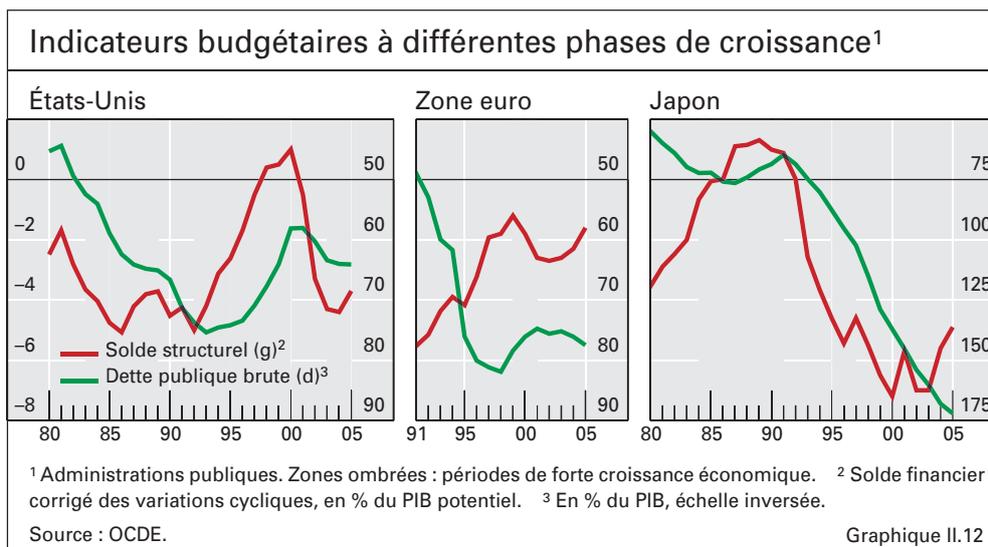
Perspectives d'assainissement budgétaire toujours incertaines

L'assainissement budgétaire va-t-il nettement progresser après 2006 ? Dans de nombreux cas, cela reste incertain. Aux États-Unis, les autorités ont annoncé leur intention de ramener le déficit fédéral à environ 1 1/2 % du PIB d'ici 2009, même si les mesures qui permettront d'y parvenir n'ont pas été confirmées. Dans la zone euro, le tour de vis budgétaire n'est envisagé qu'à un rythme mesuré. Tout dépendra de la façon dont sera appliqué le nouveau Pacte de stabilité et de croissance. Si les opinions divergent sur ce point, la plupart des décideurs politiques affirment que les nouvelles dispositions affaiblissent le « volet correctif » du pacte (c'est-à-dire la procédure pour déficit excessif) et que la mise en œuvre de la politique budgétaire y gagnera en flexibilité. L'Allemagne pense ramener son déficit à moins de 3 % du PIB en 2007, grâce surtout à un relèvement de 3 points de pourcentage de son taux de TVA. Le Japon a décidé de rapprocher d'un an la date butoir pour le retour à l'équilibre primaire, soit l'exercice 2011. Cependant, là encore, les mesures spécifiques dans ce sens ne sont toujours pas élaborées.

Viabilité budgétaire : les enjeux

La persistance d'importants déficits...

La condition fondamentale de la viabilité budgétaire, à savoir que, sur longue période, l'encours de la dette publique ne progresse pas plus vite que le PIB nominal, n'est pas satisfaite aux États-Unis et dans la zone euro depuis 2001,



ni au Japon depuis la fin des années 80. En fait, durant la dernière phase de croissance rapide dans la zone euro, les déficits structurels se sont creusés (graphique II.12). Aux États-Unis, ils se sont réduits sur la période de forte croissance la plus récente (2002–05), mais beaucoup moins que pendant l’expansion des années 90.

La persistance d’importants déficits budgétaires, même dans un contexte de croissance mondiale soutenue et de faibles taux d’intérêt, a suscité des préoccupations au sujet de la viabilité à long terme des finances publiques dans les principaux pays industrialisés. Ces préoccupations sont amplifiées par les tensions budgétaires qui se profilent, en raison des dépenses liées au vieillissement démographique et du tassement de la croissance qu’il laisse présager.

...amplifie les préoccupations au sujet de la viabilité budgétaire

Le vieillissement de la population pèsera de plus en plus sur les budgets dans les décennies à venir. Dans les pays du tableau II.7, les dépenses publiques au titre des retraites devraient augmenter en moyenne de près de 3 % du PIB d’ici 2050. Sur ce point, cependant, les projections diffèrent sensiblement d’un pays à l’autre. Par rapport à 2000, le ratio retraites/PIB diminuerait en Italie et au Royaume-Uni mais augmenterait de 8 points en Espagne.

La viabilité devient plus urgente car les dépenses au titre des retraites s’alourdissent...

Concernant la santé et les soins de longue durée, les dépenses publiques semblent devoir s’alourdir massivement. Selon les projections de l’OCDE, en l’absence d’une action des autorités, elles pourraient passer d’une moyenne de 7 % du PIB en 2005 à 13 % en 2050 dans les principaux pays industrialisés (tableau II.7). En outre, contrairement à ce qui se passe pour les retraites, l’évolution prévue de ces dépenses touche tous les pays de façon relativement homogène. Même dans un scénario prenant en compte les effets supposés de mesures visant à en limiter la progression, elles sont appelées à s’accroître en moyenne de 3½ points, pour atteindre 10½ % du PIB d’ici 2050.

...ainsi que les coûts de santé

Ces projections reposent toutes sur des conditions macroéconomiques relativement favorables. Une progression du revenu national plus lente que prévu accélérerait la détérioration tendancielle des positions budgétaires sous-jacentes. La zone euro et le Japon devraient s’attendre, en outre, à une

Un ralentissement de la croissance comporterait des risques additionnels...

diminution notable du taux de croissance potentiel moyen de leur PIB, si les effets du vieillissement démographique ne sont pas compensés par un relèvement de l'âge du départ en retraite. Cela souligne encore la nécessité de réformes structurelles. Les États-Unis sont peut-être dans une situation plus favorable à cet égard, dans la mesure où ils devraient être moins affectés par le ralentissement de la croissance démographique et où leur productivité a progressé à un rythme soutenu au cours de la décennie passée.

...de même qu'une augmentation des taux d'intérêt

La gravité du problème de la dette publique est, dans une certaine mesure, masquée par le bas niveau des taux à long terme. Les paiements d'intérêts nets des pouvoirs publics se sont réduits de 0,6 point de PIB entre 2000 et 2005 aux États-Unis, et de 0,8 point de PIB dans la zone euro. Au Japon, le coût du service de la dette publique a diminué de 0,2 point de PIB sur la même période, malgré l'alourdissement de la dette. Une hausse des taux longs plus forte qu'attendu rendrait donc encore plus difficiles les décisions que les autorités budgétaires doivent prendre pour placer les finances publiques sur une trajectoire viable. À cet égard, les États-Unis sont en moins bonne posture que d'autres pays, en raison de leur faible taux d'épargne national.

Évolution des paiements courants

Aggravation des déséquilibres extérieurs

Nouvelle augmentation marquée du déficit courant américain

Les déséquilibres mondiaux des paiements courants ont continué à s'accroître. Le déficit extérieur américain a atteint \$800 milliards en 2005 (6½ % du PIB), soit une hausse de près de \$140 milliards en un an (tableau II.8). Alors que la zone euro a affiché des comptes courants en équilibre, la situation des pays membres est devenue plus contrastée : l'excédent de l'Allemagne a dépassé \$110 milliards (4 % du PIB), cependant que le déficit de l'Espagne s'est creusé à quasiment \$85 milliards (7½ % du PIB). L'excédent du Japon est resté substantiel, à quelque \$170 milliards, ou 3½ % du PIB. Plusieurs économies européennes plus petites, telles que la Norvège et la Suisse, ont également été nettement excédentaires.

L'alourdissement des factures énergétiques amplifie les déficits des économies avancées

Ce creusement des déséquilibres s'explique largement par la flambée des prix de l'énergie. Le solde des échanges de produits pétroliers des pays avancés importateurs de pétrole s'est détérioré d'environ 1½ point de PIB. Dans le cas des États-Unis, les importations énergétiques nettes se sont accrues de \$70 milliards, ce qui représente à peu près l'augmentation totale des exportations de marchandises. L'énergie entre désormais pour un tiers dans le déficit commercial américain.

Modification de la composition des excédents

Le renchérissement de l'énergie a également modifié la composition des excédents extérieurs. L'excédent cumulé des pays exportateurs de pétrole a progressé, atteignant environ \$420 milliards en 2005, contre moins de \$90 milliards en 2002 avant le début de l'envolée des prix pétroliers. Ces prix élevés ont encore beaucoup plus pénalisé les pays émergents importateurs de pétrole, dont l'économie est davantage tributaire de cette source d'énergie. Ainsi, pour la Chine, le solde des échanges de produits pétroliers s'est dégradé de 4 points de PIB entre 2002 et 2005. Néanmoins, l'excédent global des

Solde des paiements courants						
En milliards de dollars EU						
	Moyenne 1991-2001	2002	2003	2004	2005	2005 ¹
États-Unis	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Zone euro ²	13	39	32	74	-16	-0,2
Allemagne	-21	41	46	102	115	4,1
Espagne	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Japon	105	112	137	171	168	3,7
Autres pays industrialisés avancés	-3	34	55	48	44	0,8
Chine	14	35	46	69	161	7,2
Autres économies émergentes d'Asie	15	92	120	115	82	2,6
Amérique latine	-49	-16	7	18	30	1,2
Europe centrale et orientale	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Pays exportateurs de pétrole	5	87	143	239	417	9,6
Arabie Saoudite	-6	12	28	52	91	29,5
Norvège	9	24	29	35	49	16,7
Russie	12	29	35	59	84	11,0
Pays importateurs de pétrole	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avancés	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Émergents	-34	89	128	127	168	1,8

¹ En % du PIB. ² Somme des soldes des économies de la zone euro.
Sources : FMI ; données nationales. Tableau II.8

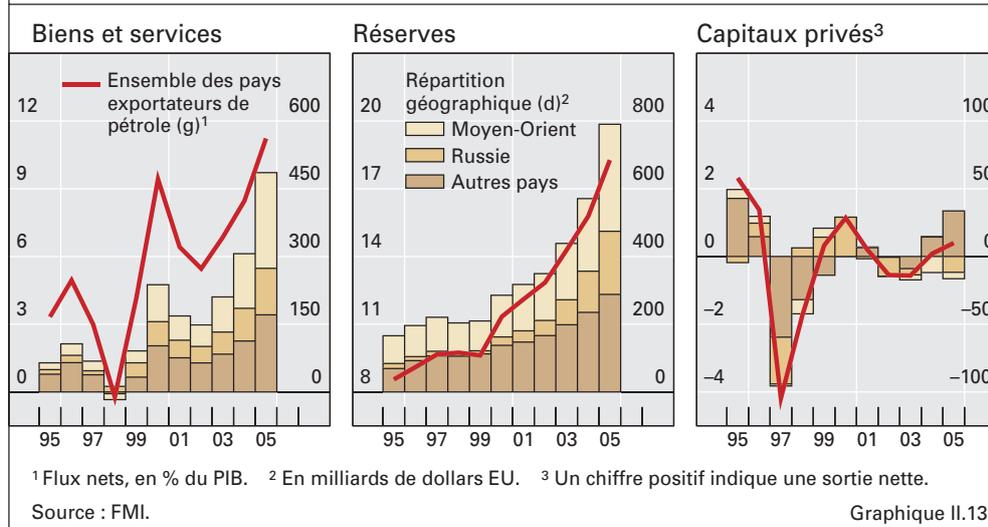
paiements courants des économies émergentes importatrices de pétrole a continué de progresser, s'élevant à \$170 milliards en 2005, contre quelque \$90 milliards en 2002. L'excédent extérieur de la Chine a atteint \$160 milliards (7 % du PIB), en raison d'une expansion toujours vive des exportations et d'un ralentissement marqué de la croissance des importations. L'Amérique latine dans son ensemble a aussi enregistré un excédent croissant, de nombreux pays de cette région ayant profité de la progression des cours des produits de base et du renforcement des exportations en volume (chapitre III).

Rééquilibrage mondial et recyclage des recettes pétrolières

Les facteurs traditionnels susceptibles de favoriser l'ajustement extérieur n'ont guère contribué, voire se sont opposés, au rééquilibrage mondial. Le dollar EU a progressé de 4 % en termes effectifs réels, tandis que le yen perdait de la valeur (chapitre V). Les monnaies des économies émergentes d'Asie se sont modérément appréciées, mais pas assez pour induire un changement notable dans les flux commerciaux. La hausse du cours de change effectif réel explique en partie la persistance d'un déficit extérieur élevé en Australie (6 % du PIB) et en Nouvelle-Zélande (9 %). Malgré un rétrécissement en cours d'année, l'écart de croissance entre les États-Unis et les autres grandes économies avancées est resté substantiel et favorable au dollar. Enfin, la faiblesse des taux réels à

Les facteurs d'ajustement traditionnels n'ont guère eu d'incidence...

Pays exportateurs de pétrole : indicateurs de la balance des paiements



long terme a continué d'étayer la vive expansion de la demande des ménages (investissement résidentiel compris) aux États-Unis et ailleurs.

En outre, le processus d'ajustement extérieur au choc pétrolier actuel pourrait être plus long qu'à la fin des années 70. À cette époque, les importants excédents courants des exportateurs de pétrole s'étaient inversés en quelques années. Craignant une augmentation du taux et des anticipations d'inflation, les autorités monétaires avaient nettement durci leur politique. Il en était résulté une récession dans les économies importatrices de pétrole, qui avait induit à son tour un effondrement de la demande pétrolière. Cette fois, en revanche, l'inflation globalement contenue a permis une réaction monétaire beaucoup plus modérée, de sorte que la croissance mondiale et la demande de produits pétroliers sont restées fortes.

En 2005, les pays exportateurs de pétrole ont apparemment alloué une proportion moindre de leurs recettes pétrolières à des importations qu'au cours des deux années antérieures et que lors des précédents chocs pétroliers. Leur excédent commercial est passé à plus de \$450 milliards, soit plus de la moitié de leurs recettes pétrolières (graphique II.13). Cette augmentation a été surtout attribuable aux économies qui exportent essentiellement du pétrole, qui n'ont affecté que la moitié environ de la hausse de leurs recettes à l'accroissement de leurs importations de biens et services. En 2003 et 2004 et lors des précédents chocs, cette proportion était à peu près des trois quarts. Trouver et exploiter des opportunités d'investissement locales dans les économies pétrolières peut prendre du temps, davantage qu'il n'en faut, en fait, pour un véritable transfert de ressources par le biais principalement d'une augmentation des dépenses de consommation, comme ce fut le cas dans la décennie 70.

La manière dont les pays exportateurs de pétrole dépensent leurs recettes peut également jouer sur l'efficacité des mécanismes d'ajustement extérieur. Depuis 2003, l'accroissement de leur demande d'importations profite sans doute surtout aux pays européens. La Chine a réussi, elle aussi, à renforcer sa

...et les prix élevés du pétrole pourraient retarder encore l'ajustement extérieur

Une moindre propension à affecter les recettes pétrolières à des importations...

...accroît l'importance des placements

part dans les exportations, tandis que les États-Unis ont enregistré un recul significatif. Cependant, selon les quelques données disponibles, il semble que les pays exportateurs de pétrole investissent encore en titres américains l'essentiel de leur surcroît de recettes, même s'ils ont opéré une diversification notable entre les catégories d'actifs. Ils se tournent davantage à présent vers les obligations d'entreprise et d'agences gouvernementales ainsi que vers les actions (chapitre VI). En dépit de cette plus grande diversification, l'augmentation du volume de leurs placements pourrait bien avoir soutenu le dollar et contribué au faible niveau des taux longs américains.

III. Enjeux pour les économies émergentes

Faits marquants

L'expansion amorcée en 2002 dans les économies émergentes s'est encore accentuée durant la période étudiée. Nombre de pays ont bénéficié d'une forte croissance, accompagnée d'une augmentation de la valeur des exportations et d'excédents courants importants, qui leur ont permis d'alléger nettement leur dette extérieure et de continuer d'accumuler d'appréciables réserves de change. Les positions budgétaires et les bilans se sont également améliorés. En partie grâce à ces facteurs, consommateurs et investisseurs sont restés extrêmement confiants. Contrairement à ce que l'on a pu voir dans le passé, la demande intérieure a bien résisté à la hausse des cours pétroliers, y compris dans les pays importateurs de pétrole.

Les économies émergentes ont profité de conditions externes exceptionnellement favorables durant le cycle actuel : vigueur de la demande mondiale ; pour beaucoup, nette amélioration des termes de l'échange ; financement extérieur bien plus accessible. Reste à savoir si les autorités des économies émergentes ont su en tirer parti afin de redresser durablement leurs finances publiques. On peut également se demander si les déséquilibres ne pourraient pas accroître le risque d'inflation ou entraîner une hausse insoutenable des prix des actifs. L'inflation a, jusqu'ici, été généralement bien maîtrisée, mais les perspectives sont incertaines, étant donné la volatilité des prix des produits de base et le niveau très bas ou négatif des taux d'intérêt réels à court terme. Un épisode de turbulences sur les marchés financiers en mai 2006 n'a fait qu'ajouter à l'incertitude ambiante. De nombreuses autorités monétaires sont confrontées à un défi de taille : éviter les erreurs d'orientation qui risqueraient de compromettre la stabilité macroéconomique financière.

Panorama macroéconomique

Toutes les régions ont affiché une croissance soutenue l'an dernier (tableau III.1). De plus, en Chine, les chiffres révisés du PIB montrent que le taux de croissance avait été nettement sous-évalué. L'Inde a vu son activité s'accélérer, la Corée s'est remise de la débâcle des émetteurs de cartes de crédit, en 2003, et la plupart des économies du Sud-Est asiatique ont continué de croître à vive allure. En Amérique latine, malgré un certain ralentissement, l'expansion s'est maintenue et, début 2006, on a assisté à une reprise de la production industrielle au Brésil et au Mexique. L'Argentine, le Chili, la Colombie et le Pérou ont à nouveau enregistré une croissance supérieure à la tendance. De même, l'expansion est restée vigoureuse en Europe centrale et orientale, la Hongrie et la Turquie ayant toutefois dû faire face à une volatilité accrue des marchés au lendemain de la turbulence financière partie d'Islande

Croissance et solde des paiements courants							
	PIB réel ¹				Solde des paiements courants ²		
	Moyenne 2002-04	2005	2006		Moyenne 2002-04	2005	2006
			T1	Prévision			
Asie	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
Chine	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Corée	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Hong-Kong RAS	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
Inde ³	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Autres ⁴	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
Amérique latine ⁵	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentine	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brésil	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
Mexique	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Europe centrale ⁶	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Russie	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Turquie	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
Afrique ⁷	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Moyen-Orient ⁷	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Total ⁸	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
G 7	2,1	2,6	2,8	2,8	-376	-614	-710

2006 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles publiées en mai, de JPMorgan Chase et du FMI.

¹ Variation annuelle, en %. Régions : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ² En milliards de dollars EU. Régions : ensemble des économies citées. ³ Chiffres annuels : année budgétaire commençant en avril. ⁴ Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁵ Économies citées, plus Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁶ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁷ Définition du FMI. ⁸ Ensemble des économies citées. Croissance du PIB réel, 2006 T1 : hors Afrique et Moyen-Orient.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; JPMorgan Chase ; données nationales. Tableau III.1

début 2006. La croissance a été forte presque partout au Moyen-Orient et en Afrique en raison du renchérissement des produits de base, en particulier du pétrole.

Évolution de la demande

La demande extérieure a continué d'être déterminante dans un certain nombre de pays (graphique III.1). En général, la demande de produits exportés par les économies émergentes est demeurée très forte, et l'amélioration des termes de l'échange a été particulièrement favorable aux pays exportateurs de produits de base. En outre, les exportations des économies d'Asie ont bénéficié du redémarrage dans le secteur de l'électronique, où a pris fin le ralentissement, dû à une accumulation des stocks, qui avait commencé en 2004. Par rapport aux replis précédents, les entreprises ont réduit leurs stocks excédentaires en relativement peu de temps. Par ailleurs, le tassement de la demande mondiale de produits de haute technologie n'a été que de courte durée. La vigueur des exportations et l'ampleur de l'excédent courant observées dans nombre de pays témoignent de l'impact global de ces facteurs.

La demande
extérieure est
restée forte...

La contribution de la demande extérieure à la croissance a toutefois varié selon les pays. L'an dernier, elle a nettement progressé en Chine et

est demeurée importante en Corée, à Hong-Kong RAS et à Singapour. Il en a été de même dans plusieurs pays d'Europe centrale – Pologne et République tchèque, notamment, où une forte amélioration de la balance commerciale a été constatée. En revanche, la contribution des exportations nettes a diminué dans plusieurs pays d'Asie importateurs de pétrole et en Amérique latine.

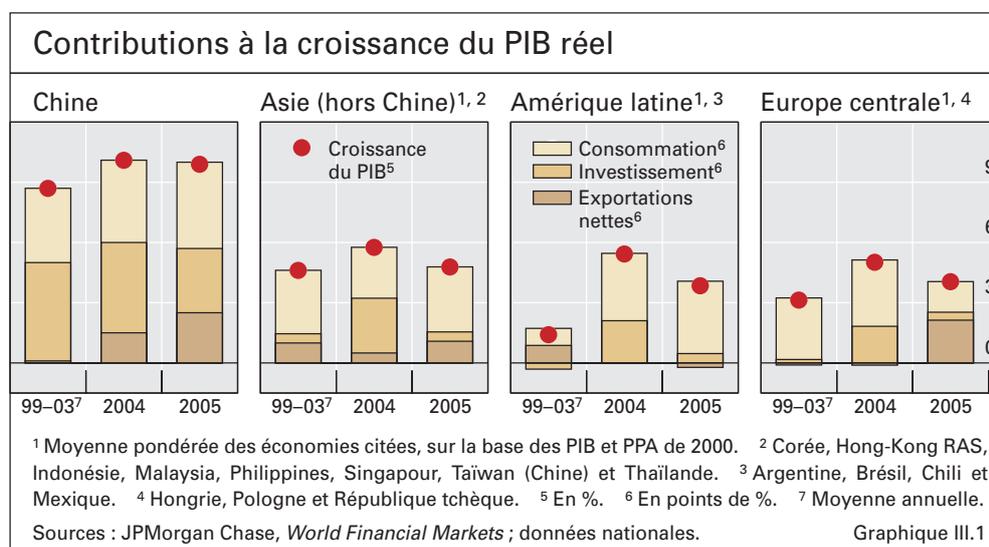
...mais la demande des ménages l'a été tout autant...

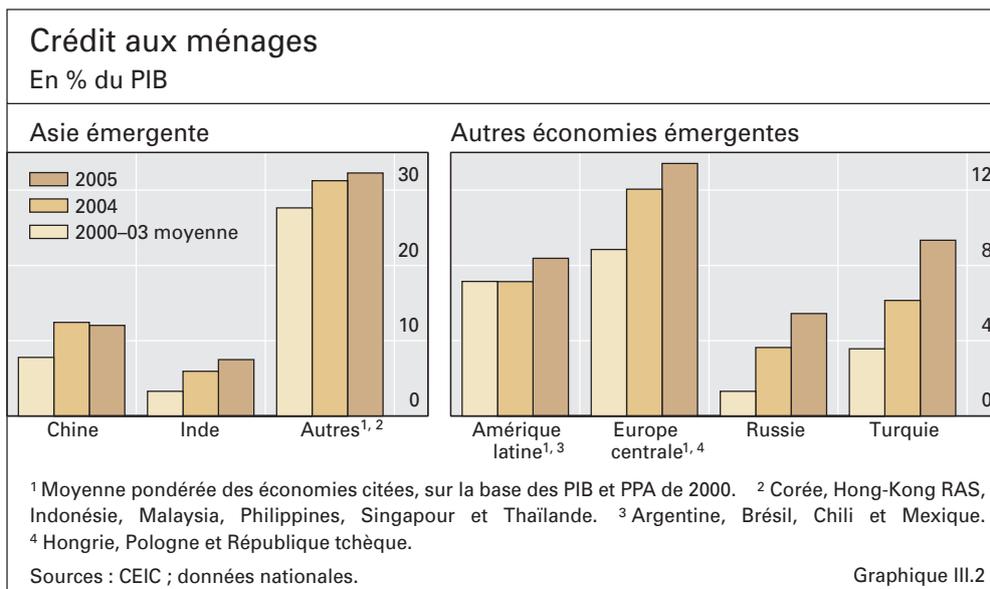
Dans toutes les régions, la croissance a été alimentée par la vigueur de la demande des ménages et, dans de nombreux pays, la consommation privée a été soutenue par une augmentation des dépenses au titre de la construction de logements. Deux facteurs ont joué un rôle clé à cet égard.

Premièrement, la demande des ménages et la confiance des consommateurs ont été stimulées par la hausse des revenus, le recul du chômage et les prix élevés des actifs. En Chine, par exemple, la demande a été nourrie par une vive croissance des revenus urbains et ruraux (respectivement 9 1/2 % et 6 % en termes réels par habitant en 2005). Le redressement des revenus agricoles et l'amélioration de la situation financière des ménages, respectivement, ont joué sensiblement le même rôle en Corée et en Inde. À Hong-Kong, la reprise a été associée à une remontée des prix des actifs. En Amérique latine, la nette amélioration des termes de l'échange a induit des effets analogues de revenu et de richesse (voir section suivante). En Argentine et au Chili, la consommation privée a été alimentée par la forte hausse des salaires réels l'an dernier, comme dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale. En République tchèque, la demande de biens de consommation durables s'est accélérée grâce au revenu élevé des ménages. En Turquie, les achats de biens durables des ménages ont continué de croître dans un contexte de repli de l'inflation et des taux d'intérêt.

...sous l'incitation du crédit bancaire

Deuxièmement, l'expansion rapide du crédit bancaire a donné un élan supplémentaire à la dépense des ménages, comme en témoigne, dans de nombreux pays ces dernières années, la progression du ratio encours des crédits des ménages/PIB (graphique III.2). Cela tient, pour beaucoup, à la souplesse des conditions monétaires (voir section sur la politique monétaire). D'autres facteurs ont joué : recul de l'inflation, déréglementation progressive





des marchés du crédit, allègements fiscaux en faveur de l'accès à la propriété et innovations financières attirant un nombre croissant de ménages vers le marché hypothécaire.

Au Brésil, le crédit aux ménages a connu un essor spectaculaire l'an dernier (37 %), après la mise en œuvre d'une garantie sur les salaires qui met les banques à l'abri du risque de défaut. En Arabie Saoudite, deux facteurs, une population jeune en forte croissance et la possibilité pour les banques de saisir les salaires pour recouvrer leurs créances, ont contribué à une expansion similaire du crédit.

Contrairement à la dépense des ménages, l'investissement non résidentiel, notamment l'investissement fixe des entreprises, est demeuré relativement atone (tableau III.2) dans la plupart des régions. Cela vaut tout particulièrement pour l'Asie, où l'investissement non résidentiel en pourcentage du PIB a poursuivi son déclin ou est demeuré bien inférieur à ce qu'il était avant la crise financière de 1997-98. La Chine constitue une exception notable à cette tendance. En Inde, les bénéfices élevés et le renchérissement des actions ont, en outre, permis une reprise plus générale de l'investissement.

La faiblesse de l'investissement non résidentiel dans plusieurs économies d'Asie, malgré le haut niveau des bénéfices et l'assainissement des bilans, a étonné beaucoup d'observateurs. Néanmoins, divers indicateurs donnent à penser que certaines des contraintes qui pesaient sur la dépense des entreprises se sont atténuées ces dernières années. Ainsi, les entreprises ont beaucoup réduit leur ratio d'endettement depuis la crise de 1997-98. En Corée, le ratio dette/fonds propres a baissé d'environ deux tiers entre 1998 et 2005, pour s'établir à 111 %. De plus, les surcapacités ont considérablement diminué, voire disparu, et le crédit bancaire aux entreprises s'est développé. En Corée, Indonésie et Malaysia, par exemple, l'investissement non résidentiel a fortement progressé l'an passé.

En Amérique latine, la situation est plus contrastée. L'investissement est particulièrement volatil au Brésil, où sa hausse annuelle réelle est tombée à

Atonie de l'investissement non résidentiel en Asie...

...malgré le haut niveau des bénéfices

Investissement fixe									
En % du PIB									
	Résidentiel ¹			Non résidentiel			Total		
	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³
Asie									
Chine	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corée	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong-Kong RAS	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
Inde ⁴	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Autres ^{5, 6}	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
Amérique latine									
Argentine	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brésil	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chili	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Mexique	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
ECO ^{5, 7}	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Afrique du Sud	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

¹ Toutes constructions incluses lorsque les chiffres ventilés n'étaient pas disponibles. ² Pour l'Afrique du Sud, 1998. ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Année budgétaire commençant en avril. ⁵ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁷ Europe centrale et orientale : Hongrie, Pologne, République tchèque et Turquie.

Sources : CEIC ; Datastream ; Eurostat ; données nationales.

Tableau III.2

Investissement :
tableau contrasté
ailleurs

2 % en 2005, après avoir dépassé 10 % en 2004. Au Mexique, le récent fléchissement de l'investissement non résidentiel a été associé à une érosion de la compétitivité du secteur des exportations et la part de ce pays dans les importations américaines a diminué d'environ 1 1/2 point de pourcentage entre 2001 et 2005. En revanche, l'investissement non résidentiel est remonté en Argentine ces deux dernières années. En Europe centrale et orientale, le taux d'investissement a chuté depuis cinq ans, en partie sous l'effet de la faiblesse de l'investissement non résidentiel.

Montée des tensions inflationnistes

Inflation faible
mais montée
des tensions

La croissance rapide et le renchérissement des produits de base ont exercé une tension à la hausse sur les prix dans toutes les régions. Malgré cela, l'inflation a continué d'être bien maîtrisée dans la plupart des pays l'an dernier (tableau III.3). En Chine, la croissance de la production, particulièrement vigoureuse, a coexisté avec une inflation mesurée très faible. En Corée et en Inde, l'inflation IPC s'est repliée fin 2005, après une forte progression en 2004. Dans plusieurs pays d'Asie, la suppression des subventions pétrolières a eu un impact immédiat sur l'inflation. En Amérique latine, l'inflation a suivi une courbe descendante pendant la majeure partie du second semestre 2005 au Brésil et au Mexique. Au Chili, l'inflation sous-jacente est restée modérée, malgré une poussée de l'IPC en fin d'année. En revanche, l'Argentine et le Venezuela ont encore affiché un taux d'inflation relativement élevé. Dans la plupart des pays d'Europe centrale, le recul de l'inflation observé l'an dernier témoignait non seulement d'une appréciation du change, mais également d'une concurrence plus vive dans la vente au

détail. En Turquie, l'inflation a de nouveau décéléré en 2005, confirmant une tendance longue.

Perspectives et risques

Les prévisions pour 2006 laissent entrevoir une croissance aussi soutenue, voire plus rapide, dans la majorité des économies émergentes. Néanmoins, la plupart des pays devraient continuer d'afficher un excédent courant, et l'inflation devrait rester modérée. Évidemment, toutes ces tendances ne vont pas sans quelques risques.

La croissance devrait demeurer soutenue en 2006, avec toutefois des risques de ralentissement des exportations...

Premièrement, les nombreux pays dont la croissance reste tributaire des exportations sont exposés à une volatilité dans les grands pays industrialisés, ainsi qu'en Chine. Ceux qui ont bénéficié d'un important financement extérieur sont également sensibles à d'éventuels revirements de la part des investisseurs. Deuxièmement, le financement par le crédit de la dépense des ménages présente des risques. Une expansion trop rapide de la demande de logement pourrait entraîner une surchauffe du marché immobilier, surtout en Asie, où les prix sont en hausse depuis deux ans – même si, dans plusieurs pays (Hong-Kong, Singapour et Thaïlande), ils ne font que regagner le terrain perdu précédemment. Dans le cas de la Corée, l'immobilier a posé un défi de

...de surchauffe dans l'immobilier...

Prix à la consommation ¹							
Variation annuelle, en %							
	IPC				IPSJ ²		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 avril ³
			Avril ³	Prévision ⁴			
Asie ⁵	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
Chine	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corée	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
Inde ⁶	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonésie	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Thaïlande	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Autres ^{5, 7}	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
Amérique latine ⁵	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentine	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brésil	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Mexique	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Autres ^{5, 8}	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europe centrale ⁵	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Hongrie	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Pologne	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
République tchèque	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Russie	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Afrique du Sud	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turquie	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

¹ Moyenne sur la période (Amérique latine : chiffres de fin de période). ² IPC sous-jacent (hors alimentation et énergie, ou définition nationale). ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Prévisions consensuelles publiées en mai. ⁵ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ Prix de gros. ⁷ Hong-Kong RAS, Malaysia, Philippines, Singapour et Taïwan (Chine). ⁸ Chili, Colombie et Pérou.

Sources : FMI ; OCDE ; CEIC ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.3

taille en 2005, les prix ayant monté en flèche dans certaines villes au premier semestre. Pour freiner cette augmentation, les autorités ont appliqué un programme de stabilisation (majoration d'impôt, restrictions sur l'octroi de crédits hypothécaires destinés à des achats spéculatifs et augmentation des surfaces constructibles). L'Afrique du Sud connaît un boum, les prix du logement ayant crû de 50 % au cours des deux dernières années.

...et, peut-être, de surendettement des ménages

Une troisième source de vulnérabilité tient au fait que, dans de nombreux pays, notamment en Europe centrale, les banques ont opéré un transfert de risques vers les ménages par l'octroi de crédits à taux variable ou libellés en devises. Il est difficile de déterminer si les ménages seront en mesure de faire face à des chocs imprévus qui alourdiraient brusquement le fardeau de leur dette. En outre, l'expérience de la Corée (en 2003) a démontré qu'une progression rapide de l'endettement des ménages, même en monnaie nationale, peut accroître fortement la volatilité de la consommation et nuire à la croissance future.

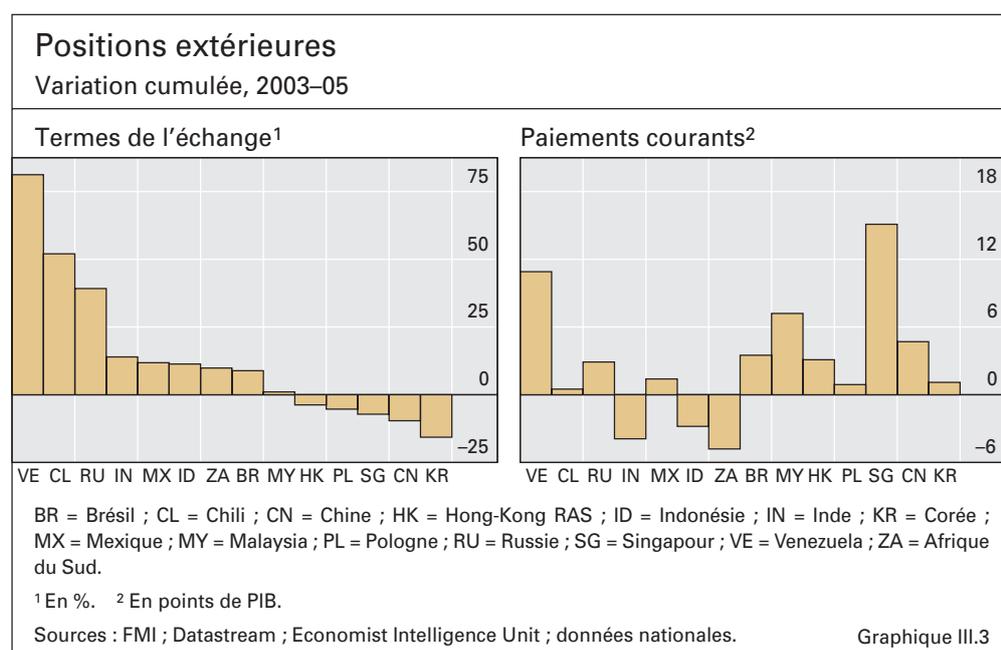
Deux importants défis d'origine extérieure

Deux faits marquants des dernières années – l'évolution des termes de l'échange des économies émergentes et la vigueur constante de la demande de leurs actifs – ont d'importantes implications, non seulement pour la croissance, mais aussi pour les politiques budgétaire et monétaire.

Évolution des termes de l'échange

Les amples variations des termes de l'échange...

Les fluctuations marquées des prix relatifs depuis 2002 ont coïncidé avec d'amples variations des termes de l'échange dans les économies émergentes. Ainsi, les cours pétroliers en dollars ont presque doublé entre 2001 et début 2006, après avoir chuté dans les années 90. Les cours des métaux industriels et de certaines matières premières agricoles aussi ont progressé rapidement



durant la même période. Parallèlement, la hausse des prix mondiaux des biens manufacturés est restée modeste. En conséquence, les pays exportateurs de produits de base ont enregistré certaines des plus fortes améliorations des termes de l'échange depuis quelques années (graphique III.3, cadre de gauche). Par contre, les pays qui exportent principalement des biens manufacturés ou des services, et importent beaucoup de pétrole, ont subi une détérioration notable.

L'impact de l'évolution des termes de l'échange varie également entre pays exportateurs de produits de base. Une nette amélioration s'est accompagnée d'une augmentation de l'excédent courant dans plusieurs pays d'Amérique latine (graphique III.3, cadre de droite). Le Brésil, le Chili, la Colombie, le Pérou et le Venezuela ont tous bénéficié d'une forte hausse des prix de leurs exportations. D'importants gains ont également été enregistrés dans d'autres régions, surtout pour les pays exportateurs de pétrole tels que l'Arabie Saoudite et la Russie.

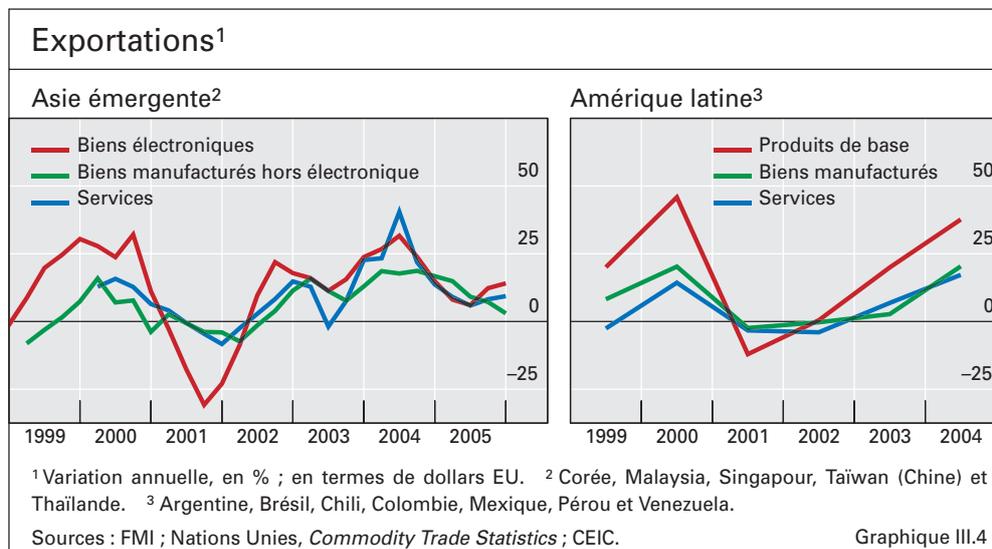
Parallèlement, nombre de pays dont les termes de l'échange se sont améliorés ont également bénéficié d'une forte augmentation du volume de leurs exportations, non seulement pour les produits de base, mais aussi pour un vaste éventail de biens manufacturés et de services. Ainsi, la baisse de 9 % des prix à l'exportation des produits de base en Argentine, l'an passé, a été largement compensée par la progression de 27 % du volume de ses exportations. Il reste que, pour d'autres exportateurs de produits de base, l'augmentation des importations et des paiements à d'autres postes a été bien supérieure à la croissance des exportations, ce qui s'est traduit par une détérioration, en termes nets, du compte courant. C'est le cas pour l'Afrique du Sud, qui a enregistré un déficit courant record de plus de 4 % du PIB en 2005.

L'impact de la détérioration des termes de l'échange sur les pays importateurs de produits de base n'a manifestement pas été aussi défavorable que prévu, notamment en Asie, où la dépendance à l'égard du pétrole est en général assez forte. Les exportations ont continué de croître, l'an dernier, à un rythme moindre toutefois, dans la plupart des pays asiatiques (graphique III.4),

...ont élargi l'excédent courant dans certains pays...

...non sans l'aide d'une augmentation des volumes d'exportations...

...mais ont entraîné une détérioration limitée des termes de l'échange dans d'autres



contribuant à annuler les effets de la détérioration des termes de l'échange. Et, de fait, une partie des recettes supplémentaires des pays exportateurs de pétrole a été recyclée en Asie par le biais des échanges commerciaux. En effet, les exportations de l'Asie hors Japon vers les pays exportateurs de pétrole ont progressé de 27 % au premier semestre 2005. Au final, nombre de pays asiatiques ont continué d'afficher un important excédent courant.

Des termes de l'échange favorables : un phénomène durable ?

Il faut s'interroger sur la viabilité de la récente variation des termes de l'échange, en considérant la grande volatilité historique des prix des produits de base. D'une part, il est possible qu'une forte croissance mondiale amplifie encore la demande de produits de base. C'est ce que semble annoncer le vif dynamisme de l'économie chinoise. L'an dernier, la Chine a représenté plus de 57 % de la demande supplémentaire d'aluminium, 60 % de celle de cuivre, et plus de 30 % de celle de pétrole. Cette évolution pourrait être renforcée par une progression notable de la demande de l'Inde en pétrole et autres produits de base. D'autre part, dans le passé, les cours des produits de base hors pétrole ont été plus volatils et ont eu davantage tendance à revenir vers la moyenne que le cours du pétrole. Cela peut s'expliquer en partie par des différences structurelles, car l'organisation en cartel du marché pétrolier facilite le contrôle de l'offre, alors que dans d'autres marchés (tout particulièrement celui des produits de base agricoles) l'offre est plus sensible au niveau des prix. L'augmentation des cours réels pourrait encore freiner la demande future de produits de base, surtout lorsque les innovations technologiques en permettent une utilisation plus efficiente.

Vigueur de la demande d'actifs des économies émergentes

La demande d'actifs des économies émergentes s'est renforcée durant la période étudiée. Les flux nets de capitaux privés ont atteint environ \$254 milliards en 2005, chiffre nettement en hausse par rapport à 2004 (tableau III.4) et bien supérieur à celui de la période 1998–2002. Les flux semblent être restés importants au premier trimestre 2006 ; récemment, toutefois, une certaine volatilité est apparue.

Forte augmentation des entrées nettes de capitaux

Les flux nets de capitaux vers l'Europe centrale et l'Amérique latine ont fortement augmenté en 2005, alors que les flux nets de capitaux privés vers l'Asie ont diminué de moitié. L'investissement de portefeuille et les autres flux privés expliquent, dans une large mesure, ces variations régionales. En Asie, l'investissement de portefeuille net s'est inversé, devenant négatif en 2005 (avec d'importantes sorties brutes), et les autres flux privés (qui englobent le crédit bancaire international) ont également diminué.

L'IDE demeure très important

L'investissement direct étranger (IDE) net reste la principale composante des flux nets de capitaux, avec \$212 milliards en 2005, en hausse modérée par rapport à 2004. Sa répartition régionale est, en outre, demeurée analogue à celle de l'année précédente : \$72 milliards en Asie, \$51 milliards en Amérique latine et \$41 milliards en Europe centrale et orientale, le reste étant réparti à parts égales entre l'Afrique et le Moyen-Orient. Dans certains cas, les entrées brutes ont dépassé les entrées nettes, ce qui dénote une augmentation des sorties d'IDE. Plusieurs multinationales basées dans les économies émergentes ont maintenant d'importantes positions à l'étranger. C'est ainsi

Économies émergentes : flux nets de capitaux privés

En milliards de dollars EU

	Moyenne annuelle 1990–97 ¹	Moyenne annuelle 1998–2002	2003	2004	2005
Économies émergentes²					
Total	130	79	160	231	254
Investissement direct	74	167	158	184	212
Investissement de portefeuille	50	-3	-4	35	39
Autres capitaux privés	6	-85	7	12	3
<i>Solde des paiements courants</i>	-78	70	229	311	511
<i>Variation des réserves de change³</i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Flux du secteur officiel</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Autres⁴</i>	2	-41	23	56	-46
Asie					
Total	55	-1	64	120	54
Investissement direct	36	58	68	60	72
Investissement de portefeuille	15	-5	4	4	-31
Autres capitaux privés	4	-54	-9	56	13
<i>Solde des paiements courants</i>	-10	104	166	184	241
<i>Variation des réserves de change³</i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Flux du secteur officiel</i>	6	1	-18	2	5
<i>Autres⁴</i>	-13	-17	14	34	-18
Amérique latine					
Total	48	37	16	6	25
Investissement direct	23	62	35	48	51
Investissement de portefeuille	31	1	-8	-14	28
Autres capitaux privés	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Solde des paiements courants</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Variation des réserves de change³</i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Flux du secteur officiel</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Autres⁴</i>	5	1	7	8	2
ECO					
Total	9	34	52	71	108
Investissement direct	7	23	17	34	41
Investissement de portefeuille	4	2	6	27	29
Autres capitaux privés	-2	9	30	10	38
<i>Solde des paiements courants</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Variation des réserves de change³</i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Flux du secteur officiel</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Autres⁴</i>	4	1	3	9	4
Pays exportateurs de combustibles					
<i>Flux nets de capitaux privés</i>	0	-9	13	5	5
<i>Solde des paiements courants</i>	9	60	109	189	347

¹ Pays exportateurs de combustibles : 1994–97. ² Y compris Afrique, Communauté des États indépendants et Moyen-Orient.

³ Un signe négatif indique une augmentation. ⁴ Y compris « Erreurs et omissions ».

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

Tableau III.4

qu'en 2004 les encours d'IDE à l'étranger étaient supérieurs à \$100 milliards pour Singapour (104 % du PIB) et pour la Russie (18 %), et qu'ils s'élevaient à \$69 milliards pour le Brésil (11,5 %) et à \$32-38 milliards pour la Chine (2,4 %), l'Afrique du Sud (18 %) et la Corée (4,7 %).

Écarts marqués
entre les régions

Les entrées nettes varient beaucoup selon la région et le pays. En Europe centrale et orientale, dont l'intégration économique au reste de l'Europe s'est poursuivie, elles ont dépassé 6 % du PIB. Elles ont été beaucoup plus faibles en Amérique latine. Seuls quelques pays ont enregistré un déficit courant relativement élevé et ont eu, en conséquence, un important besoin de capitaux étrangers. Parmi ceux-ci figurent, en particulier, l'Afrique du Sud, la Hongrie et la Turquie. L'Inde, le Mexique et la Pologne affichent également un déficit courant.

Hausse de
la demande de
titres de dette
des économies
émergentes...

Dans le contexte actuel, on ne sait pas bien dans quelle mesure l'augmentation des flux de capitaux vers les économies émergentes reflète les conditions accommodantes des marchés financiers des pays développés attribuables à l'orientation des politiques (« dynamique de l'offre ») ou au sentiment des marchés. Les craintes passées que le resserrement monétaire aux États-Unis n'entraîne un désengagement à l'égard des actifs des économies émergentes se sont révélées sans fondement, au moins avant mai 2006, quand les cours des actions ont chuté dans de nombreux pays. En effet, les primes sur la dette souveraine ont continué de diminuer alors même que les taux directeurs américains étaient relevés régulièrement en 2004 et 2005 (graphique III.5, cadre A), y compris pour plusieurs émetteurs latino-américains. L'Europe centrale et orientale a également affiché une amélioration soutenue. Les primes sur la dette souveraine des pays d'Asie touchés par la crise, qui avaient alors atteint en moyenne 830 points de base (pb), ont diminué, mais demeurent supérieures à leur niveau de mi-1997 (graphique III.5, cadre B). Il reste néanmoins à voir quel sera l'impact du resserrement monétaire simultané dans les grands pays industrialisés.

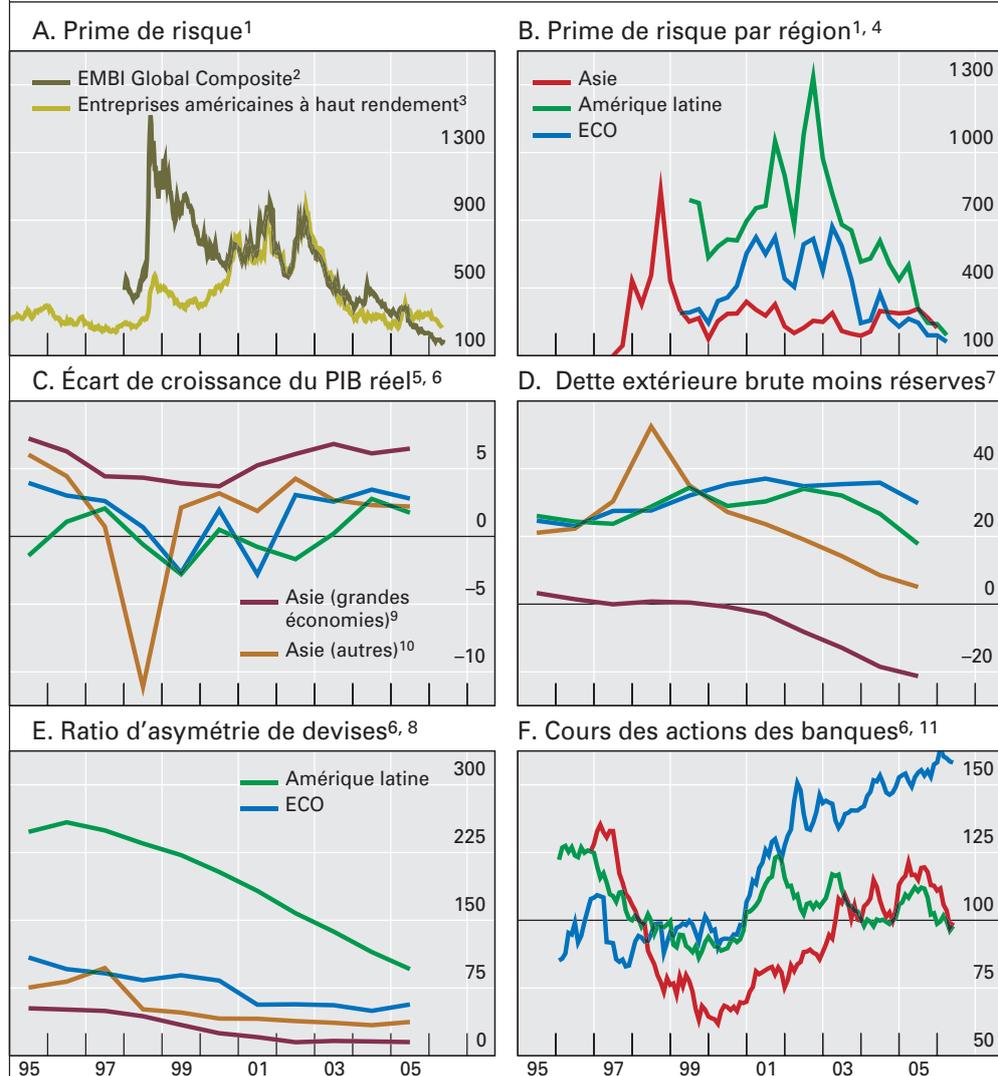
...qui reflète
l'ampleur des
liquidités
mondiales...

Pourtant, plusieurs éléments en liaison avec la dynamique de l'offre pourraient expliquer la diminution des primes sur la dette souveraine. Premièrement, les portefeuilles contiennent de plus en plus de titres des économies émergentes, avec un objectif de diversification. Deuxièmement, les marchés obligataires des pays développés demeurent très liquides, ce qui a pesé sur le rendement des obligations américaines à long terme en 2005 et a donc favorisé une quête de rendement. Bien que cet effet se soit atténué en 2006 avec l'élévation des taux longs aux États-Unis, il convient de souligner que la prime sur les obligations américaines à haut rendement s'est stabilisée à la fin de la période examinée, alors que celle sur les obligations des économies émergentes a continué de baisser (graphique III.5, cadre A). Cette évolution ne peut pas être attribuée uniquement à la conjoncture financière mondiale ; elle doit également résulter du fait que les investisseurs sont plus optimistes dans leur évaluation des risques inhérents aux titres des économies émergentes (le chapitre VI complète cette analyse).

...l'amélioration
des fondamentaux...

Du côté de la « dynamique de la demande », les entrées de capitaux ont été favorisées par l'amélioration des données fondamentales de l'économie durant la décennie, grâce à quatre éléments clés.

Indicateurs de la demande d'actifs des économies émergentes



Asie et ECO : les groupes de pays diffèrent d'un cadre à l'autre.

¹ Sur obligations ; en points de base. ² Par rapport aux valeurs du Trésor EU ; calculé par JPMorgan Chase.

³ Rendement indiciel d'un panier d'obligations d'entreprise libellées en dollars EU de note inférieure à BBB- ; écart par rapport aux swaps de taux 10 ans. ⁴ Sous-indices EMBI Global. Moyenne régionale,

calculée sur la base des pondérations de l'indice EMBI Global Composite. ⁵ Taux de croissance par région

moins taux de croissance des pays du G 7 ; en points de %. ⁶ Moyenne pondérée sur la base des PIB et

PPA de 2000. ⁷ En % du PIB. ⁸ Part de la dette en devises dans la dette totale, divisée par le ratio

exportations/PIB. ⁹ Chine, Inde et Taïwan (Chine). ¹⁰ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et

Thaïlande. ¹¹ Rapporté à l'indice boursier général, en termes de dollars EU ; 1996-2005 = 100.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Deutsche Bank Research ; JPMorgan Chase ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique III.5

Premièrement, les réformes économiques et la poursuite de l'intégration à l'économie mondiale ont rapproché les taux de croissance de la plupart des pays émergents de ceux des grands pays développés (graphique III.5, cadre C). L'adhésion de pays d'Europe centrale et orientale à l'Union européenne, une orientation plus marquée vers le commerce international en Amérique latine et l'intégration croissante de la Chine et de l'Inde ont stimulé la croissance ainsi que la demande de biens produits par d'autres économies émergentes.

...l'allégement
de la dette
extérieure...

Deuxièmement, les excédents courants ont permis à plusieurs pays d'alléger leur endettement extérieur net, d'augmenter leurs réserves de change et de rembourser leur dette extérieure, plus particulièrement leur dette officielle ou restructurée. Dans certains cas, la dette extérieure a été réduite en prélevant sur les réserves de change. La Russie, par exemple, a effacé sa dette envers le FMI et versé \$15 milliards aux créanciers officiels du Club de Paris l'an dernier. En décembre 2005, le Brésil a apuré une dette de \$15,5 milliards envers le FMI et une autre de \$2,6 milliards envers le Club de Paris ; en avril 2006, il a remboursé ses obligations Brady (en partie en contractant de nouveaux emprunts extérieurs, cependant). De même, l'Argentine a remboursé l'encours de sa dette envers les institutions financières internationales (graphique III.5, cadre D). En avril 2006, le Nigeria est devenu le premier pays africain à effacer sa dette à l'égard du Club de Paris (\$30 milliards) en remboursant \$12,4 milliards, le reste étant annulé. À l'échelon national, l'une des conséquences de l'augmentation de l'excédent courant et du remboursement de la dette extérieure est une forte progression du taux d'épargne. Un exemple notable est celui de l'Amérique latine, où le taux d'épargne est passé à 22 % du PIB en 2005, contre environ 17 % du PIB au début du siècle.

...une plus
grande solidité
des bilans...

Troisièmement, les asymétries de devises ont été réduites (graphique III.5, cadre E). Les financements bancaires internationaux sont de plus en plus libellés en monnaie locale. Les États et les autres emprunteurs sur les marchés financiers, qui émettent davantage de titres domestiques, dépendent moins des emprunts en devises. Selon les statistiques BRI, l'encours total des titres de dette domestiques émis en Amérique latine est passé de \$228 milliards en 2000 à \$379 milliards en 2005, et celui des titres internationaux a baissé de \$17 milliards dans le même temps. La proportion de titres domestiques indexés sur le cours de change a diminué dans plusieurs cas notables. Ainsi, au Brésil, la part des titres indexés dans le total de la dette publique est tombée de 37 % en 2002 à 2,3 % au premier trimestre 2006. Un approfondissement des marchés intérieurs de la dette s'est aussi opéré, grâce à une vive augmentation du négoce international. Fait à souligner : l'allongement progressif des échéances des titres de dette publique dans certains pays. Ainsi, ces marchés présentent aux investisseurs mondiaux de nouvelles possibilités de rendements beaucoup plus élevés. Ils offrent en outre des possibilités de diversification, puisque leur rendement semble plus sensible aux facteurs intérieurs et qu'il est comparativement peu corrélé à celui des marchés des pays développés ou des autres économies émergentes.

...et le renforcement
des systèmes
bancaires

Quatrièmement, la situation financière des entreprises et des banques s'est consolidée depuis quelques années. Les ratios d'endettement des entreprises ont diminué, et les systèmes bancaires sont, d'une manière générale, en nette amélioration. Les banques ont accru leur rendement sur actif et, d'après certains indicateurs, assaini leur bilan. Un autre indicateur simple, le ratio de l'indice des cours des actions des banques aux indices boursiers globaux – qui avait chuté durant les crises de la fin des années 90 –, s'est redressé (graphique III.5, cadre F).

Pour résumer, les excédents courants et la réduction de l'endettement extérieur net, conjugués aux améliorations significatives en termes de croissance et de bilans ainsi que dans les systèmes bancaires, ont étayé une reprise marquée de la demande extérieure d'actifs des économies émergentes. Dans le même temps, force est de reconnaître que les nouvelles conditions présentent certains risques. Si le développement des marchés obligataires intérieurs peut imposer une discipline aux autorités budgétaires – par des signaux indiquant la préoccupation des marchés face à des politiques jugées inadéquates –, il pourrait, dans certains cas, accroître la tentation de recourir au financement par l'inflation. En outre, l'évolution des expositions au risque des investisseurs locaux pourrait influencer la stabilité financière : d'un côté, l'augmentation du nombre d'investisseurs institutionnels favorise le développement des marchés et la diversification des risques ; de l'autre, il apparaît que les obligations d'État, dans certains pays, sont concentrées dans les portefeuilles des banques, ce qui les expose à un risque élevé de taux d'intérêt.

Mais des
risques
subsistent

Politique budgétaire

Les économies émergentes ont bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange et d'un accès facile au financement, qui se sont ajoutés au dynamisme de l'activité mondiale. Reste à savoir si elles ont bien su tirer parti de ces conditions favorables pour améliorer leur situation budgétaire et, surtout, pour réduire leur dette publique. Le désendettement devrait être une priorité des économies émergentes, car la plupart d'entre elles paraissent sujettes à une « intolérance à la dette ». En d'autres termes, des niveaux d'endettement facilement supportables pour les pays développés semblent laisser les économies émergentes exposées à des tensions financières.

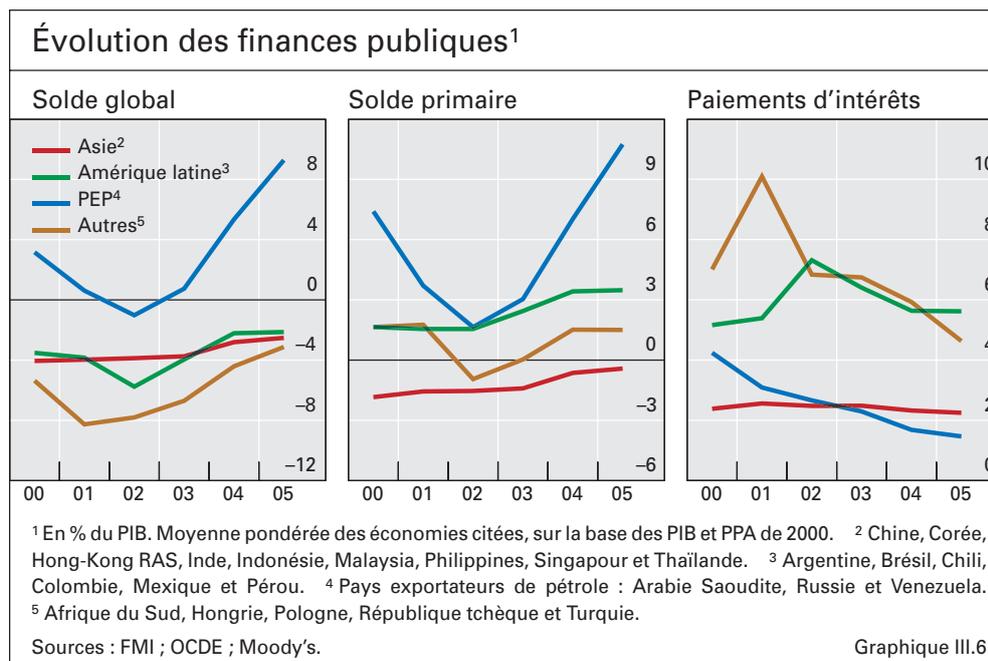
Rééquilibrage budgétaire : jusqu'à quel point ?

La tendance des dernières années a été à l'amélioration des situations budgétaires ; le solde global médian de l'échantillon (graphique III.6) s'est amélioré de 2,3 points de PIB entre 2002 et 2005. Les variations ont été particulièrement importantes pour les exportateurs de pétrole, alors qu'elles ont été plus faibles en Asie que dans les autres régions ces deux années passées. Dans l'échantillon de pays, ce sont généralement ceux qui avaient un faible ratio d'endettement (par exemple, Chili, Corée et Thaïlande), et tout spécialement les exportateurs de pétrole (par exemple, Arabie Saoudite, Russie et Venezuela), qui ont conservé un excédent budgétaire. Néanmoins, la plupart des économies émergentes continuent d'afficher un déficit budgétaire élevé : 1,6 %, en valeur médiane, en 2005.

Amélioration du
solde budgétaire
global...

Les paiements d'intérêts médians versés par les économies émergentes ont diminué, et de beaucoup dans certaines régions. La baisse des taux d'intérêt a été spectaculaire en Argentine et en Turquie. En général, l'assouplissement des conditions de financement a permis d'émettre des titres de dette à moindre coût. Dans certains cas, cela a facilité le remboursement anticipé ou le rachat d'une dette publique soumise à un taux d'intérêt plus

...diminution
des paiements
d'intérêts...



élevé. D'autres pays ont pu couvrir leurs besoins de financement à un taux inférieur ces derniers trimestres. Selon les estimations, les emprunteurs des économies émergentes avaient couvert près de la moitié de leurs besoins de financement pour 2006 dès fin janvier.

...et progression
du solde primaire

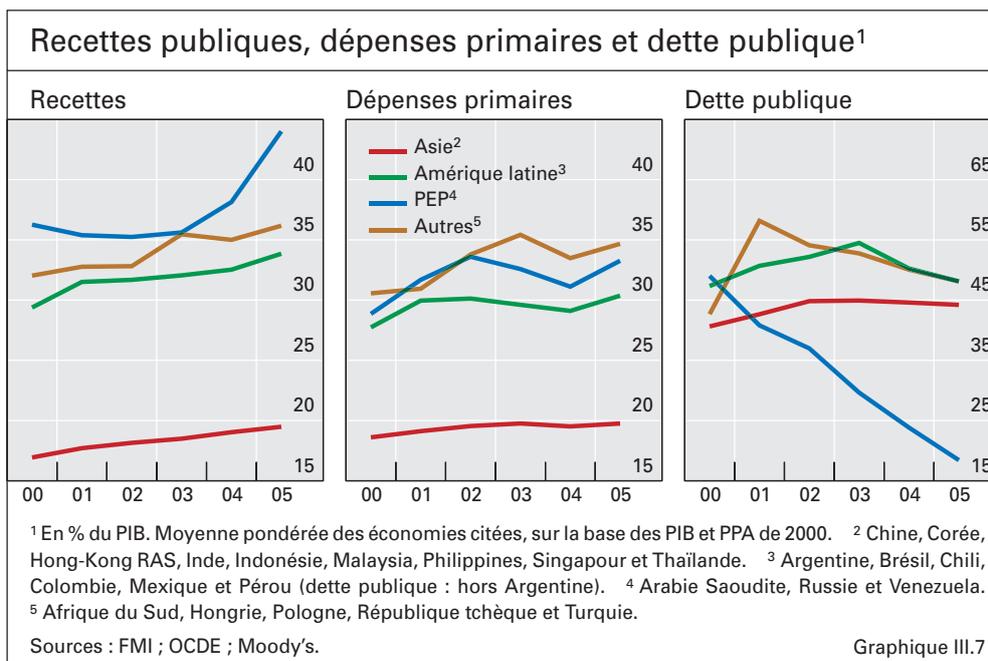
L'évolution des soldes primaires (hors paiements d'intérêts) est peut-être un meilleur indicateur de la viabilité des tendances budgétaires récentes (graphique III.6, cadre du milieu). L'excédent primaire a fortement progressé dans les pays exportateurs de pétrole, mais a aussi augmenté dans d'autres régions. À titre d'exemple, en Russie et en Arabie Saoudite, le solde primaire moyen de la période 2004–05 avoisinait respectivement 8 % et 16 % du PIB. Le solde primaire était également important (de 2 % environ à 7 % du PIB) en Argentine, au Brésil, au Chili et en Turquie. Par contre, l'Inde a continué d'afficher un déficit primaire, qui régresse toutefois avec le temps.

Questions liées au rééquilibrage des recettes et des dépenses

La récente augmentation des soldes primaires s'explique en partie par des facteurs temporaires ou conjoncturels, ce qui laisse craindre une importante correction des positions budgétaires en cas de retournement des conditions économiques et financières mondiales, exceptionnellement favorables actuellement. Malgré l'absence d'estimations comparables fiables des soldes structurels pour l'ensemble des économies émergentes, les mesures prises afin de comprimer les dépenses et d'accroître les recettes de façon permanente peuvent donner une indication de la viabilité du rééquilibrage dans certaines économies émergentes très endettées. Idéalement, ces mesures doivent être conçues pour minimiser les distorsions susceptibles de réduire le bien-être économique et le potentiel de croissance.

Il est difficile
de réduire
les dépenses

Pour nombre d'économies émergentes, la réduction des dépenses est un exercice très difficile. Cela tient, pour une part, à l'importance de certaines dépenses obligatoires : service de la dette ; traitements des fonctionnaires et



retraites ; régime de sécurité sociale. Voilà les défis que doivent relever notamment le Brésil et la Turquie. Dans des pays tels que la Chine et l'Inde, de même que dans les pays producteurs de pétrole, la hausse des recettes découlant d'un essor rapide de l'économie ou de la manne pétrolière suscite des pressions en faveur d'un accroissement des salaires ou des dépenses sociales. Cela fait non seulement obstacle à la réduction des dépenses, mais restreint en outre la possibilité de réaliser des programmes essentiels pour rehausser la qualité de la fonction publique ou financer des secteurs prioritaires, par exemple la santé, l'éducation et les infrastructures. Dernièrement, on a observé une certaine tendance à l'augmentation des dépenses dans les économies émergentes (graphique III.7).

Récemment, l'impact de l'augmentation des dépenses sur les finances publiques a été en partie atténué par la progression du ratio recettes/PIB, observable dans toutes les régions, surtout – bien évidemment – dans les pays exportateurs de pétrole (graphique III.7, cadre de gauche). La médiane de ce ratio s'est élevée de quelque 2 points de pourcentage au cours de la décennie, pour atteindre 27,1 % du PIB en 2005 (contre 38 % dans un groupe de pays développés). Dans bien des cas, ce surcroît des recettes n'a pas été accompagné d'un accroissement des dépenses primaires.

Il est préoccupant de constater que, malgré des hausses récentes, le ratio recettes publiques/PIB reste comparativement faible dans certaines économies émergentes. Ainsi, pour l'Inde et les Philippines, il se situe à environ 18 % et 20 % respectivement, bien en deçà de la moyenne de 29 % affichée par les États-Unis, où les impôts sont peu élevés par rapport aux autres pays développés.

Autre sujet de préoccupation : ces hausses du ratio pourraient se trouver annulées par un éventuel retournement conjoncturel, à moins que des réformes structurelles ne viennent assainir pour de bon les finances publiques. À cet égard, les progrès ont été mitigés. Aux Philippines, par exemple, un

L'augmentation des ratios recettes/PIB a été bénéfique...

...mais ces ratios restent parfois faibles...

...et des réformes structurelles s'imposent

récent élargissement de l'assiette de la taxe à la valeur ajoutée devrait permettre à l'État d'engranger beaucoup plus de recettes. Néanmoins, pour redresser les finances publiques, il conviendra probablement de freiner la croissance des dépenses. En Inde, en vertu de la loi de responsabilité et de gestion budgétaires adoptée en 2003, le budget de fonctionnement (hors investissement) doit être équilibré d'ici 2008. L'élargissement de l'assiette de la taxe sur les services a progressé. En Turquie, on a reconnu la nécessité d'inclure le vaste secteur informel dans l'assiette fiscale et d'étendre le champ d'application de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les bénéfices. Cependant, ces mesures n'auront pas d'effet immédiat. Certains pays sont parvenus à un ratio recettes/PIB relativement élevé, mais souvent au prix de mesures fiscales ayant un effet de distorsion très prononcé, comme les taxes sur les transactions financières. Une étude récente sur le recours à ces taxes au Brésil montre qu'un régime fiscal moins générateur de distorsions pourrait stimuler la croissance économique sans réduire les recettes.

Questions liées au renchérissement des produits de base

Depuis 2003, les envolées des cours des produits de base ont créé de grandes difficultés budgétaires. Premièrement, plusieurs pays importateurs de pétrole, surtout en Asie, ont dû décider du sort des subventions destinées à réduire le coût de l'énergie. La montée des cours pétroliers a accru le coût de ces subventions et exacerbé les distorsions engendrées par les mesures visant à mettre les consommateurs (et parfois les entreprises) à l'abri des fluctuations. Dans certains cas, les coûts des subventions ont été en grande partie transférés aux sociétés pétrolières publiques, qui ne sont pas autorisées à majorer les prix de détail. Ces prix artificiellement bas ont engendré des pénuries, incité les sociétés pétrolières locales à exporter leurs produits, et favorisé la contrebande. C'est ce qui a amené les autorités à supprimer ces subventions. Ainsi, la Thaïlande a mis un terme aux subventions sur le carburant en 2005, tandis que l'Inde et l'Indonésie les ont sensiblement diminuées, provoquant une hausse des prix du carburant. L'augmentation du coût budgétaire des subventions et les efforts déployés pour les réduire, entraînant une forte poussée de l'inflation IPC, ont compliqué la conduite de la politique monétaire (voir ci-après).

La manne doit être préservée

Deuxièmement, les pays producteurs devraient réagir avec prudence à l'impact budgétaire de la manne que représente le renchérissement des produits de base. Dans la mesure où les cours élevés seront vraisemblablement temporaires, ils doivent limiter l'augmentation des dépenses, qui risque de devenir permanente – ce qui atténue également la procyclicité indésirable de la dépense publique. De plus, le déficit primaire hors produits de base devrait être fixé de manière que les recettes tirées des produits de base non renouvelables puissent être en partie investies en actifs financiers, dont le rendement pourra couvrir les dépenses lorsque ces ressources seront épuisées. Un certain nombre de pays, dont le Chili et la Russie, ont constitué des fonds de stabilisation à cet effet. En 2005, le Mexique a légiféré afin d'utiliser la manne du pétrole pour financer l'investissement des sociétés d'État, tout particulièrement l'entreprise pétrolière Pemex, et abonder

généreusement un fonds de stabilisation pétrolier. Toutefois, la création ou la gestion de tels fonds pose problème dans certains pays. Par exemple, au Venezuela, la grande grève dans la production pétrolière en 2002 a fortement diminué l'actif du fonds de stabilisation macroéconomique. Si la manne pétrolière a en partie servi à accumuler des réserves et à rembourser la dette, le fonds n'a pas été renforcé récemment, une bonne part des ressources étant affectées au financement des dépenses courantes.

Les questions budgétaires soulevées par cette manne sont illustrées par l'expérience récente de la Russie, qui a amélioré de façon spectaculaire sa position nette en actifs financiers. Sa dette publique brute a fondu, baissant de 96 % du PIB en 1999 à 14 % (projection) en 2005, en partie grâce à des remboursements anticipés, notamment auprès du FMI et du Club de Paris, l'an dernier. En outre, le fonds de stabilisation pétrolier créé en 2004 avait accumulé \$43 milliards fin 2005. L'excédent primaire a également augmenté, passant de 2,7 % du PIB en 2002 à près de 8,7 % en 2005. Si le montant élevé de l'excédent primaire a atténué les pressions exercées sur la demande globale par la manne pétrolière, la politique budgétaire a récemment été bien assouplie. Il a été proposé de consacrer une plus grande part des ressources pétrolières au financement de certaines dépenses, notamment les traitements et les pensions du secteur public, et d'accroître le budget des infrastructures, ce qui a fait craindre une exacerbation des tensions inflationnistes. Le niveau élevé des cours pétroliers pourrait également freiner la dynamique des réformes microéconomiques, visant notamment à renforcer l'administration fiscale.

Réduction de la dette en Russie

Réduction et viabilité de la dette

D'une manière générale, les économies émergentes ont réduit leur ratio d'endettement ces dernières années (graphique III.7, cadre de droite). La diminution a été particulièrement importante en Indonésie, en Russie, en Turquie et au Brésil, de même qu'en Argentine au terme de l'échange de titres en 2005. Par contre, la dette est demeurée stable en Asie.

Néanmoins, le ratio dette publique/PIB médian des économies émergentes demeure suffisamment élevé, avoisinant 46 %, pour que la viabilité de la dette suscite des préoccupations. Le ratio d'endettement est bien supérieur à la médiane en Inde, en Argentine, aux Philippines, au Brésil et en Turquie, mais lui est inférieur dans certaines économies d'Asie (par exemple, Corée et Thaïlande), dans les pays exportateurs de pétrole et au Chili. Le ratio d'endettement déclaré est comparativement bas en Chine, mais l'assainissement du budget demeure prioritaire. De plus, il pourrait y avoir des passifs éventuels importants dans le système financier, et la réalisation des objectifs de développement et des objectifs sociaux convenus sera coûteuse.

Les ratios d'endettement public sont en baisse, mais demeurent élevés...

La Turquie et le Brésil illustrent certaines des difficultés créées par un endettement public élevé. Dans ces deux pays, la croissance économique et l'évolution des politiques ont contribué à un important excédent primaire (respectivement 7 % et près de 5 % du PIB en 2005), tandis que la baisse des taux d'intérêt et l'appréciation du change ont facilité une réduction significative du service de la dette et du ratio d'endettement au cours de la décennie. Le

...ce qui occasionne des difficultés particulières

ratio d'endettement de la Turquie a diminué, revenant de 107 % – pic atteint récemment – à 73 % du PIB en 2005, et celui du Brésil, de 65 % à 52 %. Dans ces deux pays, les projections indiquent qu'il pourrait encore baisser si la nouvelle orientation de la politique budgétaire est maintenue, à condition que la croissance ne ralentisse pas sensiblement ou que les taux d'intérêt ne soient pas relevés de façon marquée. Mais, en partant d'hypothèses différentes, par exemple une croissance économique et des taux d'intérêt à leur moyenne historique, l'évolution serait moins favorable. La dette publique de la Turquie et celle du Brésil sont exposées aux chocs de taux d'intérêt, car la proportion de titres à court terme ou à taux variable reste forte. La solidité de l'économie de ces deux pays pourrait donc être améliorée par le maintien des politiques qui ont déjà contribué à réduire l'endettement et renforcé la crédibilité.

Réduction du déficit budgétaire en Inde

En Inde, assurer la viabilité de la dette à long terme présente également des défis, mais les risques sont atténués par le fait que l'administration publique ne contracte pas d'emprunts en devises et que les banques conservent une bonne part de la dette publique en portefeuille. Bien que le déficit budgétaire global ait été fortement comprimé ces dernières années, le taux de 7,7 % du PIB projeté pour 2005/06 (10 % en 2002/03) reste trop élevé.

Politique monétaire et politique de change

Dans le contexte d'une demande mondiale vigoureuse, les deux grands chocs qui ont affecté les économies émergentes durant la période – nouveau renchérissement général des produits de base et augmentation de la demande d'actifs domestiques – ont contribué à la croissance. Ils ont cependant mis l'accent sur le risque de tensions inflationnistes et compliqué la conduite de la politique monétaire. La montée des cours des produits de base exerce une influence directe sur les prix, pour les pays exportateurs – dont, par ailleurs, elle élève largement les revenus – et importateurs de produits de base. De plus, la demande extérieure accrue d'actifs des économies émergentes stimule la demande globale et pourrait avoir un effet inflationniste en diminuant les contraintes financières. La marge de capacités inutilisées s'est rétrécie ; dans certains cas, le marché du travail s'est tendu. Même si elle est généralement restée faible, l'inflation a nettement augmenté dans divers pays et comporte des risques de plus en plus évidents.

Risque d'une hausse de l'inflation

Implications des chocs de prix relatifs

L'évaluation des chocs de prix relatifs est le premier élément qui complique la conduite de la politique monétaire. Les produits de base se sont renchérissés, alors que les prix mondiaux des biens manufacturés n'ont progressé que modestement (graphique III.8, cadre de gauche). Ceci n'est pas une source de préoccupation pour l'inflation sous-jacente si la hausse des cours des produits de base s'inverse. Cependant, une variation durable des prix relatifs serait plus problématique, comme l'expérience récente l'a démontré. La montée des cours des produits de base a créé entre les deux mesures de l'inflation (IPC et valeur sous-jacente) un écart qui a persisté sur une longue période (graphique III.8, cadre de droite). Se pose alors la question de savoir

Les chocs de prix relatifs compliquent la conduite de la politique

si les autorités monétaires doivent accorder plus d'importance aux variations de l'une ou de l'autre de ces mesures pour évaluer le risque d'inflation et formuler leur politique.

Deux arguments opposés doivent être pris en compte. Premièrement, le renchérissement des produits de base s'avère d'une durée étonnamment longue (reflétant visiblement un renforcement constant de la demande), s'est déjà traduit par une hausse de l'IPC et pourrait, à terme, influencer les anticipations d'inflation. Deuxièmement, malgré cela, rien n'indique clairement, dans bon nombre d'économies émergentes, que les anticipations d'inflation soient plus fortes, ni qu'elles aient entraîné des pressions sur les salaires. Le comportement des prix dans les économies émergentes dénote visiblement des changements structurels similaires à ceux observés dans les pays développés (chapitre II). De fait, les prix des biens et des services (ainsi que les salaires) semblent moins sensibles qu'auparavant à certains chocs de prix, ou même aux variations du taux d'utilisation des capacités.

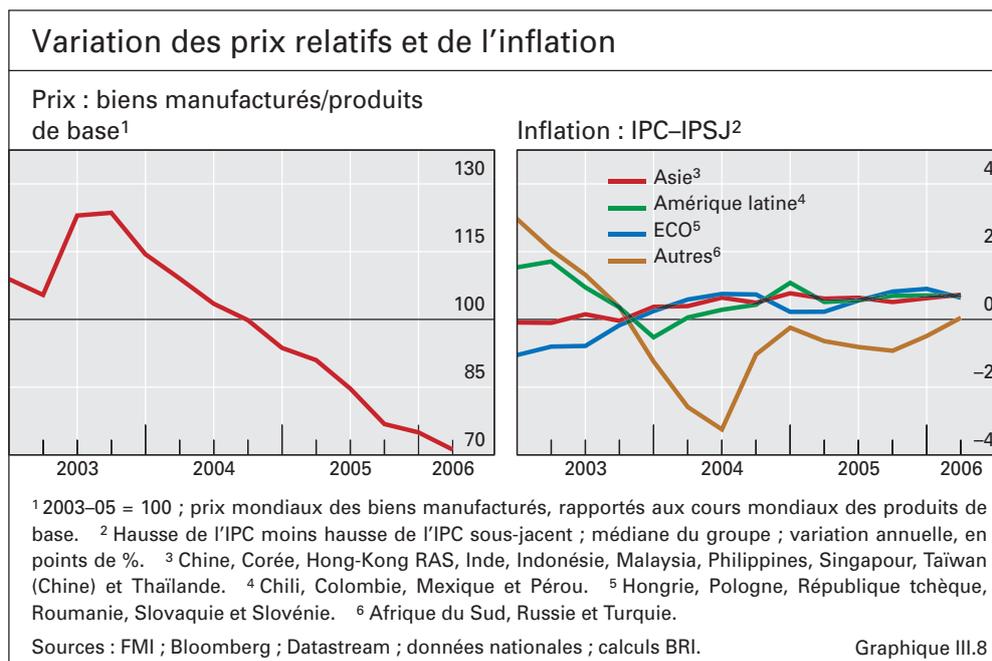
Ces questions ont des implications contradictoires pour l'orientation des politiques. D'un côté, un renchérissement persistant des produits de base justifierait une politique visant à contrer les anticipations en ciblant l'IPC. De l'autre, si le comportement des prix a beaucoup changé, les autorités doivent faire preuve d'une plus grande retenue, étant entendu que la hausse de l'IPC reviendra au niveau de l'inflation sous-jacente.

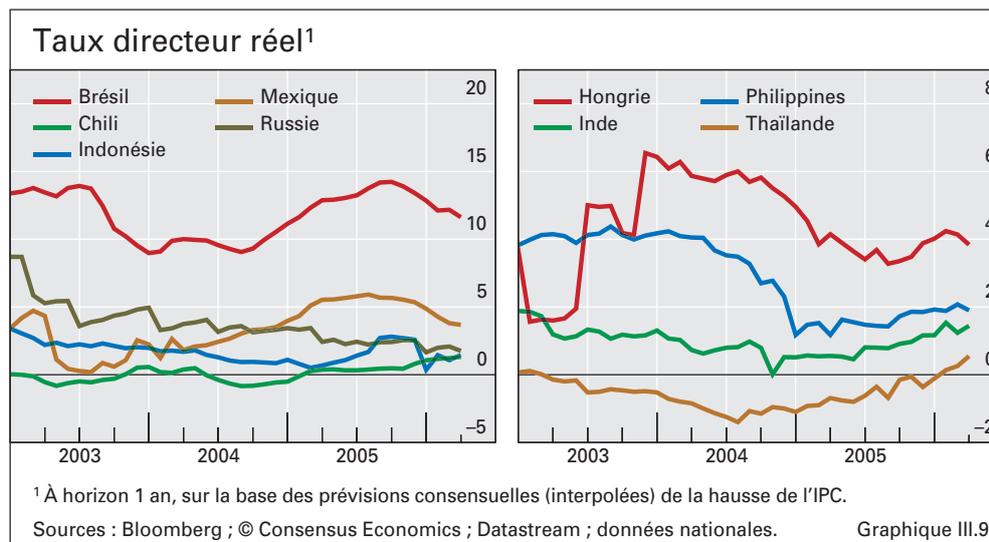
Il n'est guère facile de déterminer si l'inflation sous-jacente augmentera jusqu'au niveau de l'inflation IPC ou si l'inverse se produira. Il faut, pour cela, se prononcer sur le caractère permanent ou non de la hausse des cours des produits de base, ainsi que sur les modifications dans le processus de formation des prix qui semblent avoir ancré l'indice sous-jacent jusqu'à maintenant. Concernant ce dernier point, la Chine est un élément clé : actuellement, l'inflation y est très faible, même si la croissance est assez forte pour exercer une tension sur les cours mondiaux des produits de base. Cela

Les cours des produits de base sont élevés, mais les anticipations sont stables

L'augmentation ou la diminution de l'inflation IPC...

...dépend du mécanisme de formation des prix





pourrait s'expliquer par d'importants gains de productivité dans le secteur manufacturier. Il pourrait bien s'agir d'un phénomène durable, qui aura des effets persistants sur les salaires et les prix, en Chine comme ailleurs.

Le risque d'inflation demeure

Pourtant, la Chine a déjà connu des épisodes d'inflation après de longues périodes de croissance rapide. En outre, il se peut que l'inflation soit déjà en hausse en Chine, mais qu'elle soit occultée du fait que l'indice des prix ne tient pas suffisamment compte des services. Enfin, il semble que les tensions inflationnistes soient déjà importantes dans certaines économies émergentes.

Les réactions rapides ont été efficaces

Dans ce contexte d'incertitude, les chocs de prix relatifs survenus ces dernières années ont suscité différentes réactions de la part des autorités, la tendance générale étant au resserrement. Des producteurs de matières premières ont réagi à l'augmentation de l'IPC plutôt qu'à l'inflation sous-jacente. Au Brésil, au Chili et au Mexique, les taux directeurs ont été relevés comparativement tôt dans le processus, ce qui a empêché l'érosion des taux d'intérêt réels (*ex ante*) lorsque les anticipations d'inflation se sont orientées à la hausse (graphique III.9). En revanche, le taux d'intérêt réel a baissé en Russie.

La suppression des subventions a entraîné une hausse des prix...

Dans certains pays d'Asie, la politique monétaire a d'abord été axée sur l'IPC, car les autorités ont estimé que la hausse des cours des produits de base était temporaire et ne risquait guère de se répercuter sur les anticipations. Toutefois, le taux directeur a ensuite été fortement relevé lorsque le choc est apparu plus durable. Dans certains pays importateurs de pétrole (par exemple, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande), les subventions aux consommateurs d'énergie ont, dans un premier temps, atténué les effets de l'augmentation des cours pétroliers sur le prix domestique. Toutefois, comme le choc durait plus que prévu, les autorités de plusieurs pays ont dû réduire radicalement ces subventions, dont le coût devenait intenable (jusqu'à 3 1/2 % du PIB en 2005 dans le cas de l'Indonésie), et relever les taux d'intérêt pour éviter toute répercussion sur les anticipations d'inflation.

...qui a suscité des réactions différentes

En Indonésie, le relèvement des taux d'intérêt a précédé la montée de l'inflation associée aux dernières réductions des subventions à la consommation d'énergie, mais l'envolée de l'inflation mesurée a tout de

même nourri les anticipations. Le marché des changes et le marché obligataire domestique ont connu un épisode d'instabilité, l'augmentation des taux directeurs ayant provoqué des retraits auprès des fonds d'investissement spécialisés en obligations d'État. Les conditions se sont ensuite stabilisées et la rupiah s'est redressée depuis. En Thaïlande, où le taux réel était négatif, mais l'inflation, faible, les autorités ont rapidement relevé les taux d'intérêt lorsque l'impact sur les anticipations est devenu manifeste et que l'inflation s'est accélérée. Aux Philippines, où le taux d'intérêt réel était plus élevé, les autorités monétaires ont attendu plus longtemps avant de resserrer leur politique, malgré la poussée de l'inflation en 2004, résultant d'effets d'offre ; en 2005, l'inflation s'est stabilisée grâce au relèvement des taux directeurs, mais a repris en 2006.

Réaction aux tensions à la hausse sur le cours de change

Le cours de change est souvent soumis à de vives tensions à la hausse dans les pays où la demande s'accroît rapidement, où les paiements courants sont excédentaires (grâce à l'amélioration des termes de l'échange), et les entrées de capitaux, soutenues. Cela pose un dilemme aux autorités monétaires, qui peuvent soit accepter l'appréciation du change, soit s'y opposer par un assouplissement de la politique monétaire ou par des interventions sur le marché. Accepter l'appréciation pourrait réduire le risque d'inflation, atténuer, pour les exportateurs, les effets de prix et de revenu résultant du renchérissement des produits de base, et diminuer les pressions exercées sur les capacités, dans les pays qui enregistrent une forte demande. De même, cela pourrait freiner la tendance à l'assouplissement des conditions financières, dans les pays où les capitaux affluent. Par contre, une hausse radicale ou très rapide du cours de change peut être préoccupante, par ses effets néfastes sur la compétitivité.

Les tensions à l'appréciation du change posent un dilemme

Contrer l'appréciation du change par un assouplissement monétaire ou des interventions peut créer d'autres difficultés. Dans un régime à objectif d'inflation, l'assouplissement monétaire ne conviendrait que si l'appréciation du change devait se traduire par un taux d'inflation inférieur à l'objectif. Il serait moins indiqué si l'appréciation du change constituait un ajustement face à des entrées massives de capitaux et à des chocs positifs des termes de l'échange. En pareil cas, la détente monétaire pourrait exacerber le risque d'inflation.

L'assouplissement monétaire est parfois approprié

Si les tensions sur le change sont jugées temporaires (par exemple, lorsqu'on s'attend à ce que certains flux de capitaux s'inversent ou que les termes de l'échange retombent à un niveau inférieur), des interventions stérilisées pourraient être préférables pour contrer la hausse du cours. Toutefois, plus les interventions se prolongent, plus la difficulté croît, car il devient moins aisé d'opérer la stérilisation, d'où un assouplissement non choisi des conditions financières intérieures et une incitation aux tensions inflationnistes. En outre, même en cas de stérilisation intégrale, des interventions massives peuvent créer une distorsion sur les marchés financiers domestiques, étant donné le volume d'émission de titres qu'elles supposent.

Les interventions de change peuvent empêcher une distorsion

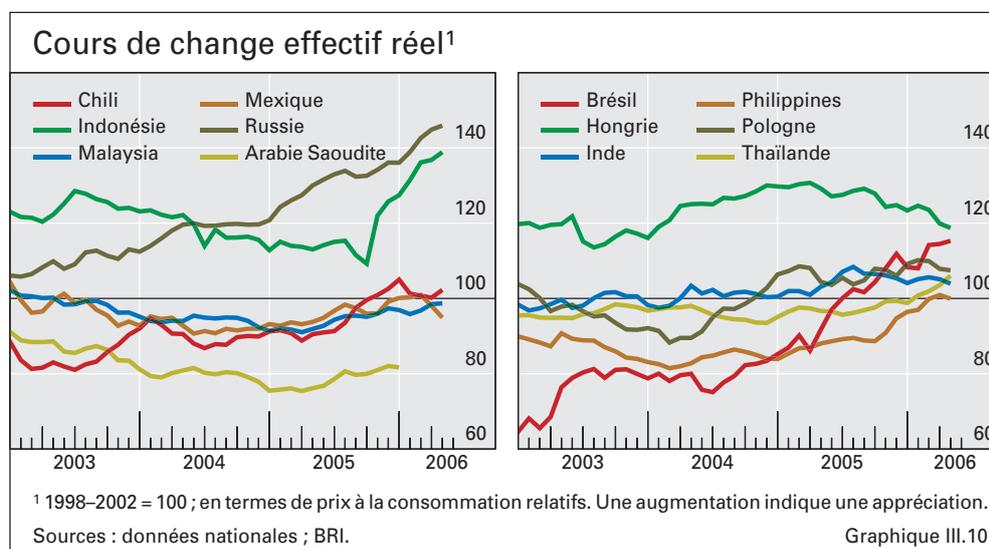
Réaction des autorités et régime monétaire

Certains pays ont accepté une appréciation

La solution au dilemme décrit plus haut a beaucoup varié d'un pays à l'autre et, dans une certaine mesure, a dépendu de la façon dont le régime monétaire national a permis de réagir aux variations du cours de change nominal. Plusieurs pays, généralement ceux qui se sont assigné un objectif d'inflation, ont opté pour une plus grande flexibilité du change. Ainsi, parmi les pays exportateurs de produits de base où l'amélioration des termes de l'échange laissait anticiper des tensions sur le cours, le Brésil et le Chili ont connu une forte augmentation du cours de change nominal entre début 2005 et début 2006, qui s'est traduite par une progression notable du cours de change effectif réel (graphique III.10). D'autres pays ont, au contraire, opté pour une plus grande stabilité du cours de change nominal, parmi eux l'Argentine et la Russie, qui suivent un régime monétaire qu'on pourrait qualifier d'hybride, ainsi que l'Arabie Saoudite et le Venezuela, qui ont adopté un système d'ancrage de la monnaie. Toutefois, exception faite de l'Arabie Saoudite, cela n'a pas empêché l'appréciation du cours de change réel, en raison de l'inflation. En Russie, les autorités ont accepté une hausse du cours de change nominal pour contenir l'augmentation des liquidités et freiner la demande excédentaire.

Interventions massives en Asie

En Chine et dans la plupart des autres pays d'Asie, les autorités sont intervenues massivement, pendant plusieurs années, pour limiter l'appréciation du change. Dans le cas de la Chine, cette stratégie a porté les réserves à \$875 milliards fin avril 2006. Les pays exportateurs de pétrole ont fortement accru leur stock d'actifs financiers étrangers constituant leurs réserves officielles (tableau III.5). Ailleurs, l'accumulation des réserves de change semble avoir ralenti par comparaison au rythme rapide de 2003 et 2004. Le degré de stérilisation a varié, mais on peut évaluer son effet potentiel sur les marchés financiers locaux en mesurant les réserves par rapport à l'encours de titres de dette publique. Lorsque ce ratio est élevé, comme c'est le cas en Asie, les effets de distorsion qu'il peut avoir sur l'intermédiation financière à l'échelle nationale méritent d'être examinés attentivement.



Économies émergentes : réserves de change							
	Encours ¹				Ratio à la dette publique ²		
	2000	2004	2005	Avril 2006 ³	2000	2004	2005
Total	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Exportateurs de pétrole ⁴	110	282	386	443	26	61	78
Chine	166	610	819	875	-7	104	152
Asie hors Chine ⁵	529	962	1 003	1 060	103	100	93
Amérique latine ⁶	88	111	121	124	12	13	10
Autres ⁷	80	129	159	177	28	15	19

¹ Chiffres de fin de période, en milliards de dollars EU. ² En % ; ratio des réserves de change nettes de la monnaie en circulation/encours des titres de dette publique domestiques et internationaux. Algérie, Égypte, Nigeria, Oman, Qatar et Venezuela : titres internationaux uniquement ; Inde : titres domestiques uniquement. ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Algérie, Égypte, Mexique, Nigeria, Oman, Qatar, Russie et Venezuela. ⁵ Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie et Pérou. ⁷ Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque et Turquie.

Sources : FMI ; BRI. Tableau III.5

Certains pays ont commencé de recourir à d'autres instruments pour résoudre le dilemme. Dans les États baltes et les pays de l'Europe du Sud-Est, les autorités ont privilégié des instruments directs, comme une augmentation des coefficients de réserves obligatoires et un resserrement des limites prudentielles. Afin de respecter les règles de l'Union européenne (critères de Maastricht et protocoles du MCE II), ces États et pays ont pour objectif de maîtriser l'inflation et de maintenir la stabilité du change. Cependant, l'application d'instruments directs pourrait être source d'inefficacité et engendrer des coûts pour le système financier.

Volonté de réduire le surcroît de liquidités

À l'inverse, certains pays ont connu des épisodes de fortes pressions à la baisse du change en 2005 ou au premier trimestre 2006. Par exemple, la rupiah indonésienne a perdu 11 % face au dollar en août 2005 en raison de l'incertitude concernant le fardeau budgétaire des subventions à la consommation d'énergie, vu le renchérissement du pétrole. La monnaie s'est redressée depuis. Le forint hongrois s'est déprécié entre février et début avril 2006, également sous l'effet des préoccupations suscitées par la position budgétaire et le solde des paiements courants.

Pressions à la baisse

Conséquences des réactions des autorités

Le choix de régime monétaire et l'attention accordée au cours de change ont-ils une incidence vérifiable sur l'inflation ?

Comme le résume le tableau III.6, la réponse est contrastée. Les régimes à objectif d'inflation, qui permettent à la monnaie de flotter relativement librement, ont généralement produit un taux d'inflation modéré. Dans ce groupe figurent la Corée, où l'on ne perçoit guère de hausse des prix à la consommation, ainsi que le Brésil et la Turquie, où les autorités ont réussi à ramener un taux d'inflation élevé vers l'objectif. L'inflation est revenue dans la fourchette-cible au Mexique – pour la première fois depuis l'instauration du régime à objectif d'inflation – et se situe à l'intérieur des limites au Chili. Ces deux pays ont accepté un ajustement du change et ont rapidement décidé de relever le taux directeur. Des résultats similaires ont été observés en

L'inflation a été modérée dans les régimes à objectif d'inflation...

Colombie et au Pérou, qui sont également des pays producteurs de produits de base.

...mais plus faible avec un ancrage de la monnaie...

Cependant, l'inflation médiane est plus basse dans les pays à régime de change fixe. L'Arabie Saoudite et la Chine présentent une situation quelque peu étonnante : dans les deux pays, la hausse des prix à la consommation est demeurée très modérée en dépit de la vigueur de la croissance et de l'abondance apparente des liquidités. Cela dit, l'ancrage de la monnaie ne garantit pas un faible niveau d'inflation ; le Venezuela, qui a un régime de change fixe et un taux d'inflation à deux chiffres, en est une illustration.

...et plus élevée dans les pays à régime hybride

L'inflation est la plus élevée dans les pays ayant un régime hybride, qui n'ont pas adopté intégralement un objectif d'inflation ou qui n'ont pas de point d'ancrage nominal explicite. Certains d'entre eux semblent accorder une grande importance à la stabilité du change, comme en témoigne la faible variation du cours de change nominal médian. Par rapport aux pays à objectif d'inflation, le volume de liquidités y est aussi supérieur.

Dans ce groupe de pays, l'Argentine et la Russie, où le cours de change nominal est relativement stable, affichent un taux d'inflation à deux chiffres. Cela donne à penser que s'opposer à une appréciation provoquée par des chocs extérieurs présente bel et bien des risques. Dans ces pays, les mesures de la hausse des prix à la production paraissent annoncer un taux d'inflation élevé. L'existence de prix administrés ou d'un contrôle des prix masque un problème d'inflation potentiellement plus grave.

Souplesse des conditions financières

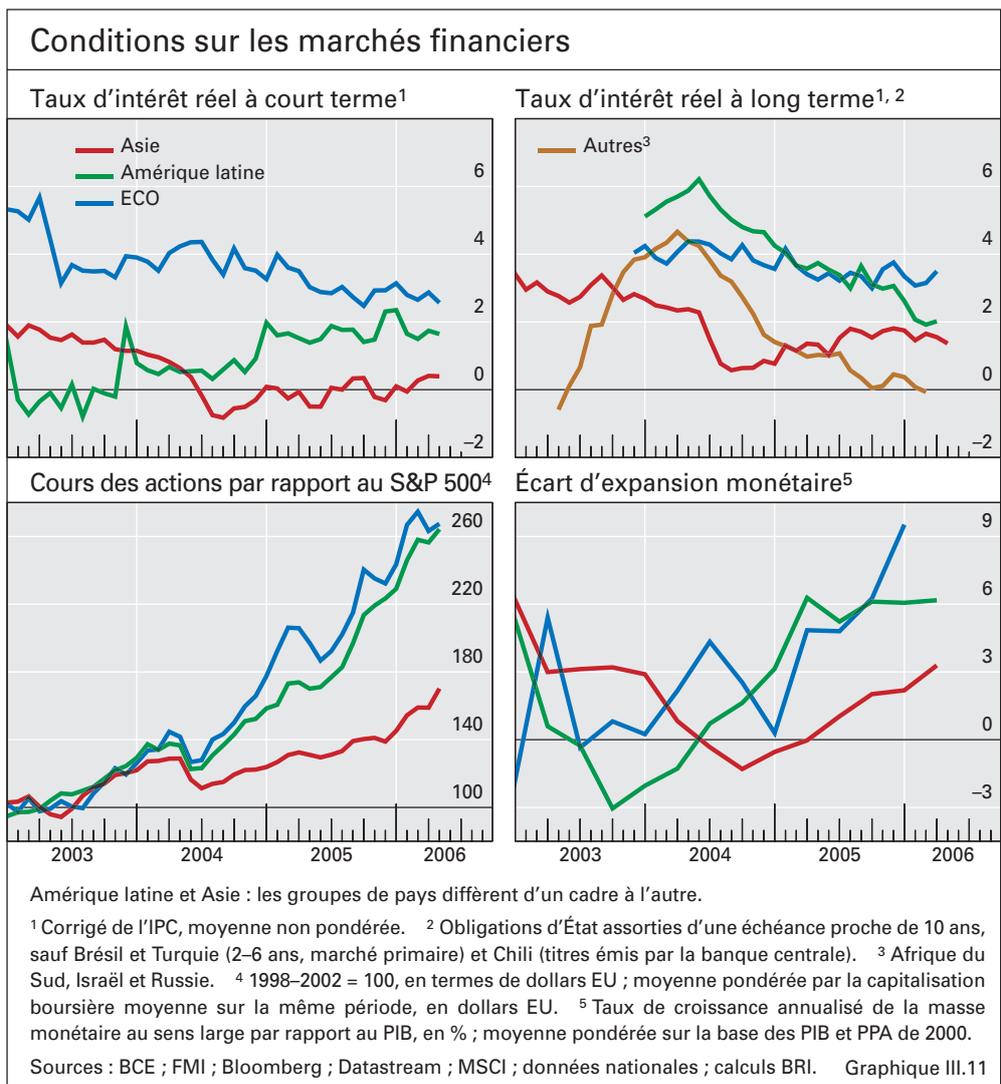
Malgré les mesures de resserrement monétaire prises dernièrement par certains pays, les récents chocs extérieurs et les réactions des autorités se sont accompagnés de conditions financières généralement souples dans les économies émergentes. En témoigne la faiblesse persistante des taux d'intérêt

Indicateurs de la politique monétaire			
Médiane des données nationales pour 2004–05, sauf indication contraire			
	Régime monétaire		
	Objectif d'inflation ¹	Régime hybride ²	Objectif de change ³
IPC ⁴	3,9	7,0	2,9
Écart d'inflation avec l'objectif/ le partenaire ⁵	0,2	.	1,0
Taux d'intérêt réel ⁶	2,4	0,7	1,1
Cours de change effectif nominal ⁴	3,8	0,2	-2,3
Réserves de change ⁴	12,5	16,4	18,5
Crédit au secteur privé ⁴	15,2	24,8	29,4

¹ Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Hongrie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Thaïlande et Turquie. ² Argentine, Inde, Indonésie, Roumanie, Russie, Singapour et Taïwan (Chine). ³ Arabie Saoudite, Chine, Estonie, Hong-Kong RAS, Lettonie, Lituanie, Malaysia, Slovaquie, Slovénie et Venezuela. ⁴ Variation annuelle, en %. ⁵ Écart par rapport au centre de la bande-objectif ou à l'objectif implicite d'inflation du principal partenaire commercial (fixé à 1,8 pour la zone euro, et à 2,0 pour les États-Unis), en points de %. ⁶ Taux de la banque centrale ou taux du marché monétaire à court terme, corrigé des prévisions consensuelles (interpolées, à horizon 1 an) de hausse de l'IPC.

Sources : FMI ; Bloomberg ; © Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Tableau III.6



réels, malgré la vigueur de l'activité et la forte expansion de la masse monétaire (graphique III.11). Mais les cours des actions, qui avaient beaucoup progressé, ont chuté en mai 2006 dans plusieurs pays.

Nous pouvons principalement conclure que le risque d'inflation dans les pays émergents, quoiqu'il soit difficile à évaluer à l'heure actuelle, a augmenté. L'expérience récente met également en relief les implications de la politique monétaire pour le système financier. Des interventions massives et prolongées ou un assouplissement monétaire visant à empêcher l'appréciation du change peuvent influencer sur la structure des bilans dans le secteur privé (surtout les banques), faire baisser les taux d'intérêt réels, stimuler la croissance du crédit et favoriser l'endettement. Les effets des déséquilibres qui en découlent, tant sur l'inflation que sur la croissance, mettront du temps à se concrétiser complètement, mais ils seront d'autant plus importants que la stimulation monétaire sera prolongée.

Risque d'inflation accru

IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées

Faits marquants

La politique monétaire est restée généralement accommodante dans les grands pays industrialisés durant la période analysée, alors même que la croissance prenait de l'ampleur et que les perspectives s'amélioraient. Néanmoins, attentives aux risques croissants pour la stabilité des prix, les banques centrales ont atténué le caractère expansif de l'orientation monétaire. La Réserve fédérale a continué de relever le taux des fonds fédéraux de façon « mesurée », jusqu'à un niveau jugé compatible avec une croissance soutenable et des prix stables. La BCE a commencé, fin 2005, à rehausser son taux directeur, qui était à un niveau historiquement bas. Ces deux banques centrales ont dû veiller à ce que le resserrement suive un rythme approprié, compte tenu de la cherté de l'énergie, de l'accroissement du degré d'utilisation des ressources et du dynamisme de l'immobilier résidentiel. La Banque du Japon, voyant se confirmer la fin de la déflation, a annoncé, en mars 2006, l'abandon de la politique d'assouplissement quantitatif qu'elle appliquait de longue date et un retour ultérieur à des instruments plus conventionnels. Elle a toutefois continué de soutenir la reprise naissante en maintenant son taux-cible à zéro, de sorte que le taux réel est devenu négatif.

Dans les économies industrialisées avancées de plus petite taille, où l'interaction des forces intérieures et extérieures est plus complexe, les situations étaient plus variées. Les banques centrales du Canada, de Norvège, de Suède et de Suisse ont suivi des politiques moins accommodantes en relevant leurs taux directeurs, qui étaient relativement bas. D'autres pays, à un stade plus avancé dans le cycle, n'ont connu que des ajustements mineurs. Les banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande ont légèrement resserré les conditions monétaires, tandis que la Banque d'Angleterre les a quelque peu assouplies.

En dépit d'un risque accru de réveil de l'inflation, de nombreuses banques centrales ont trouvé un motif de satisfaction : l'inflation sous-jacente est restée basse et les anticipations d'inflation sont bien ancrées. Elles ont attribué en partie ces tendances à l'intensification de la concurrence mondiale et à son influence modératrice sur les salaires et les prix. La seconde moitié du chapitre passe en revue certains des défis que cette mondialisation pose aux autorités monétaires sur les plans économique et financier.

Synthèse des évolutions

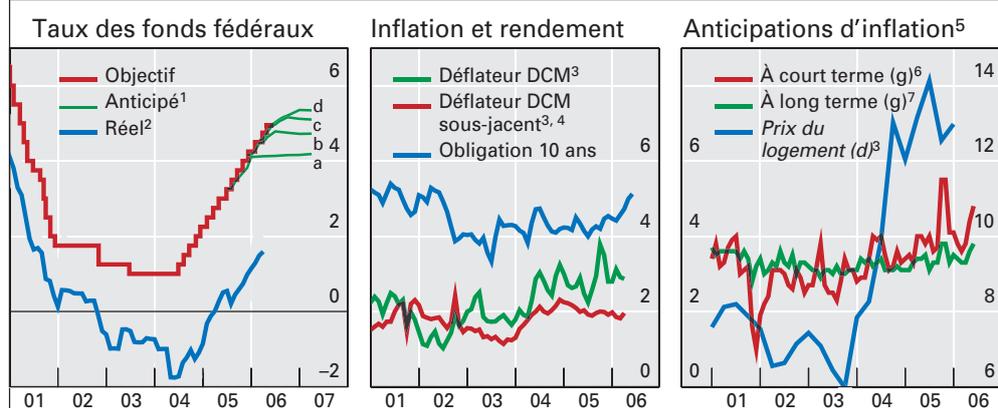
États-Unis

La Réserve fédérale a continué de réduire le degré d'accommodation monétaire. Depuis juin 2004 (le taux directeur était alors à 1 %), le Comité fédéral de l'open market (CFOM) a ponctué chacune de ses réunions par un

La Réserve
fédérale a relevé
ses taux...

États-Unis : indicateurs économiques

En %



a = 1^{er} juillet 2005 ; b = 14 décembre 2005 ; c = 29 mars 2006 ; d = 11 mai 2006.

¹ Taux des contrats sur fonds fédéraux 1 mois et eurodollar 3 mois. ² Taux des fonds fédéraux moins variation annuelle de l'indice des dépenses de consommation des ménages (DCM). La zone ombrée représente la dispersion de quatre mesures de l'inflation : IPC, IPC sous-jacent, indice DCM et indice DCM sous-jacent. ³ Variation annuelle. ⁴ Hors alimentation et énergie. ⁵ Hausse des prix à la consommation. ⁶ À 1 an. ⁷ À 5-10 ans.

Sources : OCDE ; Bloomberg ; Chicago Board of Trade ; Chicago Mercantile Exchange ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Université du Michigan ; données nationales ; estimations BRI.

Graphique IV.1

relèvement de 25 points de base (pb) du taux-objectif des fonds fédéraux, porté à 5 % en mai 2006 (graphique IV.1). Il est à noter que chacune des seize hausses a fait l'objet d'une annonce préalable. Fin 2005, toutefois, les membres du CFOM se sont montrés moins affirmatifs concernant l'orientation future.

Le niveau modéré de l'inflation sous-jacente a constitué une autre caractéristique notable, même si l'inflation mesurée par l'indice des dépenses de consommation des ménages a poursuivi sa hausse, atteignant 4 % en glissement annuel, à mesure que le renchérissement de l'énergie et des matières premières se répercutait sur les prix. L'inflation sous-jacente est restée modérée et stable autour de 2 %. Vers la fin de la période, cependant, la vigueur de la croissance tendancielle, une légère hausse des anticipations d'inflation à long terme et la réduction des capacités inutilisées – surtout sur le marché du travail – ont conduit le CFOM à redoubler de vigilance à l'égard des risques d'inflation.

La stratégie de communication de la Réserve fédérale a joué un rôle majeur dans l'orientation des marchés durant la phase de resserrement. Lorsqu'il a commencé à entrevoir la fin du cycle, le CFOM a légèrement modifié ses déclarations prospectives sur la trajectoire des taux directeurs et la possibilité d'une pause. En décembre 2005, il a abandonné le terme « mesuré », qu'il employait depuis mi-2004 pour qualifier le rythme probable des futurs relèvements. Il a fait savoir que, lorsque la politique accommodante aura été sensiblement atténuée, l'orientation future devra être davantage guidée par les indicateurs économiques, ajoutant que les prochaines décisions n'auraient vraisemblablement pas d'effet cumulé important. Les marchés ont peu réagi à cette nouvelle formulation.

...tandis que l'inflation sous-jacente restait modérée...

...et que la croissance était soutenue

Avec la fin du cycle de resserrement en vue...

...les risques d'un resserrement trop prononcé ont dû être mis en balance avec...

...les risques pour la stabilité des prix

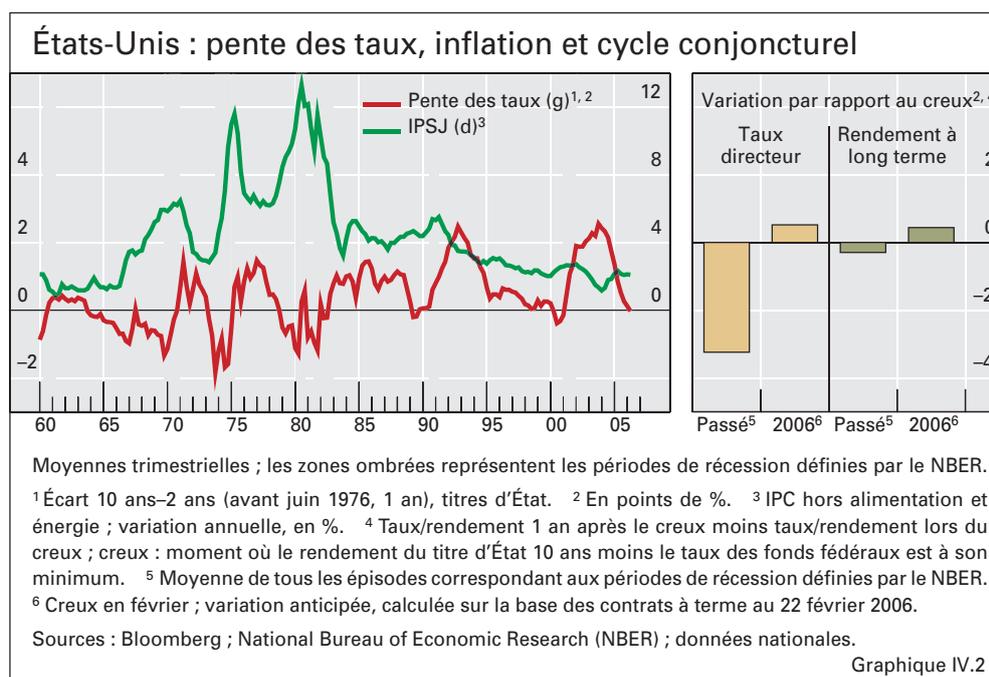
Des préoccupations ont été suscitées par les prix du logement, l'endettement...

...et l'aplatissement de la courbe des rendements

Bien que satisfait de la manière dont la présente phase de resserrement a été orchestrée, le CFOM s'est demandé si l'ampleur des relèvements de taux était excessive ou insuffisante. Fin 2005, quand il a cessé de qualifier son orientation d'accommodante, certains de ses membres ont jugé que les taux pouvaient déjà avoir atteint un niveau adapté au rythme de croissance potentielle, compte tenu du délai de transmission de la politique monétaire. Les hausses ultérieures du taux directeur ont montré que, pour la majorité des membres, la préoccupation restait un réveil de l'inflation.

La cherté du logement et l'endettement des ménages sont apparus comme les sources majeures de risque pour les perspectives de croissance, même lorsque le marché de l'immobilier résidentiel a donné des signes d'accalmie. Pour le CFOM, le dilemme était de savoir s'il devait réagir plus vigoureusement que par le passé, au cas où les logements seraient nettement surévalués. Après réflexion, le CFOM a convenu que, en principe, l'évolution des prix du logement doit être prise en compte si elle menace les objectifs fondamentaux – stabilité des prix et soutenabilité de la croissance. Néanmoins, il a également conclu que répondre à ce stade à une possible surévaluation ne servirait guère ces objectifs. Les incertitudes liées à l'évaluation de tels actifs et à l'évolution de leur prix ont été jugées généralement trop grandes pour agir avec confiance.

En outre, l'aplatissement de la courbe des rendements a également suscité des préoccupations, les rendements obligataires étant tombés à des niveaux inédits depuis la récession de 2001. Par le passé, une telle configuration signalait le plus souvent l'imminence d'une récession (graphique IV.2, cadre de gauche). Cette fois, cependant, la dynamique de l'écart taux long-taux court a semblé présenter au moins deux grandes différences. Premièrement, grâce à sa maîtrise des tensions inflationnistes, la Réserve fédérale a tempéré les anticipations d'un relèvement trop marqué des



taux directeurs (graphique IV.2, cadre de droite). Deuxièmement, les taux d'intérêt nominaux à long terme sont restés remarquablement stables par rapport aux cycles antérieurs, malgré une hausse sensible vers la fin de la période analysée. Le degré de resserrement correspondant à l'inversion de la courbe paraissait donc inférieur à la normale. Observées conjointement, ces tendances ont remis en question la crédibilité d'un tel indicateur (chapitre IV du 75^e Rapport annuel). Quant à la réaction des autorités face à l'aplatissement de la courbe, elle dépendra de son origine. Malheureusement, celle-ci est encore difficile à évaluer avec certitude (chapitre VI).

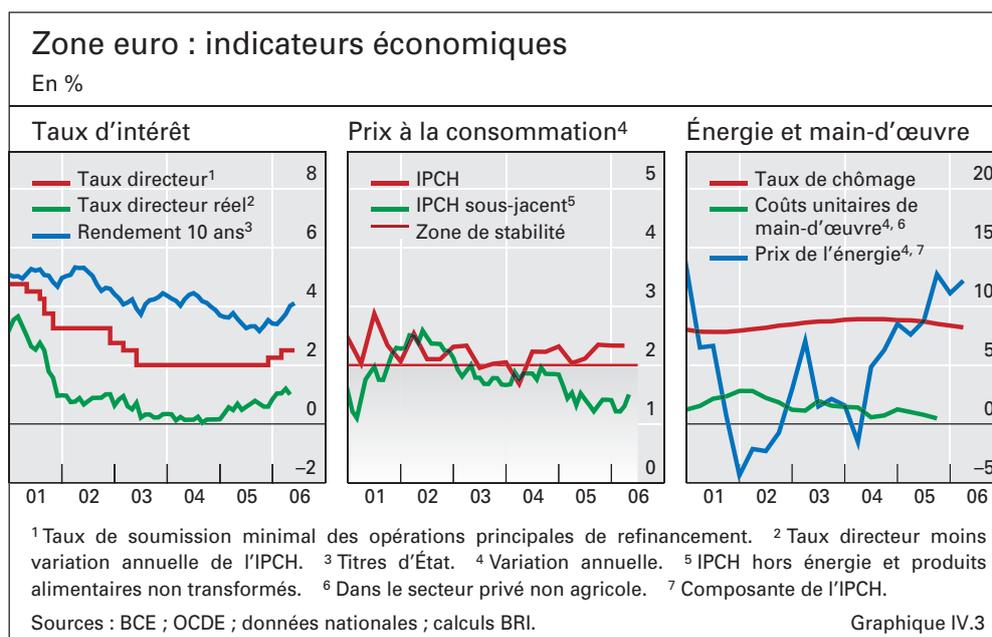
Zone euro

La BCE a conservé une orientation très accommodante, malgré deux relèvements (de 25 pb) de son taux directeur. Le premier, qui mettait fin à 2½ ans de stabilité à un niveau historiquement bas (2 %), est intervenu en décembre 2005, et le second, qui visait essentiellement à contrer les risques croissants pour la stabilité des prix, en mars 2006, le taux directeur étant porté à 2,5 % (graphique IV.3). La BCE fonde ses décisions sur des évaluations dans le cadre de son approche fondée sur deux piliers : stabilité des prix à court terme et lien à long terme entre la monnaie et les prix selon son schéma d'analyse.

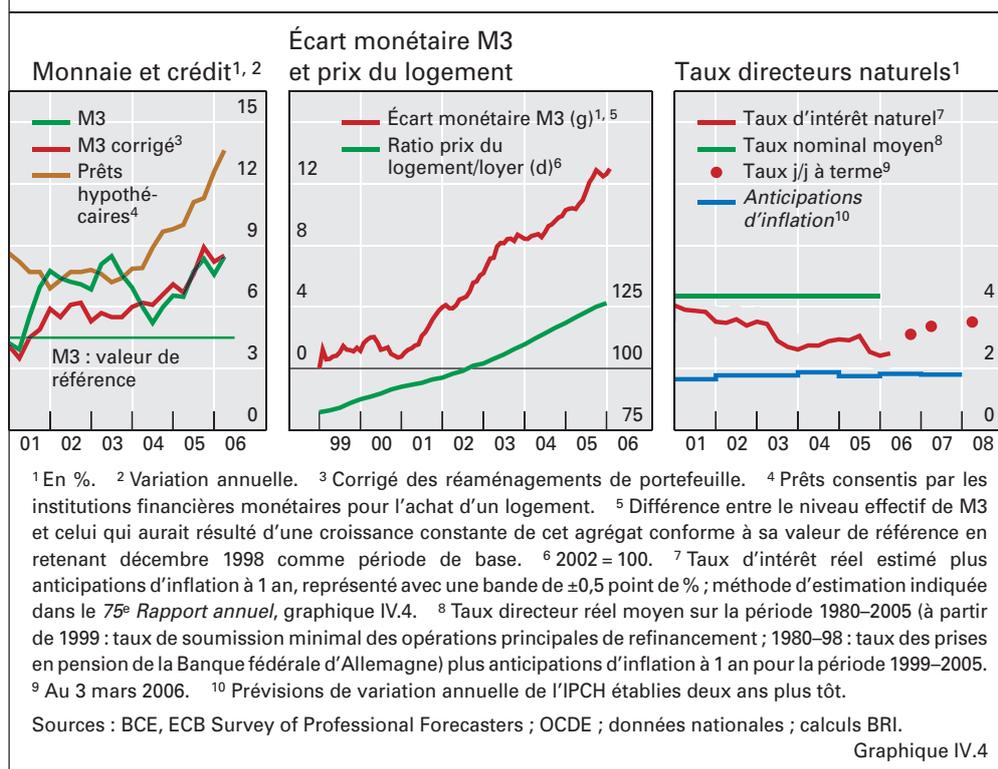
S'agissant du premier pilier, la BCE a jugé que la croissance s'était raffermie sur la période, malgré une certaine volatilité d'un trimestre sur l'autre ; par ailleurs, la hausse de l'inflation IPCH au-dessus de 2 %, niveau supérieur de la définition de la stabilité des prix, donnait à penser que le degré d'accommodation devenait de plus en plus incompatible avec son objectif. La BCE redoutait aussi que le niveau élevé, et même croissant, des cours pétroliers puisse se transmettre aux prix à la consommation, que cette évolution des prix relatifs se répercute sur les salaires et alimente ainsi des effets de second tour. Cette préoccupation tenait en fait à l'inflation affichée,

La BCE a commencé à relever ses taux...

...en raison de préoccupations à court terme au sujet des perspectives d'inflation...



Zone euro : cadre d'analyse et orientation de la politique monétaire



car l'inflation IPCH sous-jacente était basse et en recul, et les anticipations d'inflation bien ancrées.

L'analyse de l'évolution de l'agrégat monétaire confirmait les préoccupations de la BCE. Le taux de croissance de M3 continuait de dépasser la valeur de référence jugée compatible avec la stabilité des prix à moyen et long terme (graphique IV.4). Il y a quelques années, M3 avait aussi connu une expansion rapide, essentiellement attribuée à des facteurs techniques, toutefois ; en particulier, les résidents de la zone euro avaient modifié la composition de leurs portefeuilles, pour délaissier les actions au profit de la monnaie, montrant leur préférence pour des actifs sûrs et plus liquides. Mais, même lorsque ces ajustements techniques se sont ralentis, M3 a continué de progresser vivement. Son taux de croissance, corrigé des mouvements de portefeuille, a inscrit de nouveaux records l'an passé, avoisinant le double de sa référence.

De plus, la vive expansion du crédit au secteur privé (prêts hypothécaires aux ménages notamment) s'est poursuivie, ajoutant aux préoccupations suscitées par la croissance de M3. Le niveau toujours aussi bas des taux d'intérêt a été jugé responsable de la dynamique de l'immobilier résidentiel, où la hausse des prix a été parfois exceptionnelle (chapitre VII) : des taux d'appréciation annuels encore à deux chiffres en Espagne, en France, en Irlande et en Italie. La BCE a indiqué que, d'après ses calculs, la surévaluation des prix du logement était la plus forte depuis 20 ans dans la zone euro. Étant donné l'interaction entre les prix des actifs, l'expansion du crédit et la stabilité monétaire, dont tient compte l'approche de la BCE, ces évolutions ont été interprétées comme signalant des risques à long terme pour la stabilité des prix et l'activité économique.

...et à long terme concernant l'agrégat monétaire...

...le crédit et les prix des actifs...

La BCE a également estimé que l'environnement extérieur constituait une source potentielle de préoccupations et, en particulier, que la correction des déséquilibres mondiaux serait susceptible de faire courir à la zone euro un risque – peu probable, mais aux effets potentiels majeurs – de ralentissement économique. Son analyse devait donc prendre en compte l'impact d'un tel ralentissement sur la stabilité des prix.

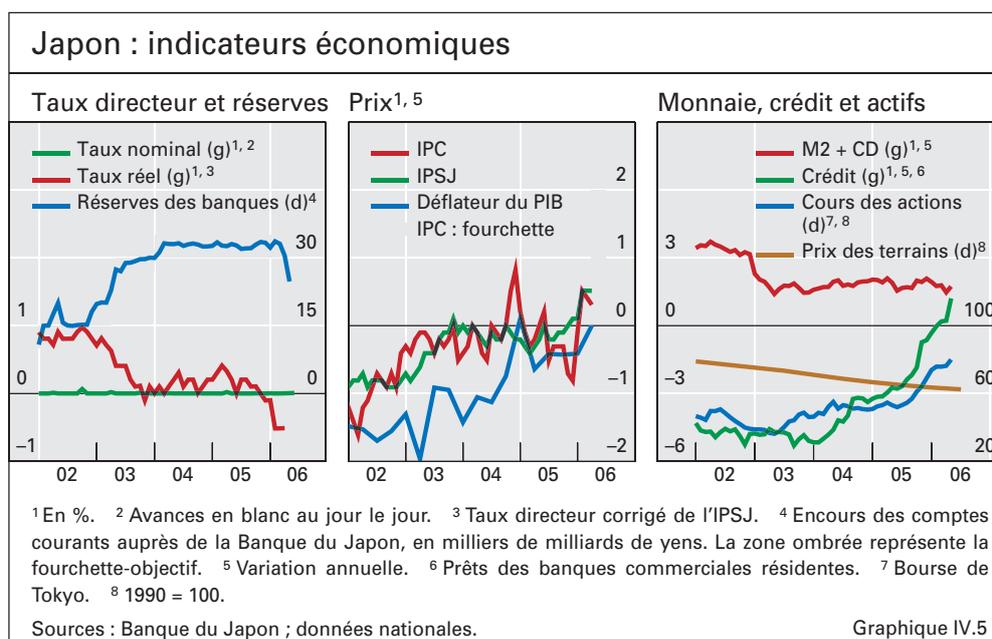
...ainsi que les déséquilibres mondiaux

La BCE s'est beaucoup appuyée sur sa stratégie de communication pour clarifier son processus de décision, surtout quand les marchés ont perçu l'imminence d'une inflexion de sa politique. Elle se garde toutefois de faire des déclarations explicites sur son orientation future. Lors de plusieurs conférences de presse, ses représentants ont souligné que le Conseil des gouverneurs ne planifiait pas ses décisions en matière de taux et qu'il n'était donc pas en mesure de les communiquer à l'avance. Cette attitude se démarque de celle de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon qui, toutes deux, ont récemment fourni des indications, ne serait-ce que qualitatives, sur l'orientation future de leurs taux directeurs. La BCE veut éviter que de telles indications soient interprétées comme un engagement de sa part. En outre, les marchés financiers de la zone euro manifestant moins d'« excès » que ceux des États-Unis ou du Japon, des déclarations explicites présenteraient sans doute moins d'avantages. Cela étant, l'insistance de la BCE à souligner les risques croissants pour la stabilité des prix a incité les marchés à anticiper de nouvelles hausses des taux pour 2006 et 2007.

Aspects de communication

Japon

La Banque du Japon a maintenu une orientation très accommodante, dans l'attente que l'atténuation des pressions déflationnistes se confirme. Sur l'essentiel de la période, elle a poursuivi la politique d'assouplissement quantitatif qu'elle avait adoptée, dans des circonstances exceptionnelles, en 2001. Elle avait alors fixé comme objectif opérationnel l'encours des comptes



La Banque du Japon a maintenu une orientation accommodante en raison de l'atténuation des pressions déflationnistes...

courants détenus par les banques commerciales sur ses livres. Cet objectif, inchangé en 2005 et début 2006, s'établissait à ¥30 000–35 000 milliards, montant nettement supérieur au niveau nécessaire pour maintenir le taux au jour le jour tout proche de zéro (graphique IV.5). À l'origine, ce dispositif était surtout destiné, compte tenu de la fragilité du secteur financier, à conjurer tout risque de spirale déflationniste. À l'aune de ce critère, la Banque du Japon a conclu, durant l'année, que sa politique avait porté ses fruits.

...abandonné sa politique d'assouplissement quantitatif, mais maintenu ses taux directeurs à un plus bas historique

En mars 2006, la Banque du Japon a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif, pour revenir à un objectif opérationnel plus classique : le taux des avances en blanc au jour le jour. Au moment où elle a annoncé sa décision, elle a souligné son intention de maintenir quelque temps ce taux à zéro, même si elle se prépare à éliminer ultérieurement les réserves excédentaires du système bancaire, qui ont d'ailleurs rapidement diminué depuis. Cependant, la sortie de la déflation, puis une légère montée de l'inflation en fin de période ont ramené le taux directeur réel à son plus bas depuis de nombreuses années. La Banque du Japon a reconnu que cela fournirait un soutien supplémentaire au redémarrage économique.

Amélioration du mécanisme de transmission

Ce changement de politique s'appuyait sur un plus grand optimisme envers l'amélioration du mécanisme de transmission, même si des doutes persistaient : la bande-objectif pour les comptes courants n'avait entraîné qu'un léger mieux pour M2 et l'expansion du crédit au secteur privé. Mais c'est la multiplication des signes de conditions économiques et financières plus normales qui a fait pencher la balance vers un retour à un cadre opérationnel plus classique.

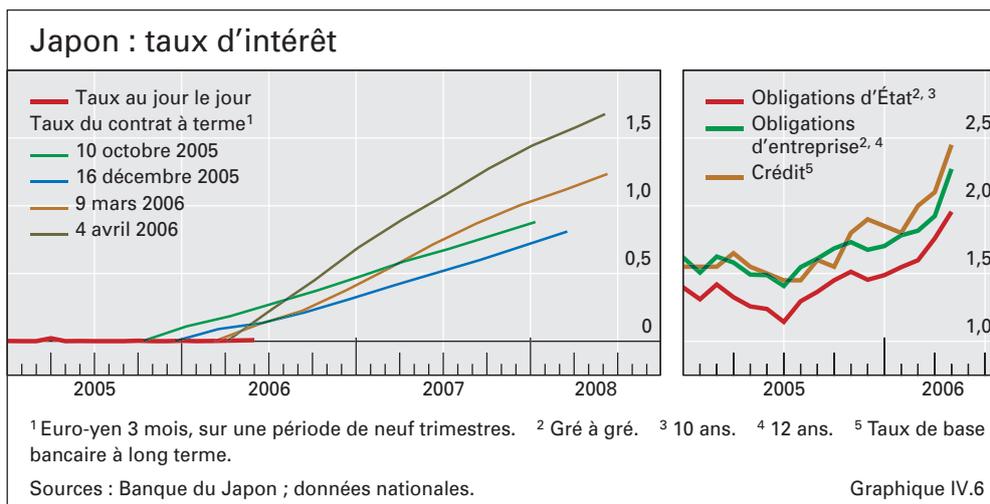
Annnonce d'une politique plus conventionnelle...

Par ailleurs, la Banque du Japon a apporté deux autres précisions concernant la nouvelle formulation de sa politique. Premièrement, elle a clarifié, en termes qualitatifs, sa définition de la stabilité des prix : situation où ménages et entreprises prennent des décisions économiques sans avoir à se préoccuper des fluctuations du niveau général des prix. Sur le plan opérationnel, le conseil de politique monétaire a traduit cette définition par une fourchette d'inflation de 0–2 %. Cette transparence accrue devrait contribuer à orienter favorablement le comportement des prix et des salaires. Toutefois, vu les antécédents de déflation du pays, la limite inférieure de la fourchette a naturellement suscité des interrogations. La banque centrale a expliqué qu'elle procéderait à un réexamen périodique de la bande-objectif, reconnaissant qu'il serait peut-être nécessaire d'accroître la marge de sécurité pour contrer le risque de baisse des prix.

...mettant l'accent sur une bande-objectif d'inflation...

...et une approche reposant sur deux perspectives

Deuxièmement, la Banque du Japon a exposé son approche reposant sur deux perspectives. La première consiste en une évaluation de son orientation à la lumière de l'évolution de l'activité et de l'inflation à horizon 1–2 ans. La seconde vise à contrer les risques à long terme qui pourraient nécessiter plus de souplesse dans la conduite de la politique. L'expérience a montré que la maîtrise de l'inflation à court terme ne suffit pas à prévenir les amples fluctuations des prix des actifs ni une modification significative de l'environnement financier susceptibles, à horizon plus lointain, de menacer la soutenabilité de la croissance et la stabilité des prix.



Tandis que la Banque du Japon déclarait que sa nouvelle politique ne devrait pas entraîner de variation brutale des taux courts, les marchés ont réagi par une hausse des rendements longs (graphique IV.6), pour la dette publique et privée. Ces mouvements étaient sans doute en partie attribuables aux annonces officielles d'un « ajustement graduel », à terme, des taux directeurs, mais aussi à la perception d'une amélioration des perspectives de l'économie.

Les marchés s'attendent, à terme, à un relèvement des taux directeurs

Pays à objectif d'inflation

Dans les pays industrialisés avancés se fixant un objectif d'inflation chiffré, les taux directeurs ont, le plus souvent, été relevés pendant la période examinée. Dans certains cas, ce resserrement semblait se justifier par la hausse de l'indice d'inflation, attribuable surtout à la cherté de l'énergie. L'inflation sous-jacente est, quant à elle, restée à un niveau généralement bas (graphique IV.7), et parfois bien en deçà du taux-cible.

Nombre de banques centrales ont augmenté leurs taux

Les banques centrales se sont trouvées face à plusieurs risques identiques. Premièrement, des doutes sur la trajectoire et l'impact des prix de l'énergie ont accentué les risques haussiers pour la stabilité des prix, surtout si des effets de second tour commençaient à se faire sentir. Deuxièmement, les banques centrales se sont montrées préoccupées par les répercussions possibles d'un éventuel ralentissement inattendu des deux moteurs de l'activité économique mondiale – Chine et États-Unis –, dans le contexte de déséquilibres extérieurs mondiaux amples et croissants (chapitre V). Troisièmement, les valorisations déjà élevées de l'immobilier résidentiel ont poursuivi leur essor, pour atteindre des niveaux paraissant de plus en plus intenable, ce qui a donné un peu plus de substance à la crainte de l'émergence et de l'éclatement d'une bulle ; si un ralentissement a été enregistré en Australie et au Royaume-Uni, le ratio d'endettement des ménages a continué d'augmenter, ce qui est devenu une préoccupation pour certains pays, surtout dans la perspective d'un nouveau resserrement.

Principaux risques : cherté de l'énergie...

...déséquilibres mondiaux...

...et niveau élevé des prix du logement

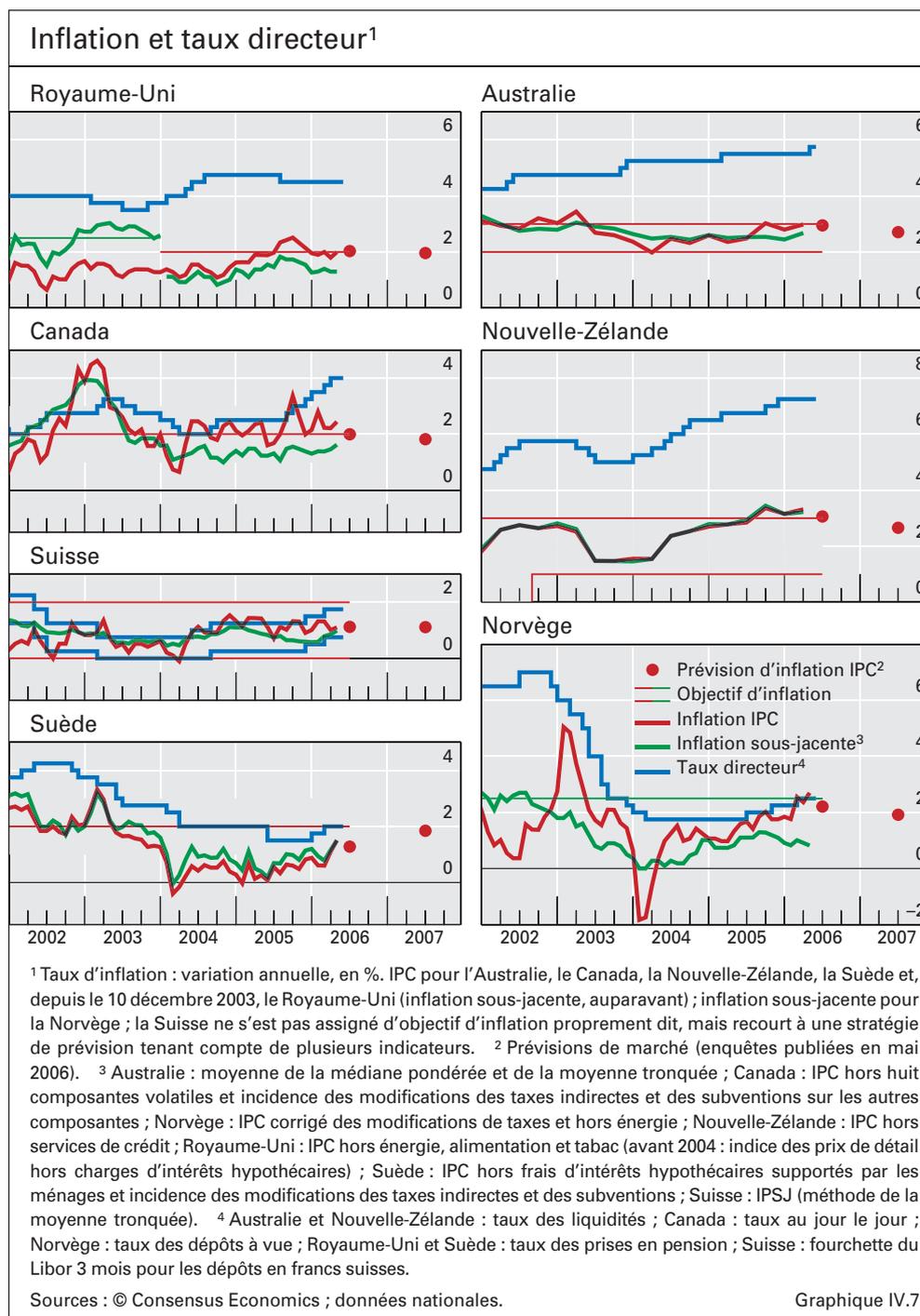
Naturellement, ces économies ont aussi présenté des différences. Les taux ont été relevés davantage là où ils étaient proches de leurs plus bas historiques au début de la période analysée. La Banque du Canada, par exemple, a fait passer le taux-cible de financement à 1 jour de 2,5 % en

Le Canada a procédé à un resserrement graduel

septembre 2005 à 4 % en avril 2006, en six étapes consécutives. Elle a en effet jugé nécessaire de le diriger vers un niveau plus normal, malgré l'appréciation significative du dollar canadien par rapport au dollar EU et le bas niveau de l'inflation sous-jacente, car le taux d'utilisation des capacités était proche de son maximum et que l'inflation IPC se situait dans la moitié supérieure de sa bande-objectif.

La Norvège, la Suède et la Suisse ont relevé légèrement leurs taux, restés bas

Les banques centrales de Norvège et de Suède ont procédé, elles aussi, à un resserrement, modeste cependant. La première a majoré de 25 pb, à deux reprises, son taux des dépôts à vue, pour le porter à 2,5 % en mars 2006. Elle a estimé, en effet, que le redémarrage de l'économie justifiait une orientation un



peu moins expansionniste. Si l'inflation sous-jacente est restée bien inférieure à son objectif, l'inflation affichée a augmenté. La Banque centrale de Norvège a aussi commencé à rendre publique, en novembre 2005, la trajectoire qu'elle envisage pour son taux directeur, suivant en cela l'exemple de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande qui, en 1998, avait décidé de diffuser des informations quantitatives sur son orientation probable. Cette nouvelle pratique visait à rendre la politique monétaire plus crédible et mieux à même d'ancrer les anticipations d'inflation, mais elle a aussi suscité certaines préoccupations. En particulier, si les projections devaient être interprétées comme des engagements implicites, la conduite de la politique monétaire s'en trouverait compliquée. Pour sa part, la Banque centrale de Suède, devant le dynamisme de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et de la demande extérieure, a procédé à deux relèvements de 25 pb, portant son taux à 2 %. Pourtant, l'inflation, sous-jacente et affichée, est demeurée juste en deçà de la limite inférieure de sa bande-objectif. En outre, les tensions sur les coûts ont semblé rester modérées.

La Banque nationale suisse, qui avait, en début de période, les taux les plus bas parmi ces pays, a relevé sa fourchette-objectif de 50 pb, pour l'amener à 0,75–1,75 %. La reprise s'est visiblement affermie en Suisse, grâce à la vigueur de la demande mondiale, l'amélioration de la situation de l'emploi, la hausse de l'investissement des entreprises et la solidité de la consommation privée. L'inflation est demeurée modérée et stable, néanmoins.

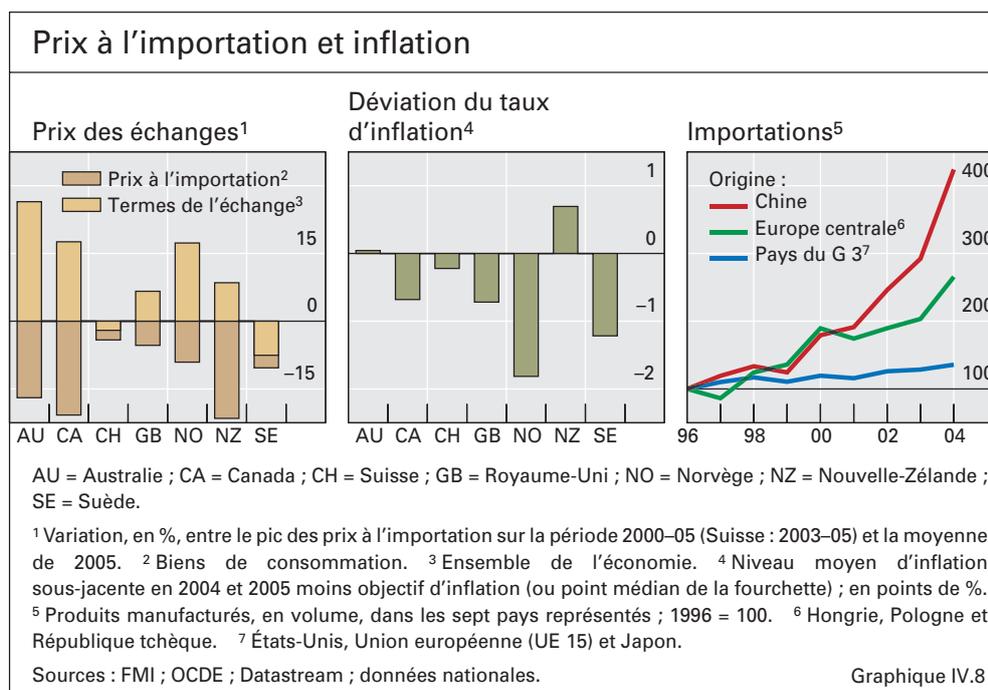
Les banques centrales des pays se trouvant à un stade plus avancé du cycle conjoncturel et qui avaient déjà sensiblement durci les conditions monétaires n'ont procédé qu'à de légers ajustements. La Banque d'Angleterre a été la seule à abaisser son taux directeur, de 25 pb, en août, pour le ramener à 4,5 %, niveau auquel elle l'a maintenu depuis. Sa décision visait à éviter que l'annonce d'une croissance du PIB inférieure à sa tendance et d'une détérioration du marché du travail ne fasse descendre l'inflation au-dessous du taux-cible.

La Banque de Réserve d'Australie a relevé son taux directeur de 25 pb, le portant à 5,75 % en mai. Un léger tassement de l'activité était attendu, et le taux d'utilisation des capacités de production demeurait élevé. L'inflation sous-jacente est restée modérée, du fait surtout des pressions désinflationnistes résultant de l'intensification des liens économiques avec la Chine, même si l'inflation affichée a le plus souvent avoisiné la limite supérieure de sa bande-objectif. En Nouvelle-Zélande, la forte expansion s'est essoufflée, en raison d'un fléchissement de l'activité et d'une accalmie de l'immobilier résidentiel. L'inflation a néanmoins dépassé l'objectif, sous l'effet de la persistance de la hausse des prix et des tensions sur les coûts. La banque centrale a augmenté son taux de 25 pb en octobre et en décembre, pour le porter à 7,25 %, le plus haut niveau parmi les pays industrialisés avancés.

L'expérience des économies des antipodes a mis en évidence un dilemme propre aux banques centrales de tous les pays riches en matières premières, qui est lié à la montée des cours et des prix des actifs. D'une part, un

Les taux ont été maintenus à un niveau relativement élevé au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande

Les flux financiers mondiaux créent un dilemme pour les autorités...



resserrement monétaire pourrait permettre d'apaiser les sources intérieures de surchauffe. Mais une telle mesure tendrait à attirer les capitaux mondiaux, en particulier dans le cadre d'opérations spéculatives (*carry trade*, chapitre V), et à accroître la valeur de la monnaie, voire à aggraver les déséquilibres des paiements courants – d'où le risque de favoriser des afflux financiers déstabilisateurs. L'exemple récent de la Nouvelle-Zélande montre à quel point une inversion des flux de capitaux peut être dangereuse. D'autre part, le maintien des taux directeurs à un bas niveau pourrait attiser la flambée des prix des actifs, risquant ainsi d'entraîner l'économie dans un cycle d'expansion et de contraction.

...de même
que les pressions
désinflationnistes
importées

Dans plusieurs pays, les décisions de politique monétaire ont été influencées par d'autres forces de portée mondiale. La persistance inattendue des pressions à la baisse, résultant de la concurrence internationale, sur les prix des biens et services a fait craindre que l'inflation ne soit inférieure au jalon bas de l'objectif, malgré la cherté de l'énergie et des matières premières (graphique IV.8). Cette évolution, par ailleurs favorable, du côté de l'offre est essentiellement attribuable à la vive progression des importations de biens manufacturés en provenance de Chine et de certains pays nouvellement industrialisés d'Europe centrale et orientale.

Ces forces mondiales ont permis aux taux directeurs de se maintenir à un niveau particulièrement bas, mais elles ont sans doute accentué les préoccupations des autorités nationales face à la hausse des prix des actifs et des niveaux d'endettement, qui appelleraient un relèvement supplémentaire des taux directeurs. Dans le même temps, un tel durcissement accroîtrait le risque de voir l'inflation tomber en dessous du taux-cible. De fait, affichant un taux d'inflation à la limite inférieure de la bande-objectif, les banques centrales de Norvège et de Suède sont confrontées à ce dilemme depuis un certain temps déjà.

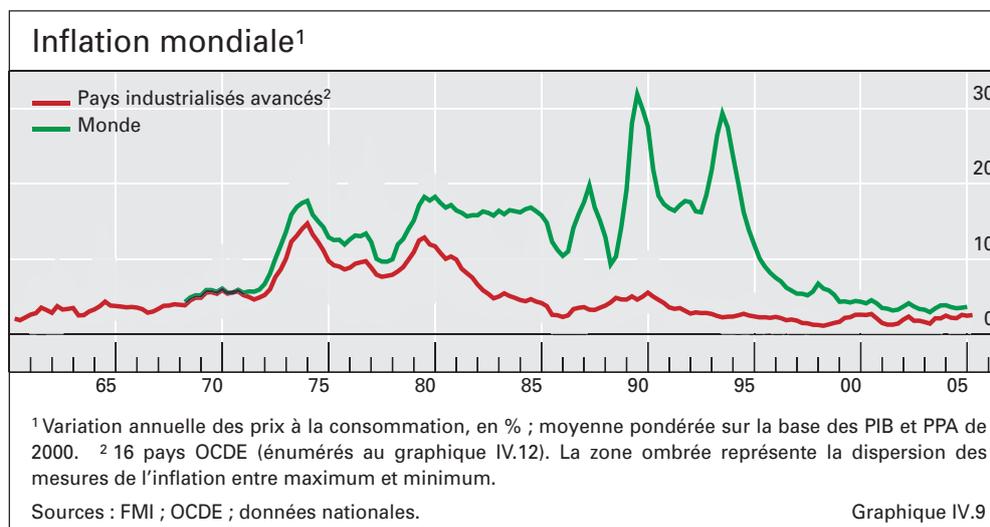
Mondialisation et politique monétaire

Tout en redoublant de vigilance à l'égard des risques d'origine intérieure pour la stabilité des prix, les banques centrales ont considéré que les évolutions mondiales pouvaient les aider à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Depuis une dizaine d'années au moins, elles sont de plus en plus attentives aux conséquences potentielles sur l'environnement macroéconomique intérieur (l'inflation en particulier) du processus mondial d'intégration de l'économie réelle et financière. Amorcé au début des années 90, quand la Chine, l'Inde et l'ancien bloc soviétique ont commencé à participer véritablement à l'économie mondiale, renforçant la dynamique de la « mondialisation », ce processus pourrait-il tempérer les forces inflationnistes et permettre de mieux maîtriser l'inflation ? Et quels nouveaux défis pourrait-il poser aux autorités monétaires ?

Ces questions sont étudiées en détail dans les sections suivantes, qui examinent tour à tour comment la mondialisation a renforcé la détermination et la capacité des banques centrales à assurer la stabilité des prix ; comment elle a pu modifier le contenu informatif des indicateurs traditionnels de l'orientation monétaire ; comment elle a pu influencer le mécanisme de transmission de la politique monétaire et la marge de manœuvre des banques centrales. En conclusion sont analysés les défis et risques qu'elle pourrait présenter pour les autorités, ainsi que les possibilités de riposte.

Détermination des banques centrales et stabilité des prix

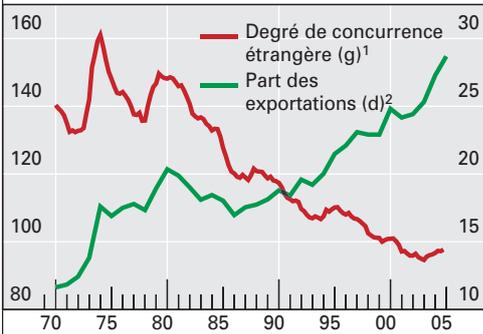
Une caractéristique notable de la désinflation mondiale des deux dernières décennies est son ampleur (graphique IV.9), sans nul doute attribuable à la détermination des banques centrales, qui ont tiré les enseignements de la « grande inflation » des années 70 (75^e Rapport annuel). Pourtant, les similitudes frappantes entre pays, malgré de fortes disparités de situation (cadre de la politique monétaire, régime de change et autres influences sur l'économie), montrent que des éléments communs ont également pu jouer un rôle important. On pense tout de suite aux effets de la mondialisation.



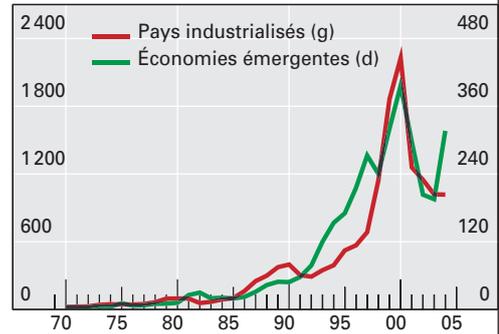
La mondialisation complique la conduite de la politique monétaire

Indicateurs de la mondialisation

Échanges et concurrence



Investissement direct étranger³



¹ Prix à l'exportation/déflateur du PIB pour 16 pays OCDE ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000 ; 2000 T1 = 100. ² Exportations mondiales, en % du PIB mondial. ³ Total de l'investissement direct étranger brut (entrées et sorties), en milliards de dollars EU.

Sources : FMI ; OCDE ; Nations Unies ; données nationales.

Graphique IV.10

La mondialisation exerce plusieurs influences sur le processus d'inflation :

Divers mécanismes ont fait que la mondialisation a aidé les banques centrales à réduire l'inflation et à la maintenir à un bas niveau. Certains ont une action directe. Ainsi, l'intensification de la concurrence sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production de même que l'expansion de l'investissement direct (graphique IV.10) ont sans doute influencé le processus de détermination des salaires et des prix et, par conséquent, la dynamique de l'inflation dans les pays industrialisés (chapitre II). D'autres ont des effets plus indirects et moins visibles, probablement plus durables toutefois, et agissent essentiellement en renforçant la détermination des banques centrales à instaurer et préserver la stabilité des prix. On en distingue au moins cinq.

...elle diminue les coûts liés à la désinflation...

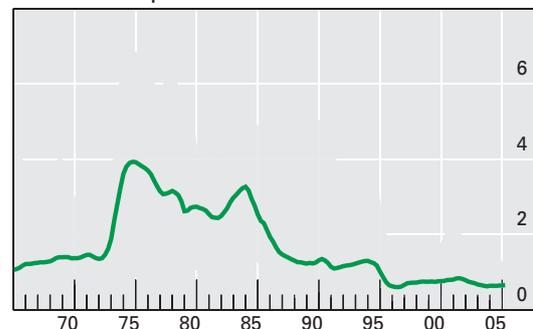
Premièrement, la mondialisation a sans doute permis d'accélérer la désinflation en réduisant fortement les coûts qui lui sont associés. Elle s'est traduite par une série de chocs d'offre positifs : la multiplication d'unités de production à faible coût a induit à la fois une réduction des tensions sur les

Pays industrialisés avancés : volatilité de la croissance et de l'inflation¹

Croissance du PIB réel



Hausse des prix à la consommation



¹ 16 pays OCDE ; écart type des données nationales calculé sur fenêtre mobile de 20 trimestres. Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000 ; la zone ombrée représente la dispersion des mesures de la volatilité entre maximum et minimum.

Sources : données nationales.

Graphique IV.11

prix et un essor de la production. En accompagnant ces effets et en contrant les forces défavorables, les banques centrales ont pu réduire les coûts, en termes de production et d'emploi, de la lutte contre l'inflation.

Deuxièmement, s'il ne fait pas de doute que l'amélioration de la conduite de la politique monétaire a renforcé la stabilité de la production pour un grand nombre d'économies (graphique IV.11), la mondialisation a, elle aussi, pu jouer un rôle à cet égard, en offrant aux entreprises et aux investisseurs davantage de possibilités de diversifier les risques-pays. En outre, les circuits planétaires d'approvisionnement ont contribué à atténuer l'incidence des limitations de capacités dans tel ou tel pays. Dans la mesure où la mondialisation a lissé le cycle conjoncturel, elle a ainsi aidé la banque centrale à se concentrer sur son objectif de stabilité des prix.

...elle atténue l'ampleur du cycle conjoncturel...

Troisièmement, la mondialisation peut avoir astreint les autorités à plus de discipline. L'intégration économique et financière a naturellement eu tendance à pénaliser les pays dont les progrès sont plus lents. De bons résultats macroéconomiques, et la stabilité des prix en particulier, attirent des flux de ressources du monde entier, qui entretiennent la croissance ; de mauvais résultats entraînent des sorties, parfois rapides et déstabilisatrices. Les crises économiques et financières passées illustrent l'aptitude des marchés mondiaux à sanctionner durement les pays dont la politique monétaire est jugée déficiente.

...elle favorise les politiques monétaires saines...

Quatrièmement, la mondialisation pourrait avoir incité les banques centrales à mieux accepter un taux d'inflation très bas, parce qu'elle a aussi réduit indirectement les coûts engendrés par la déflation. L'intensification de la concurrence mondiale a accru l'efficacité des marchés des facteurs de production et des produits finis et encouragé les réformes institutionnelles favorisant la flexibilité des marchés (conduisant, en particulier, à la baisse des salaires et des prix), rendant ainsi moins préoccupants les effets d'une déflation modérée, notamment parce qu'elle ne menace pas les bénéficiaires. De fait, la Banque du Japon a récemment souligné que, pour elle, la flexibilité des marchés est une variable essentielle dans la détermination d'une plage d'inflation compatible avec la stabilité des prix.

...elle réduit les rigidités nominales à la baisse...

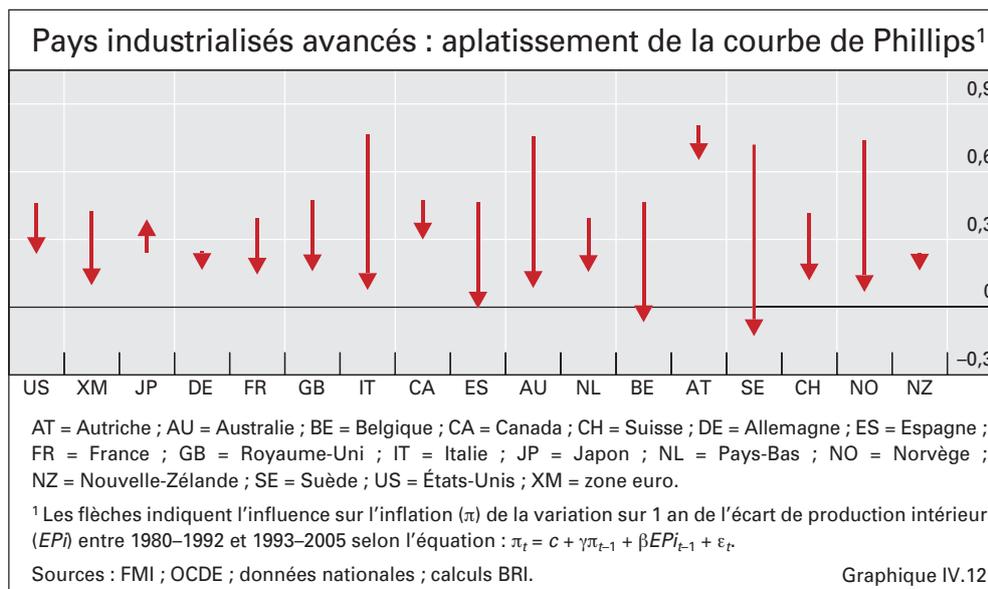
Cinquièmement, en accélérant la désinflation et en contrebalançant les forces inflationnistes grâce aux mécanismes décrits ci-dessus, la mondialisation peut avoir contribué à asseoir la crédibilité des banques centrales dans la lutte contre l'inflation. Elle pourrait avoir ainsi amélioré la maîtrise du processus d'inflation en calant les anticipations des consommateurs, des travailleurs et des investisseurs sur celles de la banque centrale, créant un cercle vertueux qui a sans doute permis de mieux ancrer les anticipations d'inflation.

...et elle renforce la crédibilité des banques centrales

Bien entendu, ces mécanismes pourraient aussi agir en sens opposé, si la résistance à la mondialisation s'accroissait notablement, ce qui reste possible ; pour l'heure, c'est bien la tendance à une intégration accrue qui prévaut.

Indicateurs traditionnels de la politique monétaire

Puisque la mondialisation agit aussi largement, il est logique qu'elle influence notablement les indicateurs traditionnels de la politique monétaire, avec l'aide



La mondialisation a aussi modifié les indicateurs traditionnels de la politique monétaire

Les mesures de la sous-utilisation des capacités sont moins fiables...

desquels les banques centrales évaluent les tensions inflationnistes et définissent l'orientation à suivre. Parmi ces indicateurs figurent, en particulier, les mesures de la sous-utilisation des capacités (écarts de production et taux de chômage, notamment) et le taux d'intérêt naturel.

S'agissant du taux d'utilisation des capacités, il semble que l'inflation soit devenue moins sensible aux mesures classiques des variables intérieures. En d'autres termes, la courbe de Phillips – considérée souvent comme le repère essentiel de la politique monétaire – apparaît s'être aplatie dans la plupart des économies (graphique IV.12). Les analystes attribuent cette évolution à une modification fondamentale du cadre de la politique monétaire, qui privilégie désormais la stabilité des prix et l'ancrage des anticipations d'inflation.

On peut ajouter que, dans un univers mondialisé, les mesures mondiales de la sous-utilisation des capacités contribuent peut-être davantage à expliquer l'inflation. Certes, les mesures nationales ne sont pas sans valeur, mais seule une perspective plus large permet une évaluation correcte : même si le processus d'intégration est loin d'être achevé, une vision mondiale rendrait assurément mieux compte de la modération récente des pressions salariales et des tensions inflationnistes dans plusieurs pays industrialisés. Dans le même temps, la mondialisation permettrait aussi d'expliquer le prix élevé de certains intrants échangés sur les marchés internationaux, comme le pétrole et d'autres matières premières (chapitre III).

...et le chiffre mondial est désormais plus important

Certaines études statistiques montreraient que, au fil du temps, les mesures mondiales de la sous-utilisation des capacités ont pris plus d'importance dans la détermination de l'inflation intérieure. En particulier, la corrélation entre la hausse des prix intérieurs des biens et services et la mesure des écarts de production mondiaux est positive et de plus en plus étroite pour les pays industrialisés avancés, tandis que la sensibilité de l'inflation intérieure à l'écart de production intérieur s'est réduite (graphique IV.13). L'influence des facteurs mondiaux est aussi manifeste en amont dans le processus de production, où l'on observe une forte corrélation bivariée entre prix des intrants et inflation (même graphique). Les études

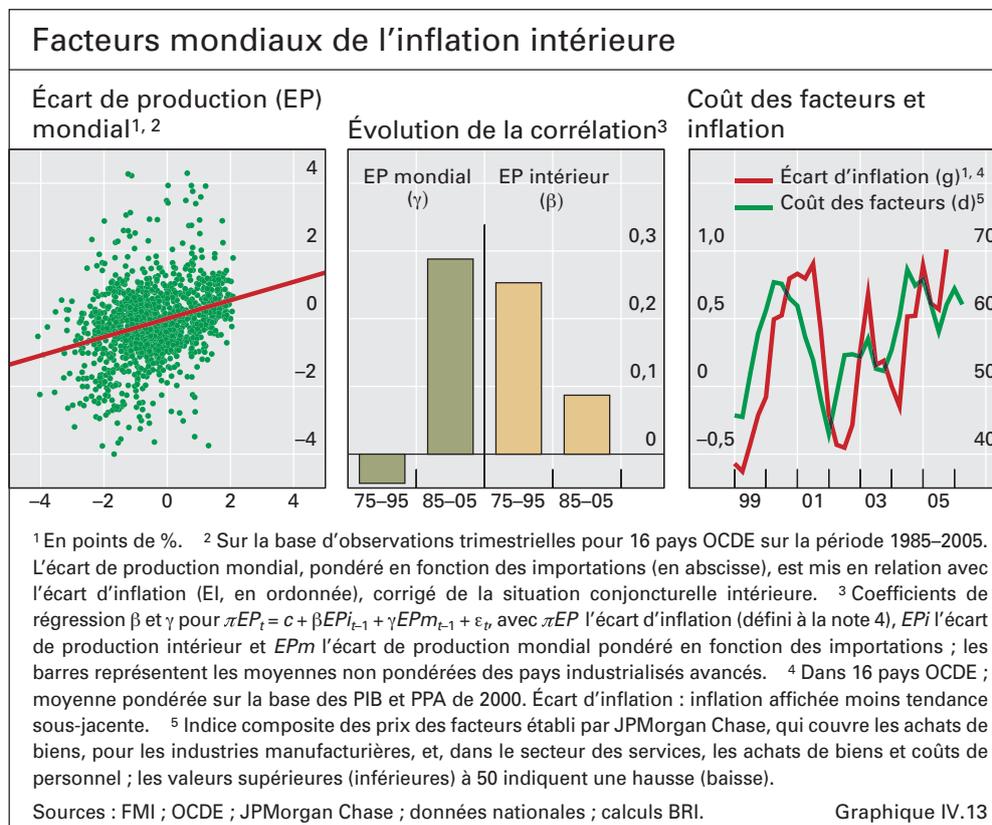
empiriques confirment que ces deux séries de corrélations se sont manifestées dans la dernière décennie, avec l'accélération de l'intégration économique. Si l'on ne peut encore savoir de quelle manière précise la mondialisation modifie toutes ces relations, ses répercussions sur la dynamique de l'inflation au plan intérieur apparaissent de plus en plus clairement. Et elles devraient s'amplifier tant que progresse la mondialisation.

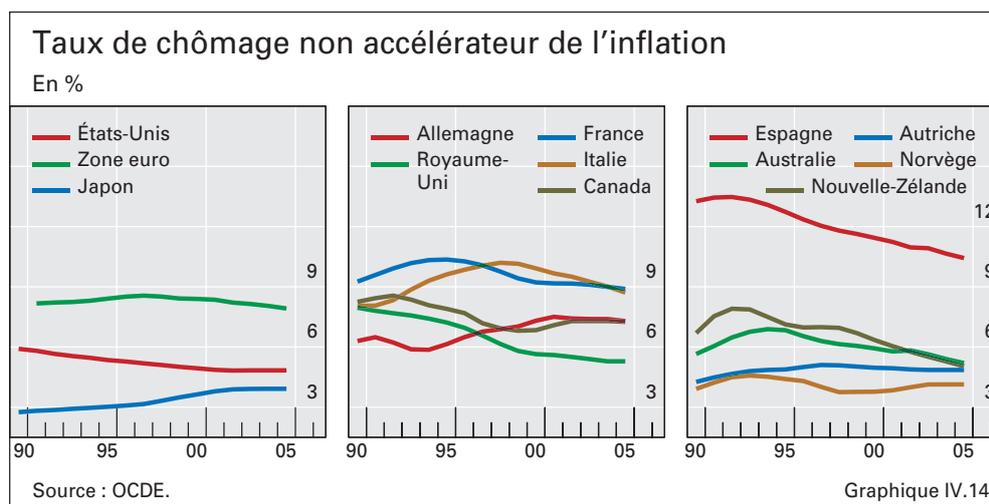
Les conséquences de la mondialisation sur le taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) dans les pays industrialisés avancés sont plus ambivalentes. D'une part, l'intensification de la concurrence des importations a eu tendance à encourager la redistribution de la main-d'œuvre vers les secteurs possédant un avantage comparatif. Ce processus de redistribution tendrait à augmenter le NAIRU, le marché du travail étant devenu plus mouvant en raison des créations et suppressions d'emplois. D'autre part, la contestabilité du marché du travail et les migrations de la main-d'œuvre ont sans doute eu un effet contraire, parce que la main-d'œuvre, menacée par l'intensification de la concurrence, est devenue moins rigide et moins exigeante (chapitre II). De récentes études empiriques montrent que la contestabilité du marché du travail et les phénomènes migratoires seraient, pour l'heure, devenus les influences prépondérantes dans les pays industrialisés avancés, contribuant ainsi à abaisser le NAIRU (graphique IV.14). Il reste que l'impact net sur chaque pays a vraisemblablement varié en fonction du degré d'adaptation du marché du travail local au processus de mondialisation.

La mondialisation devrait aussi faire monter le taux d'intérêt naturel, c'est-à-dire le taux directeur compatible à long terme avec le taux de croissance soutenable permis par le potentiel, et donc avec la stabilité des prix

Les estimations du NAIRU sont remises en question

Le taux d'intérêt naturel pourrait s'élever...





à long terme, hors variations conjoncturelles. Ce concept a pris de l'importance dans le contexte actuel, depuis que les banques centrales ont commencé à réduire la stimulation monétaire en resserrant leur orientation. Le taux naturel semble appelé à s'élever, car l'intégration économique et financière plus poussée devrait encourager une utilisation plus efficace de la main-d'œuvre et du capital. Par voie de conséquence, elle devrait favoriser les gains de productivité sur longue période, et donc la croissance potentielle. L'augmentation considérable de la main-d'œuvre mondiale devrait aussi aller dans ce sens, en contribuant à améliorer la rentabilité marginale du capital.

Dans le même temps, deux éléments amènent à s'interroger sur l'utilité du taux d'intérêt naturel comme indicateur de la politique monétaire pour le court terme. Le premier, et le principal, est de nature empirique. La mondialisation financière pourrait avoir pesé sur la rémunération du risque : si elle a généralement abouti à une meilleure répartition du risque, elle a dû en réduire aussi la prime, surtout pour les échéances longues, compliquant la tâche des banques centrales qui, par convention, calculent le taux naturel à partir des taux d'intérêt longs. Or, d'autres facteurs pourraient avoir influé sur la prime de risque, rendant ainsi l'estimation du taux naturel encore plus difficile. Pour mesurer ce taux, il faudrait savoir si la récente baisse de cette prime est temporaire ou permanente et si elle peut avoir une incidence distincte sur les taux directs et les taux longs du marché (chapitre VI).

Le deuxième élément est conceptuel. On peut penser que le taux naturel (hors rémunération du risque) devrait augmenter, mais il n'est pas facile d'en discerner l'incidence sur le taux naturel corrigé des variations conjoncturelles : par exemple, si, sur courte période, la croissance de l'offre globale dépasse celle de la demande, le taux naturel corrigé devrait diminuer. Il y aurait donc un conflit entre cet effet initial et la trajectoire probable des taux directs à moyen terme.

Mécanisme de transmission et marge de manœuvre de la banque centrale

S'agissant du mécanisme de transmission des taux directs à la demande globale et de la marge de manœuvre dont dispose la banque centrale pour définir l'orientation monétaire, c'est la dimension financière de la

...sous l'effet de divers facteurs...

...mais la baisse de la prime de risque tend à modérer les estimations conventionnelles

Divergences entre taux naturel corrigé des variations cycliques et taux naturel

La mondialisation financière...

mondialisation qui est plus pertinente. Si ses effets ne datent pas d'hier, ils ont été plus que jamais d'actualité ces dernières années.

La mondialisation financière a sans nul doute renforcé l'influence des facteurs mondiaux sur les prix des actifs domestiques, affaiblissant ainsi l'effet des taux directeurs sur le rendement de diverses catégories d'actifs, et donc sur la dépense. Certes, l'impact des taux directeurs, à travers les anticipations d'inflexion de l'orientation monétaire face au risque d'inflation, a pu se renforcer, au moins dans la mesure où la mondialisation a aidé les banques centrales à affermir leur crédibilité. Toutefois, sur un marché financier intégré à l'échelle mondiale, les primes de risque sont forcément plus homogènes, surtout pour les actifs à échéance longue. Sur la période analysée, les changements d'attitude des investisseurs internationaux à l'égard du risque et des catégories d'actifs ont joué un rôle essentiel ; de plus, ils ont affecté les marchés des titres d'État et des obligations d'entreprise, voire l'immobilier (chapitres VI et VII).

...a pu affaiblir le lien entre taux directeur et prix des actifs domestiques...

La mondialisation financière pourrait aussi avoir limité quelque peu la marge de manœuvre de la politique monétaire. Certes, dans le cadre d'un régime de change flexible, la banque centrale a toute latitude pour fixer l'objectif d'inflation. Mais la sensibilité accrue des flux de capitaux aux écarts de rendement perçus complique le calibrage des taux d'intérêt intérieurs et peut placer les autorités monétaires devant des choix délicats, surtout entre soldes intérieurs et comptes extérieurs. L'expérience récente des pays qui ont été la cible d'opérations de *carry trade* en raison du niveau relativement élevé de leurs taux d'intérêt en est la parfaite illustration (chapitre V). Toutes choses égales par ailleurs, les considérations de change accroissent le coût implicite d'un écart de taux avec les marchés financiers internationaux. Au plan stratégique, la mondialisation financière a non seulement placé les flux de capitaux au cœur des préoccupations de politique monétaire, mais elle a aussi affecté la soutenabilité de divers régimes de change.

...et limiter la marge de manœuvre de la banque centrale

Défis, risques et ripostes possibles

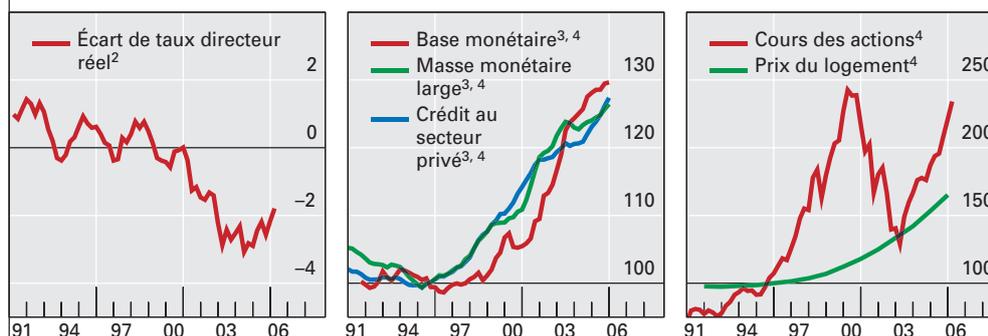
L'analyse ci-dessus montre que, si la mondialisation a permis aux banques centrales de réduire l'inflation et de la maintenir à un bas niveau, elle pose aussi de nouveaux défis qui méritent une attention particulière. Une inflation si modérée à ce stade du cycle conjoncturel et la faiblesse surprenante des taux longs ne sont que quelques-unes des récentes manifestations de ce qui pourrait être un nouvel environnement issu de la mondialisation. Pour les autorités, la grande question est de savoir si les règles du jeu ont changé au point que leurs objectifs sont devenus difficiles à atteindre. Dans l'immédiat, les défis résultent de l'influence accrue des facteurs mondiaux sur l'inflation intérieure et d'une hausse possible des risques de déflation.

Principaux défis :

Le premier défi a trait à la nécessité d'intégrer les facteurs mondiaux dans l'évaluation des tensions inflationnistes de **court terme**. Axer la politique uniquement sur des mesures de la sous-utilisation des capacités intérieures pourrait être erroné, à des degrés divers selon que ces mesures s'écartent des conditions mondiales. Les tensions inflationnistes de court terme seraient sous-estimées si le taux d'utilisation des capacités était plus élevé dans

...calibrage de l'orientation monétaire à l'aide d'indicateurs dont la nature a changé...

Pays industrialisés avancés : politique monétaire et liquidité mondiale¹



¹ Dans 16 pays OCDE ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ² Taux directeur réel moins taux naturel ; taux réel = taux nominal corrigé de la hausse de l'IPC sur 4 trimestres ; taux naturel = taux réel moyen sur la période 1985–2005 (Japon : 1985–95 ; Suisse : 2000–05) plus la hausse de la production potentielle sur 4 trimestres moins sa moyenne sur longue période. Moyenne trimestrielle, en points de %.

³ Corrigé(e) du PIB nominal. ⁴ 1995 = 100.

Sources : OCDE ; données nationales ; estimations BRI.

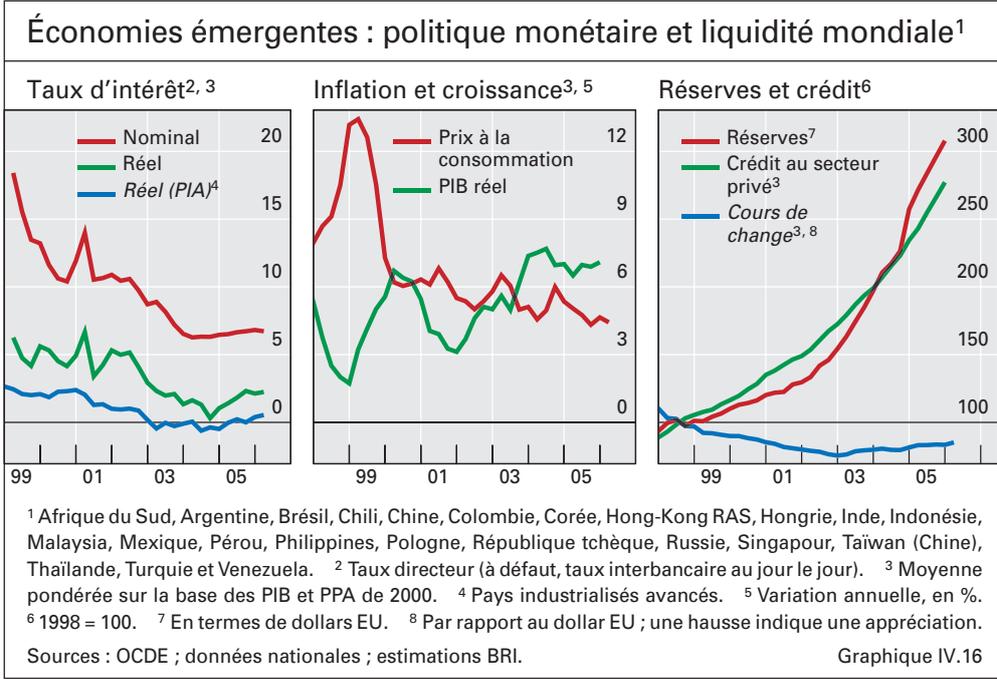
Graphique IV.15

l'économie mondiale qu'au plan national, et surestimées dans le cas contraire. Au stade actuel, par exemple, de telles considérations pourraient permettre d'expliquer pourquoi l'utilisation accrue des capacités intérieures s'est accompagnée d'une inflation exceptionnellement modérée dans les pays industrialisés avancés. Il n'en reste pas moins qu'une réduction des capacités excédentaires au niveau mondial pourrait exposer ces pays à des tensions inflationnistes significatives.

Le deuxième défi tient plus à la nécessité d'intégrer les facteurs mondiaux dans l'évaluation des perspectives de **moyen terme** et, par là, de l'effet cumulé des politiques dans le temps (graphique IV.15). D'après les estimations traditionnelles du taux naturel, les taux directeurs sont restés exceptionnellement bas pendant une période exceptionnellement longue, alors que l'effet favorable de la mondialisation sur la croissance potentielle à long terme aurait plutôt dû pousser le taux naturel à la hausse. La question est de savoir si la persistance de tels écarts pourrait finir par avoir des conséquences indésirables, en contribuant à une accumulation de déséquilibres mondiaux dont les conséquences pourraient être, à terme, déstabilisatrices. En particulier, la faiblesse exceptionnelle des taux directeurs, dans une grande partie du monde, s'est accompagnée d'une expansion exceptionnelle des agrégats de monnaie et de crédit et d'une longue phase de flambée des prix des actifs, surtout pour l'immobilier résidentiel.

Cette évolution a été favorisée par les politiques monétaires menées par les pays du G 10 et les économies émergentes. Du fait de la mondialisation financière, les politiques monétaires accommodantes suivies par les pays industrialisés avancés ont pesé sur le cours de leur monnaie, ce qui a créé, ailleurs, des tensions sur les changes. Pour y faire face, les économies émergentes ont souvent maintenu leurs taux à un bas niveau, même lorsque l'évolution intérieure aurait justifié une hausse. En outre, l'action menée pour contrer l'appréciation du change s'est accompagnée d'un vif accroissement des réserves de change (chapitre V) et des agrégats de monnaie et de crédit

...conséquences à moyen terme sur les déséquilibres financiers...



(graphique IV.16). Comme l'analyse le chapitre III, le risque est que, à terme, des tensions inflationnistes resurgissent avec virulence et/ou que la correction des déséquilibres financiers nuise à l'activité et débouche sur un épisode de désinflation.

Tout ceci mène à un troisième défi lié à la nature des risques de déflation. Dans un environnement de basse inflation et de mondialisation, il est devenu crucial d'analyser les forces à l'origine des pressions déflationnistes pouvant apparaître de temps à autre. Résultant d'un choc d'offre positif, elles augmenteraient la probabilité d'une baisse généralisée des prix (« déflation »). Toutefois, comme le soulignait le 73^e Rapport annuel, une déflation induite par l'offre s'accompagnerait vraisemblablement, toutes choses égales par ailleurs, d'une poursuite de la croissance, de gains de salaires réels, d'une envolée des prix des actifs, sans nuire à la solidité financière des ménages et des entreprises. Elle aurait certainement un coût bien inférieur à une déflation découlant d'une insuffisance de la demande. Dans ce contexte, les banques centrales pourraient, malgré elles, être engagées dans une lutte excessive contre la menace d'une telle déflation « bénéfique », ou du moins « indolore », et cette lutte contribuerait à l'accumulation de déséquilibres entraînant l'économie dans un cycle d'expansion et de contraction (supra). Paradoxalement, cela pourrait ainsi ouvrir la voie à une déflation « néfaste », voire à une correction désordonnée des déséquilibres.

Comment les banques centrales pourraient-elles répondre aux défis posés par l'influence croissante des facteurs mondiaux sur la situation intérieure ? Leurs ripostes se placent sur trois niveaux : suivi, analyse et approche multilatérale.

Les banques centrales pourraient accorder plus de place au suivi des conditions extérieures, dans le cadre de leur examen périodique de l'environnement, afin de déceler à un stade précoce les sources potentielles de problèmes. En mettant l'accent sur les données mondiales par secteur

...et évaluation correcte de la nature des pressions déflationnistes

Les banques centrales pourraient...

...suivre de plus près les conditions extérieures...

...améliorer la disponibilité et la pertinence des données...

d'activité, elles tiendraient compte de l'importance croissante de la mondialisation des chaînes de production et, *a fortiori*, des tensions inflationnistes qui résulteraient de l'intégration accrue des marchés des facteurs de production. Elles auraient beaucoup à gagner, par ailleurs, à raccourcir les délais de la communication financière et à veiller à l'exactitude de l'information en temps réel ; elles pourraient notamment améliorer le suivi des capacités de production mondiales non utilisées.

...et favoriser l'analyse de la mondialisation sous ses multiples facettes

Il conviendrait aussi de renforcer les travaux analytiques, pour mieux comprendre le fonctionnement d'une économie mondiale de plus en plus intégrée. Premièrement, il serait particulièrement souhaitable de perfectionner la modélisation internationale du cycle conjoncturel et de l'inflation. On pourrait, par exemple, développer les cadres d'analyse pour mieux prendre en compte les mécanismes de transmission internationaux, l'aptitude limitée des régimes de change actuels à protéger l'inflation intérieure des influences extérieures sur des périodes relativement longues, et la dynamique de la contestabilité des marchés du travail, des capitaux, des biens et des services. Une tâche plus ambitieuse consisterait à expérimenter des approches descendantes, grâce auxquelles la dynamique de l'économie mondiale ne serait pas modélisée uniquement par agrégation de variables nationales. Deuxièmement, il faudrait aussi parvenir à une meilleure intégration et à une interprétation plus systématique des déterminants réels et financiers des fluctuations mondiales. De tels efforts permettraient de clarifier la dimension mondiale du mécanisme de transmission de la politique monétaire et les défis qu'elle pose aux autorités.

Une approche multilatérale bénéfique

Enfin, du fait de l'influence grandissante de la mondialisation sur l'inflation intérieure, l'accent pourrait davantage être mis sur les réponses multilatérales des politiques économiques à ces nouveaux défis. Une action à dimension purement nationale pourrait se révéler insuffisante pour produire les résultats souhaités. Il importe donc que les autorités s'appliquent à forger un consensus multilatéral sur le diagnostic, les solutions envisageables et, dans la mesure du possible, les stratégies de mise en œuvre.

V. Marchés des changes

Faits marquants

L'année 2005 a été marquée, pour l'essentiel, par trois évolutions majeures : l'appréciation du dollar EU, la stabilité de l'euro et la tendance globalement baissière du yen. Jusqu'en décembre, le dollar EU s'est nettement renforcé face à l'euro, au yen et à d'autres monnaies flottantes, en particulier la livre sterling et les dollars australien et néo-zélandais ; son comportement vis-à-vis des monnaies d'économies émergentes a été moins uniforme. Les devises asiatiques sont demeurées plutôt stables, ou se sont dépréciées, alors que certaines monnaies d'Amérique latine se sont raffermies. À partir de décembre, la tendance à la hausse du dollar EU s'est inversée.

Comme les années précédentes, trois facteurs peuvent expliquer ces évolutions. Premièrement, dans le contexte d'une poursuite du retour à la normale des taux directeurs dans les grandes économies et en présence de liquidités toujours abondantes dans le monde, les écarts de taux d'intérêt ont continué, dans une large mesure, à déterminer les variations de change. Les investisseurs en quête de rendement ont souvent opté pour des stratégies de *carry trade*. Deuxièmement, le déficit des paiements courants et les engagements extérieurs nets des États-Unis ont encore augmenté, mais sans focaliser autant l'attention que durant la période 2002–04. Malgré l'alourdissement du fardeau de la dette, les revenus nets sont demeurés le plus souvent positifs en 2005, atténuant l'urgence d'une correction. Le présent chapitre examine les tendances et les déterminants des revenus nets des États-Unis ainsi que d'autres pays industrialisés et en analyse les implications possibles pour la soutenabilité des déséquilibres extérieurs. Troisièmement, la poursuite de l'accumulation de réserves par la Chine a contenu la baisse de la monnaie américaine par rapport au renminbi. D'autres économies émergentes d'Asie ont aussi renforcé leurs réserves, à un rythme moindre, toutefois. L'inflexion de la politique de change de la Chine, en juillet 2005, a suscité un vif intérêt, mais n'avait encore exercé qu'un effet modéré sur les marchés à la mi-mai 2006.

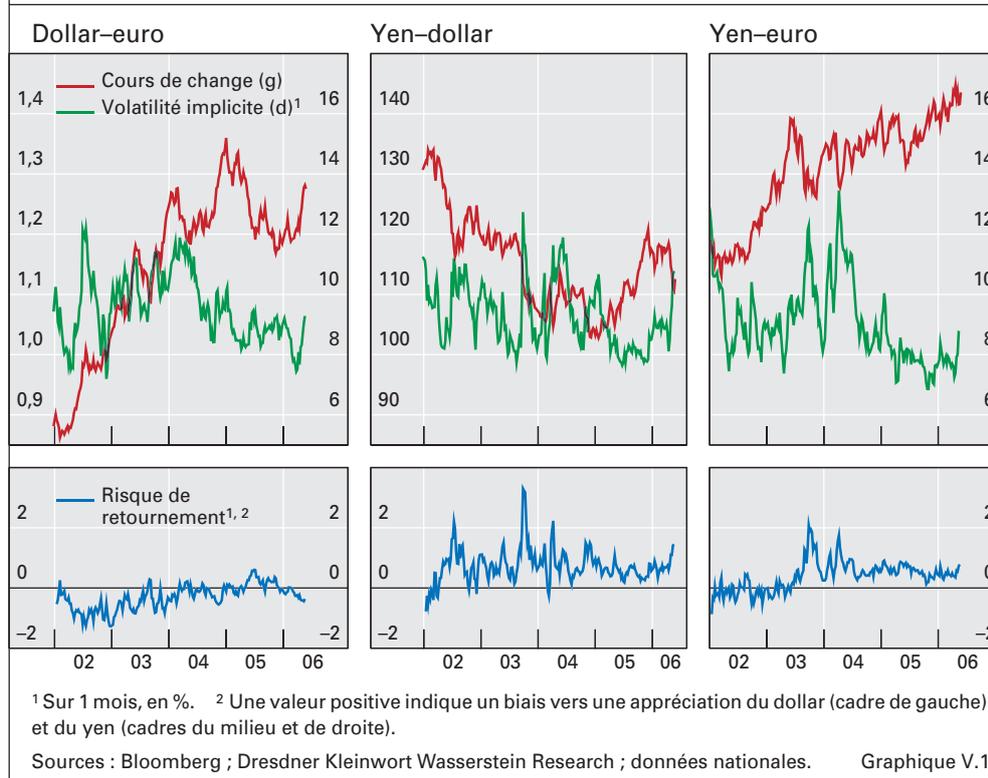
Les marchés des changes ont été caractérisés par une forte activité et, en général, une faible volatilité, sauf dans certains petits compartiments, où l'instabilité s'est nettement accentuée, surtout en 2006.

Évolutions sur les marchés des changes

La période examinée peut se diviser en deux phases distinctes. Durant la première, de février à fin novembre 2005, le dollar s'est généralement apprécié, gagnant 5 % en termes effectifs nominaux et quelque 10 % et 15 % respectivement face à l'euro et au yen (graphique V.1) ; il a également

Hausse généralisée du dollar de février à fin novembre 2005...

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



progressé vis-à-vis d'autres monnaies flottantes, en particulier les dollars australien et néo-zélandais, mais aussi à l'égard de la plupart des monnaies européennes hors zone euro, notamment la livre sterling (graphique V.2). En revanche, le dollar canadien s'est raffermi de 5 % par rapport au dollar EU, rompant ainsi avec sa tendance passée à évoluer plus ou moins en parallèle avec les dollars australien et néo-zélandais.

Jusqu'en décembre 2005, l'euro est resté relativement stable en termes effectifs nominaux. Il s'est plutôt apprécié vis-à-vis du yen, mais a eu un comportement contrasté par rapport aux autres monnaies européennes : en progression contre la couronne suédoise, il n'a pas montré de tendance précise à l'égard du franc suisse et a cédé un peu de terrain face à la livre sterling et à la couronne norvégienne. Globalement baissier, le yen s'est sensiblement déprécié vis-à-vis du dollar, de l'euro et de la majorité des monnaies des économies émergentes d'Asie.

Le comportement des monnaies des économies émergentes a été moins uniforme. Si plusieurs d'entre elles, comme le baht thaïlandais, le nouveau dollar de Taïwan et la rupiah indonésienne, ont sérieusement décroché face au dollar EU (graphique V.3), bon nombre de monnaies d'Amérique latine se sont raffermies. Les tendances du rand sud-africain et des monnaies d'Europe orientale ont été moins tranchées.

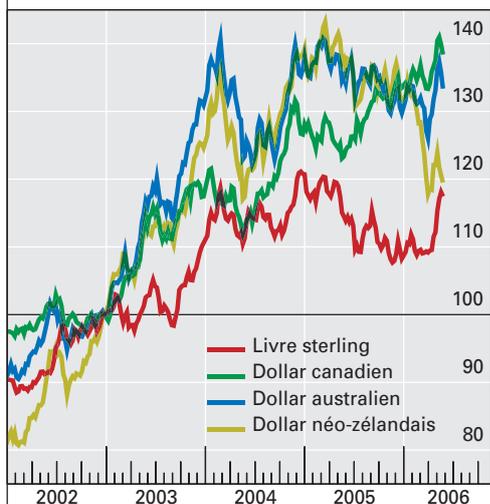
Pendant la seconde phase, de décembre 2005 à mi-mai 2006, le dollar s'est affaibli contre nombre de monnaies comme le yen (-9 % environ) ainsi que l'euro et la livre sterling (-10 % dans chaque cas). La baisse tendancielle

...en partie
inversée à compter
de décembre 2005

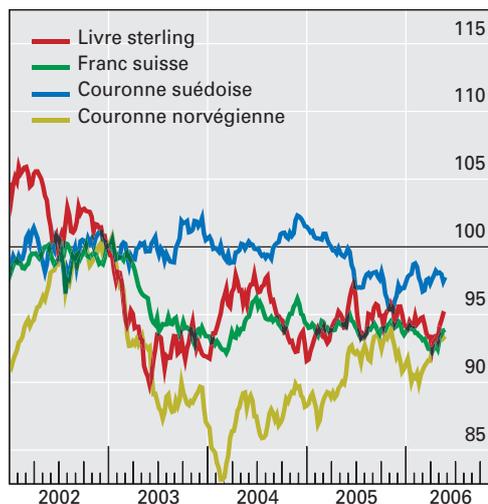
Pays industrialisés hors G 3 : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100

Contre dollar EU



Contre euro



Une augmentation indique une appréciation.

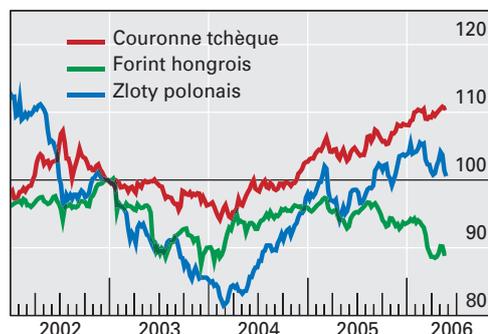
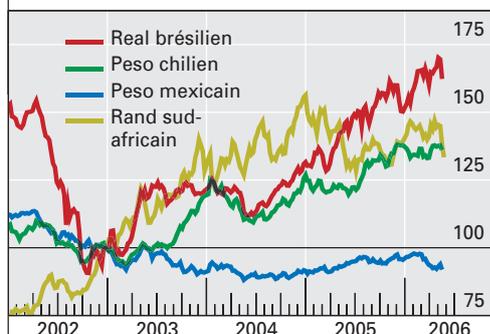
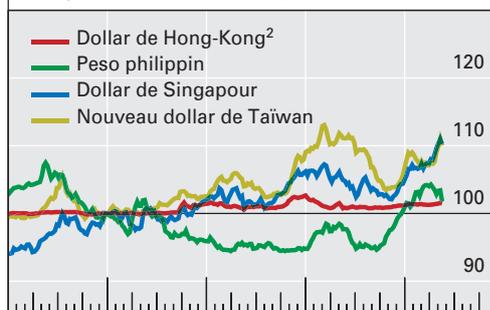
Sources : données nationales.

Graphique V.2

du yen a pris fin. À en juger par l'évolution du risque de retournement, cela s'est accompagné d'une inversion des anticipations, les investisseurs ne tablant plus sur une hausse du dollar (graphique V.1). L'euro a plutôt progressé

Économies émergentes : cours de change¹

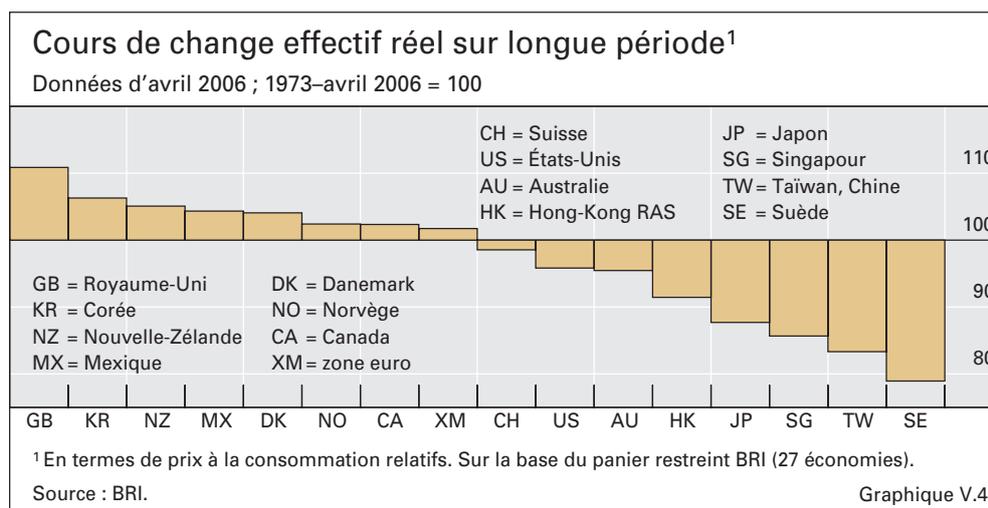
Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100



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.3



vis-à-vis de plusieurs monnaies et en termes effectifs nominaux. Le redressement généralisé du dollar canadien s'est poursuivi.

Au cours de cette phase, la monnaie de certains pays industrialisés s'est sensiblement repliée. La baisse des dollars australien et néo-zélandais s'est poursuivie jusqu'en avril 2006, et il est à noter que le franc suisse s'est découplé de l'euro. En revanche, les monnaies des économies émergentes d'Asie, en particulier le won, la rupiah, le baht, le peso philippin et le dollar de Singapour, ont eu tendance à s'apprécier substantiellement face au dollar EU et, dans une moindre mesure, au yen.

L'analyse des principaux cours de change sur une plus longue période montre notamment que, en termes effectifs réels, le dollar et l'euro restent proches de leur moyenne de long terme, alors que la livre sterling demeure environ 10 % au-dessus (graphique V.4) ; à l'opposé, la couronne suédoise, le yen et plusieurs monnaies d'économies émergentes d'Asie se situent à plus de 10 % en retrait.

Conditions sur les marchés des changes

La volatilité et l'activité ont été assez similaires durant ces deux grandes phases. De janvier à novembre 2005, en présence de liquidités généralement abondantes, les marchés ont été relativement calmes, avec un volume d'activité élevé. La volatilité implicite des principaux cours de change a été moindre que les années précédentes et a eu tendance à diminuer (graphique V.1). À partir de décembre, elle s'est accentuée sur certains couples (yen/dollar et yen/euro surtout), traduisant une plus grande incertitude. Comme on le verra plus loin, l'incertitude sur le yen était liée aux spéculations sur la fin de la politique japonaise d'assouplissement quantitatif et sur ses implications possibles pour les marchés financiers, en particulier pour le financement des opérations de *carry trade*. Dans des compartiments plus petits, ce climat a fragilisé quelques monnaies, dont la forte baisse s'est propagée à d'autres.

L'activité soutenue s'est encore traduite par de gros apports de capitaux en quête de rendement sur de nombreuses monnaies. Cette quête a aussi contribué à faire monter les cours des produits de base, influencés par des afflux croissants de fonds disponibles dans le contexte d'une forte demande

Des marchés calmes mais actifs

mondiale. Les indices globaux des cours des produits de base ont augmenté de près de 10 % par an, en moyenne, depuis début 2002, voire plus pour certains comme l'or, qui a gagné environ 14 % par an entre mi-2001 et septembre 2005. À la mi-mai 2006, le cours de l'or s'établissait à \$726 l'once, ce qui le situait à son plus haut niveau depuis 25 ans et représentait une hausse de 60 % depuis septembre.

Réserves officielles

Les banques centrales ont continué de renforcer sensiblement leurs réserves de change (tableau V.1) en 2005. À la différence des années précédentes, la

Réserves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Encours (décembre 2005)
	À cours de change courants						
Total	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Pays industrialisés	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
États-Unis	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Zone euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japon	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Asie émergente	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
Chine	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corée	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Hong-Kong RAS	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
Inde	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonésie	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Philippines	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapour	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, Chine	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thaïlande	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportateurs nets de pétrole ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Mexique	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Moyen-Orient ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
Russie	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Amérique latine ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentine	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brésil	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chili	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	À cours de change constants (fin 2004)						
Total des réserves	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Réserves en dollars	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

¹ Pays dont les exportations nettes de pétrole dépassent 0,5 million de barils par jour. ² Sauf Irak et Iran. Pour l'Arabie Saoudite, hors investissements en titres étrangers. ³ Pays cités plus Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau V.1

Poursuite de l'accumulation de réserves

hausse des réserves asiatiques n'a pas été répartie entre plusieurs banques centrales, mais s'est concentrée à 80 % sur la Chine – dont les réserves se sont accrues de \$200 milliards, pour dépasser \$800 milliards fin 2005, soit 20 % du total mondial. Les réserves des exportateurs de pétrole ont également progressé à un rythme rapide, la plus forte augmentation étant à mettre au compte de la Russie. Presque partout ailleurs, un ralentissement a été observé, surtout en Corée, en Inde, en Malaysia et à Taïwan (Chine).

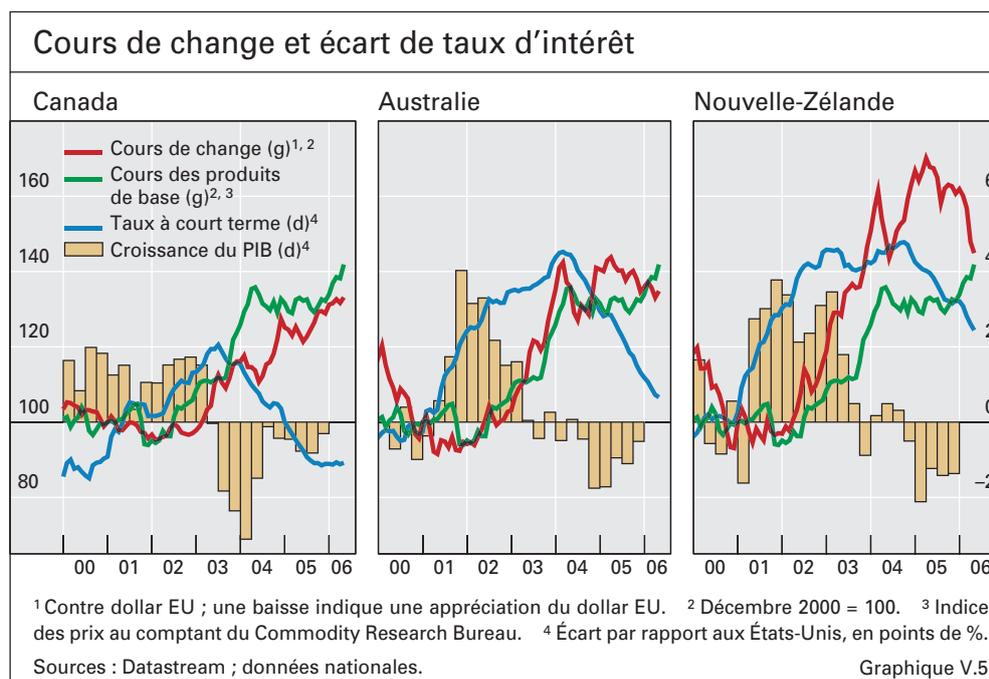
Variations de change : déterminants

Trois facteurs principaux d'évolution

Une fois encore, trois grands facteurs paraissent avoir contribué à l'évolution des cours de change durant la période considérée. Premièrement, les perspectives de croissance domestiques et les écarts de taux d'intérêt semblent avoir influencé les cours des principales devises et de certaines monnaies d'économies émergentes. Deuxièmement, l'accentuation du déséquilibre extérieur des États-Unis a parfois pesé sur le dollar, beaucoup moins cependant que les années précédentes. Enfin, les politiques de change et les interventions des autorités monétaires dans le monde émergent, en Asie surtout, ont continué, mais sous une forme un peu différente, d'influer sur le comportement de leur monnaie.

Écarts de croissance et de taux d'intérêt

Les écarts de croissance et de taux d'intérêt, à la fois effectifs et anticipés, paraissent avoir été les principaux déterminants des variations de change, l'an dernier. Même si rien n'atteste l'existence d'une solide corrélation statistique sur longue période entre ces écarts et les fluctuations de change, on observe une relation positive pour certains couples de monnaies pendant les deux phases de la période considérée.



En particulier, le raffermissement du dollar par rapport à l'euro et au yen durant la majeure partie de 2005 a traduit l'incidence positive du nouveau durcissement de l'orientation de la Réserve fédérale sur les écarts de taux d'intérêt. De même, après plusieurs années de forte appréciation, des monnaies comme la livre sterling, les dollars australien et néo-zélandais et la couronne suédoise se sont affaiblies vis-à-vis du dollar EU, quand les écarts de taux sont devenus favorables aux États-Unis. Le dollar canadien, à l'inverse, s'est apprécié à l'égard de la monnaie américaine, avec un écart de taux relativement stable.

Écarts de taux d'intérêt favorables au dollar

Les variations des écarts de taux auraient pu encore faire baisser davantage les dollars australien et néo-zélandais, de même le dollar canadien ne se serait peut-être pas apprécié autant, si le niveau élevé des cours des produits de base n'avait pas joué en faveur de ces monnaies (graphique V.5). Ces cours ont d'ailleurs poussé à la hausse les monnaies d'autres exportateurs tels que l'Afrique du Sud et le Chili.

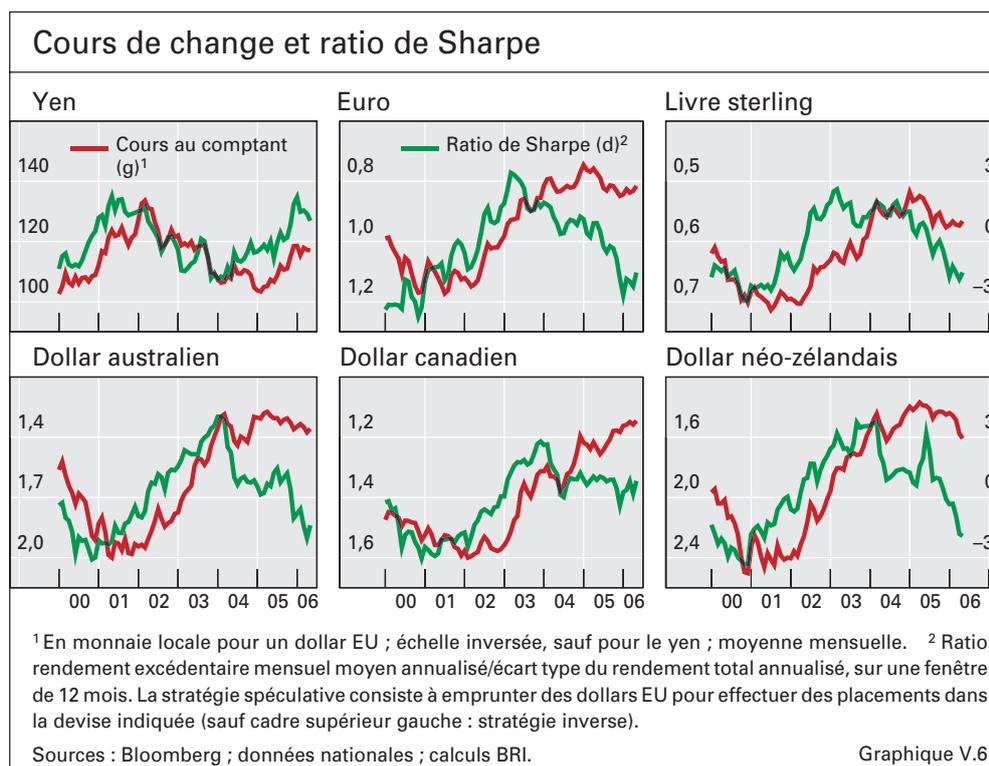
À compter de décembre 2005, la tendance à l'appréciation du dollar par rapport à l'euro et au yen s'est en partie inversée, quand le marché a commencé à percevoir différemment les cycles de la politique monétaire dans les principales économies et à anticiper, en particulier, une hausse des taux directeurs dans la zone euro et au Japon.

La perspective d'une hausse des taux japonais et, partant, d'une possible appréciation du yen a retenu l'attention, en particulier dans le contexte des stratégies de *carry trade*. Ces opérations consistent à emprunter des fonds dans une monnaie à faible taux d'intérêt et à les placer dans une autre plus rémunératrice, dans l'espoir qu'une éventuelle dépréciation de la seconde ne sera pas suffisante pour annuler l'avantage procuré par l'écart de taux. De même que les années précédentes, diverses catégories d'investisseurs internationaux en quête de rendement ont opté pour ces stratégies, contribuant ainsi largement à lier taux d'intérêt et cours de change. En 2005, le yen et le franc suisse, selon les analystes de marché, ont constitué deux grandes monnaies de financement de ces opérations, tandis que le dollar n'était plus utilisé comme support, mais devenait monnaie de placement au fur et à mesure du resserrement opéré par la Réserve fédérale. Avec la hausse régulière des taux américains, emprunter en yens pour investir dans des actifs libellés en dollars est apparu de plus en plus attrayant. C'est ce que montre le ratio de Sharpe, qui corrige l'écart de rendement par sa volatilité (graphique V.6). D'après des sources de marché, c'est en fin d'année que les positions courtes en yens ont commencé à être dénouées.

En décembre, la perspective d'une hausse des taux japonais a retenu l'attention

L'incidence du renversement des positions spéculatives sur la volatilité du change est difficile à prévoir et dépend notamment de la rapidité avec laquelle ces positions sont clôturées. Quelquefois, la réduction progressive des positions de *carry trade* a eu des effets tangibles sur les cours de change sans guère affecter la volatilité. Le lent repli du dollar australien à partir de mars 2005, lorsque les stratégies sur cette monnaie sont devenues moins attrayantes, en est l'illustration. Dans d'autres cas, le dénouement soudain des positions a eu un fort impact sur le cours et a entraîné des répercussions – certes brèves – sur les autres marchés. Ainsi, début décembre 2005, une

Le dénouement de positions spéculatives à l'origine parfois de pics de volatilité

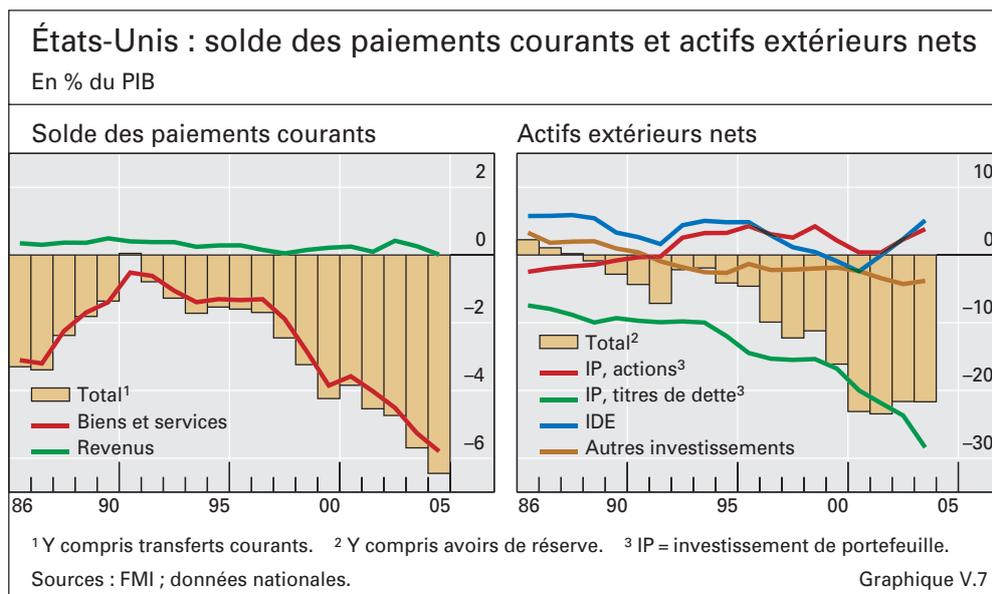


appréciation du yen vis-à-vis du dollar EU a provoqué un dénouement rapide de positions longues en reals brésiliens et dollars néo-zélandais, faisant baisser ces deux monnaies. Le cours de l'or, lui aussi, en a été affecté. Le brusque décrochage de la couronne islandaise, en février 2006, consécutif à la décision d'une agence de réviser la note souveraine de ce pays, offre un second exemple, peut-être encore plus frappant, de correction désordonnée liée au dénouement de telles positions : en deux jours, la couronne islandaise s'est dépréciée de 10 %. Normalement, cela n'aurait pas dû influencer d'autres marchés des changes, mais l'effet s'est propagé en quelques heures aux monnaies mieux rémunérées d'Afrique du Sud, d'Australie, du Brésil, de Hongrie et de Nouvelle-Zélande, toutes ciblées par ces stratégies de *carry trade*.

Déséquilibre extérieur américain

Le déséquilibre extérieur des États-Unis s'est amplifié en 2005. En pourcentage du PIB, le déficit des paiements courants a atteint pour la première fois 6,4 % et les engagements extérieurs nets ont probablement dépassé -25 % (graphique V.7). En outre, les revenus nets sur actifs extérieurs, toujours positifs depuis le milieu des années 80, ont été négatifs aux deuxième et quatrième trimestres 2005.

Les intervenants ont continué de réagir aux statistiques faisant état d'augmentations élevées inattendues du déficit courant américain et, parfois, aussi à des corrections très substantielles de ces données. Néanmoins, la position extérieure globale des États-Unis n'a pas suscité autant d'attention que les années précédentes. On en veut pour preuve également le fait que, pendant la majeure partie de 2005, le secteur privé ne s'est pas montré moins



disposé à financer le déficit courant, au contraire, comme en témoigne le changement intervenu dans la composition des flux financiers à destination des États-Unis : la part des flux privés dans les investissements de portefeuille en obligations et dans les entrées sous forme d'investissement direct étranger (IDE) a notablement augmenté, tandis que la proportion des entrées liées au placement des réserves officielles a sensiblement chuté.

Début 2006, toutefois, le déséquilibre extérieur des États-Unis a de nouveau suscité l'intérêt des intervenants lorsque le déficit commercial américain a atteint un niveau record et que la politique de change de la Chine est revenue au centre des discussions. Pour d'autres monnaies aussi, il est apparu que les déséquilibres extérieurs ont commencé à avoir un impact : fin février et début mars, les pressions à la vente sur la couronne islandaise se sont principalement propagées aux monnaies d'économies qui enregistraient un large déficit courant.

Le déséquilibre extérieur des États-Unis suscite de nouveau l'intérêt des intervenants

Politiques de change en Asie

L'accumulation de réserves par diverses banques centrales, d'Asie en particulier, a continué d'influer sur les cours de change. Toutefois, l'appréciation de certaines monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar EU, plus marquée que les années précédentes, montre que l'accroissement des tensions haussières sur les marchés n'a pas été intégralement compensé par cette accumulation, qui s'est opérée à un rythme plus lent qu'auparavant, dans l'ensemble (tableau V.1).

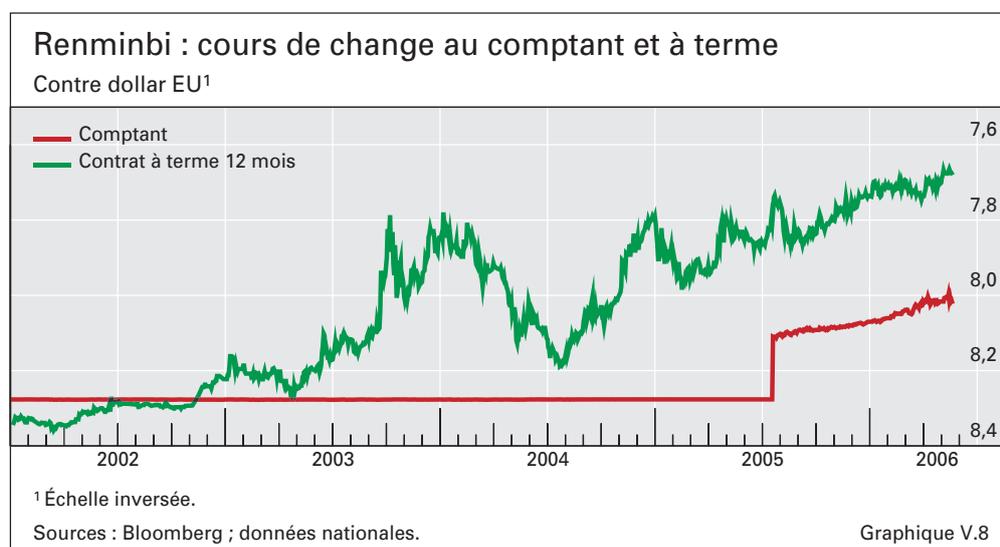
En Asie, les interventions restent un facteur de l'évolution

En juillet 2005, la Banque populaire de Chine a annoncé qu'elle apportait à son régime de change des modifications susceptibles d'avoir d'importantes conséquences. Trois grandes mesures étaient décidées : une réévaluation immédiate de 2 % du renminbi vis-à-vis du dollar, le maintien du flottement contrôlé (à l'intérieur d'une bande de fluctuation de $\pm 0,3$ % par rapport à un cours pivot publié quotidiennement) et l'introduction d'un panier de monnaies de référence, dont la composition, la parité et les limites de fluctuation n'ont

pas été communiquées. Il n'a pas été fait état, dans un premier temps, d'un changement des contrôles sur les mouvements de capitaux.

Depuis début 2006, les autorités monétaires chinoises ont annoncé diverses mesures visant à développer l'infrastructure de leur marché des changes, essentiellement dans le but d'éviter des fluctuations erratiques du renminbi quand il sera autorisé à flotter plus librement. Les changements sont mis en œuvre progressivement : premièrement, treize banques chinoises et étrangères ont été agréées comme teneurs de marché pour le négoce au comptant du renminbi ; deuxièmement, deux systèmes de négociation ont été officiellement instaurés. L'un permettra aux teneurs de marché et autres opérateurs agréés de négocier au comptant directement entre eux, au lieu de devoir recourir au système centralisé de rapprochement des ordres, qui continuera toutefois de fonctionner en parallèle. L'autre système, destiné au gré à gré, sera intégré au China Foreign Exchange Trade System, placé sous l'égide de la banque centrale. Cet élargissement du négoce pourrait amener une plus grande flexibilité du cours de change. Troisièmement, le cours pivot du renminbi correspond désormais à la moyenne pondérée des cotations recueillies par les teneurs de marché avant le début de séance et n'est plus fondé sur le précédent cours de clôture. Avec la suppression de toute forme de parité glissante, le cours renminbi/dollar au comptant peut maintenant varier sensiblement d'une séance à l'autre. Quatrièmement, dans le cadre de la réglementation relative aux investisseurs institutionnels agréés, les établissements financiers chinois (banques, compagnies d'assurances, gestionnaires de fonds, etc.) peuvent à présent investir dans des titres étrangers.

En juillet, ces premiers changements ont eu des effets variés. L'impact sur les grandes monnaies a été très limité, la seule réaction visible ayant été l'appréciation de 2 % du yen par rapport au dollar dans les heures qui ont suivi l'annonce. Pour les autres monnaies, par contre, les implications ont été plus vastes en Asie : la plus immédiate a été la décision des autorités de Malaysia d'abandonner le rattachement du ringgit au dollar pour adopter un flottement administré ; en outre, la plupart des monnaies des économies émergentes se sont renforcées de 2 % à l'égard du dollar.



Par la suite, les tensions sur le renminbi ont diminué et le cours renminbi/dollar est demeuré très stable pendant plusieurs mois. Les premiers signes indiquant que les autorités monétaires chinoises permettaient une appréciation de la monnaie ne sont apparus que début 2006, après de nouvelles tensions (graphique V.8). Entre début 2006 et la mi-mai, le renminbi a progressé d'environ 1 % contre le dollar.

Revenus nets et soutenabilité de la position extérieure des États-Unis

En dépit de la détérioration régulière des transactions courantes et de la position extérieure des États-Unis depuis le début des années 90, le solde des revenus en pourcentage du PIB est toujours resté positif et relativement stable, à l'exception de déficits pour deux des quatre derniers trimestres (graphique V.7). Le fait que les États-Unis continuent d'afficher un tel excédent, tout en accumulant davantage d'engagements que d'avoirs extérieurs, n'a pas manqué d'être invoqué pour montrer que la position extérieure du pays est plus viable qu'il ne semblerait de prime abord. La section qui suit analyse cette question plus en détail en s'appuyant sur les enseignements fournis par divers pays industrialisés pour mieux appréhender la situation américaine.

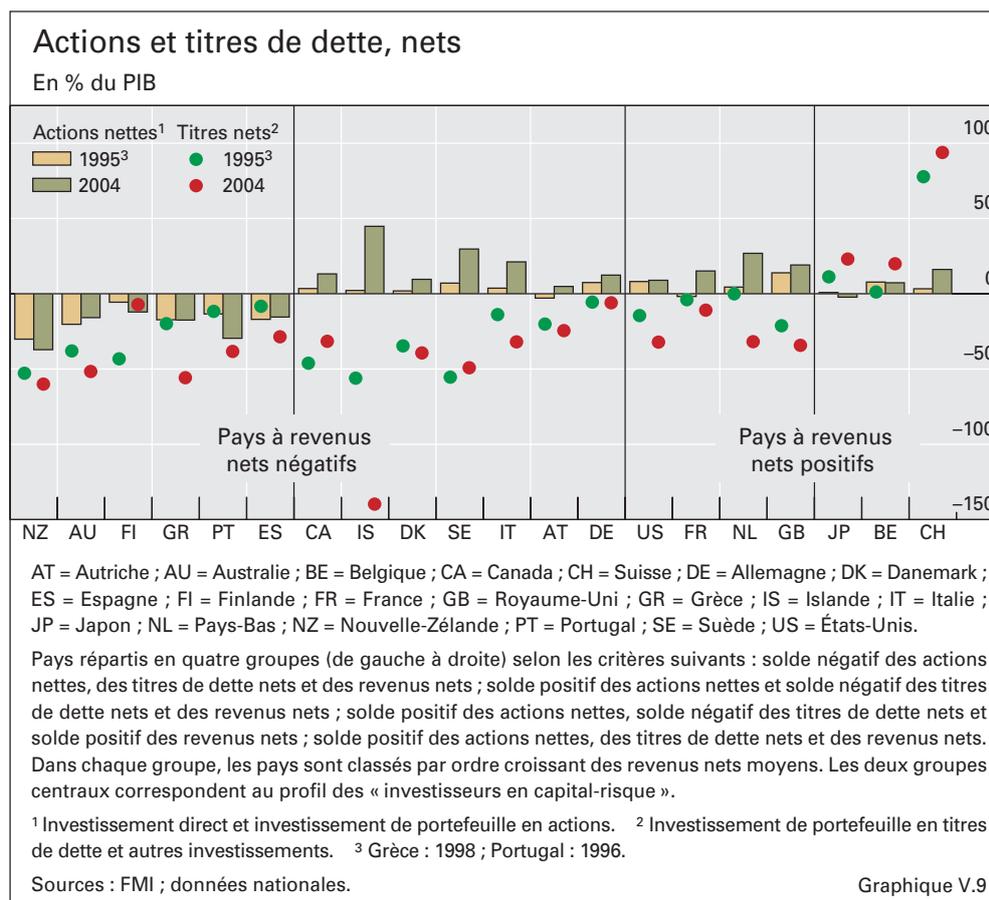
Tendances et déterminants des revenus nets

Au plan comptable, l'évolution du solde des revenus des États-Unis traduit un effet de structure et un effet de rendement. Le premier est essentiellement dû au fait que les avoirs extérieurs prennent surtout la forme d'investissements directs étrangers à risque plus élevé et bien rémunérés, tandis que les engagements extérieurs sont principalement des titres de dette à faible risque et peu rémunérés (tableau V.2). L'effet de rendement résulte de l'écart, important et durable, entre les paiements reçus et versés au titre de la rémunération de l'IDE.

Le solde des revenus traduit un effet de structure et un effet de rendement

États-Unis : avoirs et engagements extérieurs, 2004					
En %					
		IDE	IP, actions	IP, titres de dette	Autres investissements ¹
Avoirs ²	Part du total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendement	8,6	2,6	4,0	2,2
	Ratio au PIB	28,0	21,5	7,8	26,1
Engagements	Part du total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendement	4,3	2,0	4,3	1,7
	Ratio au PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Avoirs nets ²	Part du total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendement	4,3	0,6	-0,3	0,5
	Ratio au PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

IP=investissement de portefeuille.
¹ Prêts, encaisse et dépôts, crédits commerciaux ainsi qu'autres créances à recouvrer et engagements à payer. ² Cette ligne comprenant en outre les actifs de réserve, le total n'est pas égal à 100.
Sources : FMI ; calculs BRI. Tableau V.2



Les États-Unis ont une position créditrice en actions et débitrice en titres...

La position extérieure des États-Unis est constituée d'une position créditrice nette en actions et d'une position débitrice nette en titres (à la base de l'effet de structure) depuis quelque temps déjà, les encours suivant toutefois des évolutions assez différentes (graphique V.7). L'encours net créditricier d'IDE a atteint en moyenne 5 % du PIB ces trente dernières années, mais a beaucoup fluctué autour de cette valeur, principalement en liaison avec les variations d'IDE entrant aux États-Unis. En contrepartie, on a observé une forte accélération, depuis le milieu des années 90, des engagements nets sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette. Comme le montre l'analyse ci-après, l'évolution de ces tendances jouera sans doute un rôle important à l'avenir.

...ce qui ne garantit pas des revenus nets positifs

L'expérience de pays comme les États-Unis, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni semble montrer que ce profil d'« investisseurs en capital-risque » – positions créditrice nette en actions et débitrice nette en titres de dette – est durablement associé à des revenus nets positifs (graphique V.9). Il est à noter qu'au cours de cette période les États-Unis et le Royaume-Uni ont été les seuls à enregistrer simultanément un excédent des revenus nets et un déficit courant. Néanmoins, ce profil n'est ni suffisant ni nécessaire pour dégager des revenus nets positifs. L'effet de structure peut donc difficilement expliquer à lui seul la stabilité de l'excédent des revenus américains : il n'est pas suffisant, car plusieurs autres pays au profil d'investisseurs en capital-risque comme le Canada et l'Italie, par exemple, ont toujours eu des revenus nets déficitaires ; il n'est pas non plus nécessaire, car plusieurs pays tels que le

Japon et la Suisse conjuguent systématiquement un excédent des revenus nets et une position créditrice nette en titres de dette.

L'idée a été émise que les États-Unis ont un avantage en termes de rendement, étant donné que certains de leurs engagements sont assortis de faibles taux d'intérêt, puisqu'ils fournissent à leurs acquéreurs des avantages en termes de liquidité et d'assurance. Cet argument vaut particulièrement pour les investissements de portefeuille en titres de dette et les autres investissements ; mais l'écart de rendement entre avoirs et engagements est généralement minimale pour ces catégories d'actifs (tableau V.2).

L'effet de rendement correspond essentiellement à l'écart de rendement entre IDE sortant et entrant. Depuis les années 70, l'écart moyen a toujours été voisin de 5 points de pourcentage en faveur des États-Unis (graphique V.10).

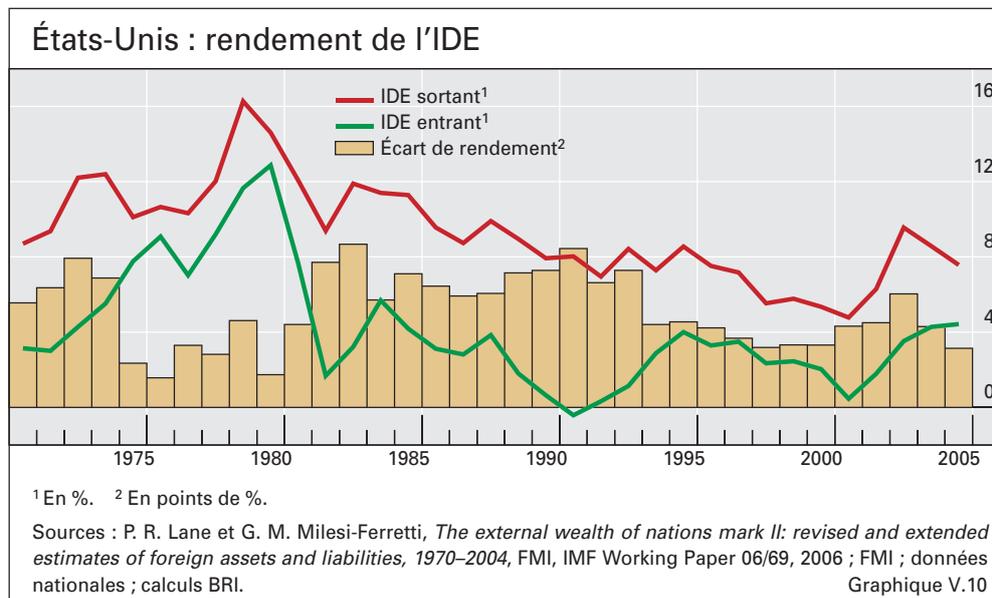
L'importance d'un tel avantage sur le plan de l'IDE se retrouve dans d'autres pays à revenus nets positifs. La France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suisse ont également, en moyenne, affiché un écart positif entre le rendement des avoirs et celui des engagements de 2000 à 2004 (tableau V.3). Pour la France, le Royaume-Uni et la Suisse, il l'a toujours été depuis le début des années 90, avec des valeurs de 1, 4 et 2 points de pourcentage respectivement. Sur les cinq dernières années, il est à noter que les recettes nettes tirées de l'IDE ont constitué la principale contribution positive au solde des revenus de tous ces pays.

Quatre raisons sont avancées pour expliquer cette meilleure rémunération de l'IDE sortant des États-Unis : ce type d'investissement comporte davantage de risques à l'étranger qu'aux États-Unis ; les avoirs américains sous forme d'IDE incluent un capital de connaissances – par exemple, propriété intellectuelle et marques (la « matière cachée ») – qui, bien que non quantifiable, n'en génère pas moins des revenus ; en moyenne, l'IDE aux États-Unis est relativement récent ; enfin, les dispositions fiscales incitent les sociétés à minimiser les revenus déclarés par leurs filiales aux États-Unis.

Il n'y a guère d'indices montrant que l'IDE américain à l'étranger bénéficie d'une prime parce qu'il se porte sur des pays où le risque est plus grand

L'effet de rendement repose surtout sur la faible rémunération de l'IDE aux États-Unis

Cet écart tient à quatre grands facteurs :



Investissement direct étranger, 2000–04					
En %					
	Investissements à l'étranger		Investissements de l'étranger		Différence
	Part du total	Rendement	Part du total	Rendement	Rendement
États-Unis	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Pays-Bas ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Suisse ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Royaume-Uni ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
France	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Suède	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal ²	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Espagne ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Allemagne ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Danemark	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italie	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grèce	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Autriche ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islande ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australie	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japon	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlande ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canada ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nouvelle-Zélande	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlande ³	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

¹ Les IDE sortant et entrant sont déclarés à la valeur comptable et non à la valeur de marché. Selon les données nationales pour les États-Unis, la France et la Suède, le ratio valeur de marché/valeur comptable est de l'ordre de 1¹/₄ à 1³/₄, ce qui laisse penser que le rendement sur l'IDE de ces pays serait surévalué d'un facteur équivalent. ² Encours, en comptabilité au coût actuel. ³ 2002–04.

Sources : FMI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.3

...l'IDE américain à l'étranger comporte davantage de risques...

qu'aux États-Unis. Cela s'explique entre autres par le fait que les flux s'opèrent entre pays bénéficiant d'une note de crédit aussi bonne : l'IDE sortant des États-Unis est localisé pour plus de 50 % en Europe et pour 15 % en Australie, au Canada et au Japon. Plus de 70 % de l'IDE entrant aux États-Unis provient d'Europe. Il n'apparaît pas non plus que les États-Unis obtiennent un meilleur rendement sur leurs avoirs dans des pays ayant une moins bonne notation souveraine. En outre, le rendement sur l'IDE sortant des États-Unis ne semble pas plus volatil ni, par conséquent, plus risqué que celui sur l'IDE y entrant.

...la « matière cachée »...

L'explication fondée sur la « matière cachée », qui a suscité une grande attention dernièrement, cherche également à montrer pourquoi le rendement de l'IDE américain est élevé, mais il faudrait plutôt se demander pour quelle raison les investissements étrangers sont si mal rémunérés aux États-Unis, comme le montre une comparaison internationale (tableau V.3). Le rendement de l'IDE sortant des États-Unis figure effectivement parmi les plus hauts, d'autant plus que certains pays mesurent les encours d'IDE à leur valeur comptable et non à leur valeur de marché, ce qui surestime généralement le rendement. La principale anomalie qui ressort de la comparaison, c'est le rendement relativement faible de l'IDE entrant aux États-Unis, même si l'on

tient compte de ces problèmes de mesure. Les microdonnées le confirment : investir aux États-Unis est moins rentable pour une entreprise étrangère qu'investir à l'étranger pour une entreprise américaine.

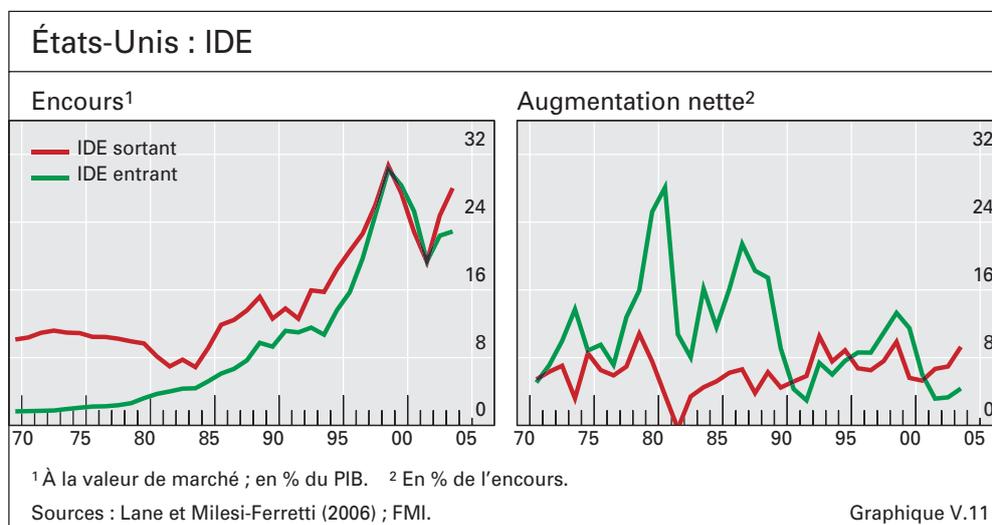
Plusieurs éléments montrent que les revenus des investissements s'accroissent sur la durée et que l'IDE entrant aux États-Unis est relativement moins ancien que l'investissement direct américain à l'étranger. Des données d'entreprises suggèrent que les bénéfices des sociétés sous contrôle étranger se rapprochent progressivement de ceux de leurs homologues américaines, ce qui rejoint les conclusions d'études microéconomiques mettant en évidence une relation positive plus large entre profits et ancienneté de l'investissement. En outre, il a été bien établi que, au moins jusque dans les années 80, l'encours d'IDE sortant des États-Unis était plus ancien que celui de l'IDE entrant (graphique V.11), ce qui s'explique en partie par les investissements réalisés en Europe après la Seconde Guerre mondiale. L'augmentation rapide des entrées nettes d'IDE pendant les années 80 donne à penser que l'ancienneté moyenne de l'encours correspondant a diminué. Cela concorde avec le fait que l'écart de rendement s'est effectivement accru durant cette période.

Depuis les années 80, les encours d'avoirs et d'engagements ont augmenté à des rythmes assez comparables, de sorte que l'ancienneté moyenne de l'encours d'IDE entrant aux États-Unis devrait se rapprocher de celle de l'encours d'IDE sortant. On pourrait donc s'attendre à ce que l'écart de rendement s'atténue progressivement. Si ce dernier s'est rapproché de sa moyenne historique, rien n'indique qu'il suive une tendance baissière. Cela laisse supposer que l'ancienneté relative de l'investissement n'explique qu'en partie l'écart de rendement. De surcroît, une comparaison internationale ne fait pas apparaître de corrélation étroite entre rendement et ancienneté de l'IDE.

Les taux d'imposition des sociétés pourraient inciter les entreprises étrangères présentes aux États-Unis à rapatrier leurs bénéfices et, par conséquent, à déclarer de faibles revenus en regard de leur investissement dans ce pays. À cet effet, elles peuvent importer au prix fort des biens ou services de leur maison mère ou encore exporter vers cette dernière à des tarifs bas. Pratiquer de tels prix de cession interne entre sociétés apparentées

...l'ancienneté relative de l'IDE à l'étranger et aux États-Unis...

...et l'arbitrage fiscal



diminue les revenus déclarés des détenteurs d'IDE aux États-Unis et augmente la valeur des échanges intragroupes de biens et de services. Par conséquent, il n'en résulte aucun effet net sur les transactions courantes.

À plusieurs égards, cette quatrième hypothèse semble valide. Si, concrètement, il est difficile de prouver que les entreprises jouent sur les prix des cessions internes pour réduire l'impôt, à en croire certains témoignages, cette pratique existe bel et bien. En outre, les filiales aux États-Unis ont intérêt à transférer leurs bénéfices à leur société mère, et il apparaît que ceux-ci se sont accrus au fil du temps. Alors que le taux moyen d'imposition des sociétés baisse régulièrement dans les pays industrialisés depuis la fin des années 80, il n'a guère varié aux États-Unis et est désormais l'un des plus élevés. L'écart entre deux pays peut être très large et beaucoup y voient l'une des raisons de l'augmentation rapide des entrées d'IDE dans des pays comme l'Irlande. Enfin, on a des raisons de croire que les bénéfices réinvestis déclarés – importante composante du revenu pour l'IDE sortant des États-Unis, mais pas pour l'IDE entrant – sont influencés par des considérations fiscales.

En résumé, bien que les rendements de l'IDE sortant des États-Unis soient élevés, l'avantage relatif de ce pays tient surtout au fait que l'IDE entrant apparaît faiblement rémunéré. Les explications les plus convaincantes sont, d'une part, que l'IDE entrant est relativement récent et, d'autre part, que les sociétés mères sont incitées, pour des raisons fiscales, à réduire le plus possible les revenus déclarés aux États-Unis. On ne dispose malheureusement pas de données suffisantes pour mesurer l'importance respective de ces deux facteurs.

Soutenabilité du solde extérieur américain

L'incidence négative d'un déficit commercial substantiel sur la position extérieure américaine pourra-t-elle être longtemps compensée par un solde positif des revenus et par des effets de valorisation favorables ? Comme le solde trimestriel des revenus a été négatif par deux fois en 2005, il est possible que les revenus des actifs ne soient bientôt plus suffisants pour équilibrer les paiements dus. Plus généralement, la réponse à cette question dépend de l'évolution des encours d'avoirs et d'engagements extérieurs, de celle de leur rendement et des éventuels effets de valorisation induits par les variations du change et des prix des actifs. La présente section analyse la sensibilité de la position extérieure nette et des revenus nets à chacun de ces facteurs dans le cadre de cinq scénarios.

À titre de référence pour l'analyse, le scénario 1 suppose que la balance commerciale, les transferts courants et les rémunérations des salariés restent constants, en pourcentage du PIB, par rapport à leurs valeurs de 2005, que les rendements demeurent inchangés (tableau V.4) et que le PIB nominal américain augmente de 5,5 % par an, taux proche de la moyenne des dix dernières années. Les encours d'avoirs et d'engagements extérieurs sont supposés croître au même rythme que le PIB nominal. De plus, les données ont été ajustées de manière à faire concorder l'évolution de la position extérieure nette avec le solde courant de chaque période. Dans ce scénario, la position extérieure globale nette, débitrice, passerait de moins de 25 % du PIB

Le solde des
revenus ne restera
vraisemblablement
pas positif

États-Unis : position extérieure						
En % du PIB (rendement : en %)						
	2005 ¹	Scénario en 2010				
		1	2	3	4	5
Hypothèses						
Solde commercial	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendement sur :						
IDE, avoirs	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
IDE, engagements	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
IP actions, avoirs	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
IP actions, engagements	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IP titres, avoirs ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
IP titres, engagements ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Résultats						
Revenus nets	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Position extérieure nette	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Avoirs	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Engagements	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IDE	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
IP actions	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
IP titres ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5

L'hypothèse selon laquelle l'évolution des encours d'avoirs et d'engagements suit celle du PIB nominal permet de garantir que le ratio de ces encours au PIB reste constant, toutes choses égales par ailleurs. Toutefois, elle ne garantit pas que la position extérieure nette soit égale à la somme des éléments suivants (équation comptable) : position nette de la période précédente plus solde des paiements courants plus éventuels effets de change. Pour que cette équation soit vérifiée, la différence entre la position extérieure nette, établie à partir de l'hypothèse de base, et l'équation comptable dans chaque période est ajoutée à la position extérieure nette de base. Cette différence est affectée aux quatre catégories d'engagements, proportionnellement à leur part dans le total des engagements de 2004. Une répartition différente modifierait l'évolution des revenus nets.

¹ Chiffres effectifs (sauf position extérieure nette). Rendement (sauf IDE) : 2004. ² Y compris autres investissements.

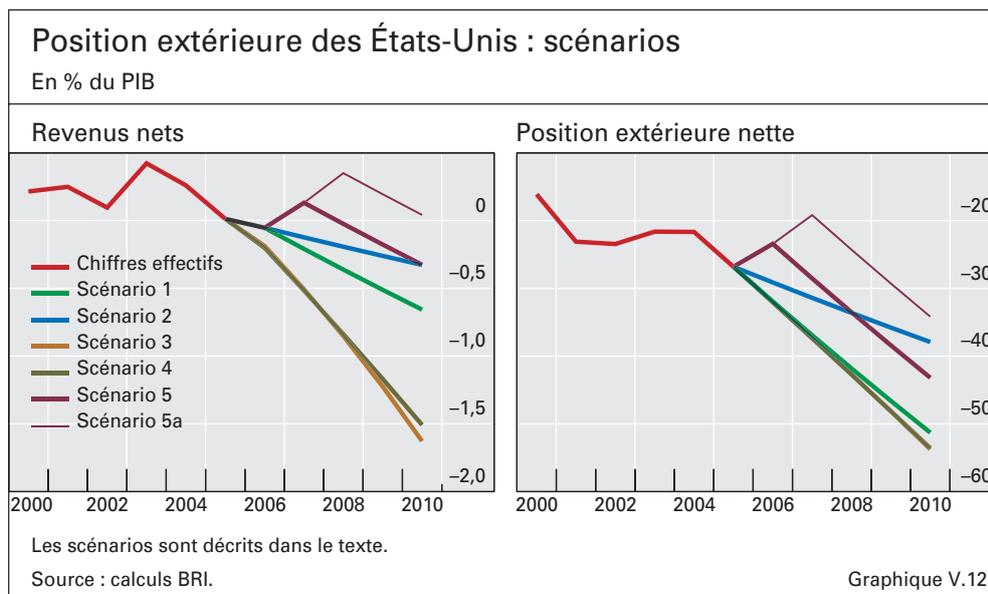
Source : calculs BRI. Tableau V.4

en 2004 à plus de 50 % en 2010 (graphique V.12). Le solde des revenus serait déficitaire à partir de 2006 et représenterait -0,7 % du PIB en 2010.

Le scénario 2 teste la sensibilité de la position extérieure à une amélioration du solde commercial, composante déterminante du déficit courant. Par hypothèse, le déficit commercial passe de 5,8 % à 3 % du PIB en 2006 et se maintient à ce niveau. Par rapport au scénario 1, ce changement produit un effet majeur : la position extérieure nette, débitrice, se détériore moins vite, mais se situe encore à quelque 40 % du PIB en 2010. Par ailleurs, le solde négatif des revenus s'améliore et se situe alors à -0,3 % du PIB.

Le scénario 3 étudie la sensibilité de la position extérieure aux variations du rendement résultant de l'évolution des taux d'intérêt. Quand les taux directeurs sont inférieurs à leur moyenne, les paiements d'intérêts tendent à croître moins vite que l'encours d'engagements sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette (graphique V.13). En période de resserrement, comme celle qui a commencé mi-2004 aux États-Unis, le rendement de cette catégorie d'actifs est appelé à augmenter. En outre, on peut escompter ensuite une atténuation des pressions à la baisse sur le

L'évolution du déficit commercial est déterminante...

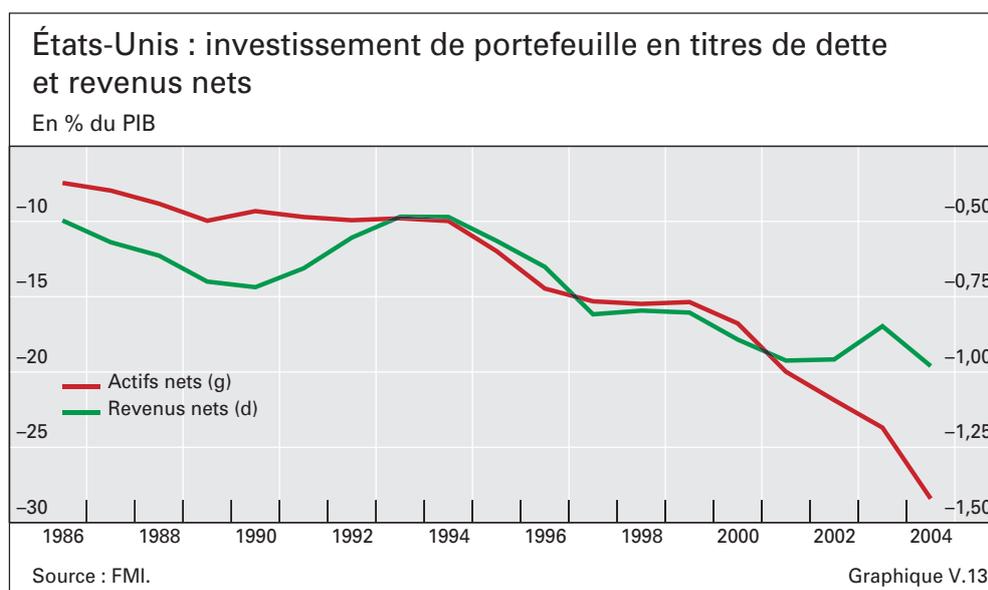


rendement, induites par la forte demande des banques centrales d'Asie pour des actifs liquides sûrs.

...de même
que celle des taux

Par rapport au scénario 1, le rendement des avoirs et engagements sous forme de titres de dette augmente de 0,4 point de pourcentage par an jusqu'en 2010. Cela est conforme à la corrélation historique entre les taux d'intérêt américains, les taux sur les engagements sous forme d'investissements de portefeuille en titres de dette et les relèvements, à ce jour, du taux des fonds fédéraux. Les résultats font apparaître qu'une hausse des taux sur la dette a un effet marqué sur le solde des revenus, entraînant un déficit de -1,6 % du PIB en 2010 (contre -0,7 % dans le scénario 1) et une nouvelle détérioration de la position extérieure nette.

Le scénario 4 illustre l'effet d'une modification de l'évolution de la rémunération de l'IDE. D'après l'analyse ci-dessus, deux facteurs sont de



nature à jouer un rôle important à cet égard. D'un côté, l'encours d'IDE aux États-Unis gagne en ancienneté, ce qui pourrait en accroître le rendement. De l'autre côté, les taux d'imposition des sociétés aux États-Unis sont devenus de plus en plus élevés par rapport à ceux des autres pays industrialisés. Il devient donc encore plus intéressant pour elles de rapatrier les bénéfices, ce qui pourrait avoir un effet négatif sur le rendement de l'IDE aux États-Unis. Comme l'analyse n'apporte aucune certitude sur l'évolution probable des rendements de l'IDE, l'hypothèse retient le scénario défavorable de leur convergence vers 6 %, niveau à mi-chemin entre le rendement des avoirs et celui des engagements en 2005 et proche du rendement moyen des actifs américains au titre de l'IDE de 2000 à 2004. Il se produit alors une détérioration du solde des revenus et de la position extérieure nette analogue à celle du scénario 3.

Le scénario 5 examine la sensibilité de la position extérieure aux effets de valorisation. Contrairement à ceux de nombreux autres pays, les engagements extérieurs des États-Unis sont presque tous libellés en dollars EU, tandis que leurs avoirs extérieurs le sont pour les deux tiers en monnaies étrangères, dont : un quart environ en euros ; un quart en d'autres monnaies européennes telles que la livre sterling et le franc suisse ; un quart en dollars canadiens, en monnaies des Caraïbes et en yens. En raison de cette asymétrie de devises entre avoirs et engagements et de l'effet de levier qui caractérise la position extérieure, les fluctuations de change peuvent induire des effets de valorisation substantiels. Jusqu'à présent, les effets de change ont avantagé les États-Unis, de sorte que la détérioration de la position extérieure nette a été atténuée par rapport à celle des transactions courantes.

Les effets de valorisation

Dans le scénario 5, on postule un effet de valorisation correspondant à une augmentation de 10 % des avoirs extérieurs en pourcentage du PIB en 2006. En l'absence d'estimations précises, au moins deux valeurs approchées peuvent nous donner une idée de l'ampleur des variations de change pouvant engendrer un tel effet de valorisation. Premièrement, les deux tiers des avoirs étant libellés en devises, une dépréciation uniforme de 15 % du dollar vis-à-vis de ces monnaies validerait les effets de valorisation pris pour hypothèse, toutes choses égales par ailleurs. Deuxièmement, d'après les corrélations historiques, une augmentation de 10 % des actifs serait associée à un repli de quelque 25 % du cours de change effectif nominal du dollar.

Le scénario 5 montre qu'un effet de valorisation positif produit de manière ponctuelle une forte amélioration de la position extérieure par rapport au scénario 1. Bien que sa détérioration soit plus rapide, le solde des revenus se trouve en 2010 approximativement au même niveau que dans le scénario 2 (dans lequel le déficit commercial diminue pour s'établir à -3 % du PIB). Cependant, en 2010, la position extérieure nette est bien plus dégradée dans le scénario 5 que dans le scénario 2. Le scénario 5a illustre l'impact d'un effet de valorisation de 10 % en 2006, puis en 2007. Dans cette hypothèse, le solde des revenus demeure excédentaire jusqu'en 2010, et le ratio avoirs extérieurs nets/PIB ne baisse que de 10 points de pourcentage entre 2006 et 2010.

En résumé, une amélioration de la position extérieure des États-Unis passerait avant tout par un redressement de la balance commerciale, qui

freinerait la détérioration de la position extérieure nette. Des effets de valorisation positifs associés à une dépréciation du dollar pourraient aussi avoir leur importance, mais n'auraient qu'un impact ponctuel. À moins de se répéter, ils ne feraient que différer la détérioration, sans la corriger durablement. L'évolution du rendement influe également de façon significative sur le solde des revenus et la position extérieure nette, mais, en raison des liens historiques entre taux d'intérêt et rendement de la dette, ces effets iront probablement dans le sens d'une nouvelle dégradation plutôt que d'une amélioration de la position extérieure.

VI. Marchés financiers

Faits marquants

Sur les principaux marchés financiers, les conditions sont restées, le plus souvent, calmes et accommodantes en 2005 et début 2006, grâce à la vigueur surprenante de l'économie mondiale et à la persistance d'abondantes liquidités. Le resserrement de la politique monétaire dans les pays industrialisés avancés n'a fait monter que graduellement les rendements des obligations à long terme. Durant la majeure partie de la période examinée, les relèvements de taux d'intérêt n'ont guère eu d'incidence sur les prix des autres actifs, même si, à la mi-mai 2006, une réévaluation des risques s'est traduite par une augmentation de la volatilité ainsi que par un repli marqué des marchés des actions et des titres de dette des économies émergentes.

Les actions et les primes de risque ont bénéficié des fortes révisions à la hausse des perspectives de croissance en 2005 et début 2006, principalement au Japon et en Europe. Le dynamisme de l'activité économique, dans le contexte d'un aplatissement des courbes des rendements, a conduit de nombreux intervenants à conclure que l'observation de leur courbe avait peut-être perdu de sa pertinence comme indicateur et que des facteurs autres que l'évolution de la croissance à long terme pouvaient peser sur les taux longs.

Les marchés des actions ont aussi été stimulés par les évolutions concernant le capital des entreprises : distributions de dividendes, rachats d'actions et fusions-acquisitions se sont orientés à la hausse. La remontée des taux d'endettement, en 2005, n'a pas affecté la stabilité des primes de risque, que le goût prononcé des investisseurs pour le risque a contribué à maintenir à de faibles niveaux. Cela a été particulièrement vrai pour les économies émergentes, où il apparaît que le resserrement des primes, en 2005 et début 2006, ne se justifie pas entièrement par l'amélioration, pourtant notable, des fondamentaux.

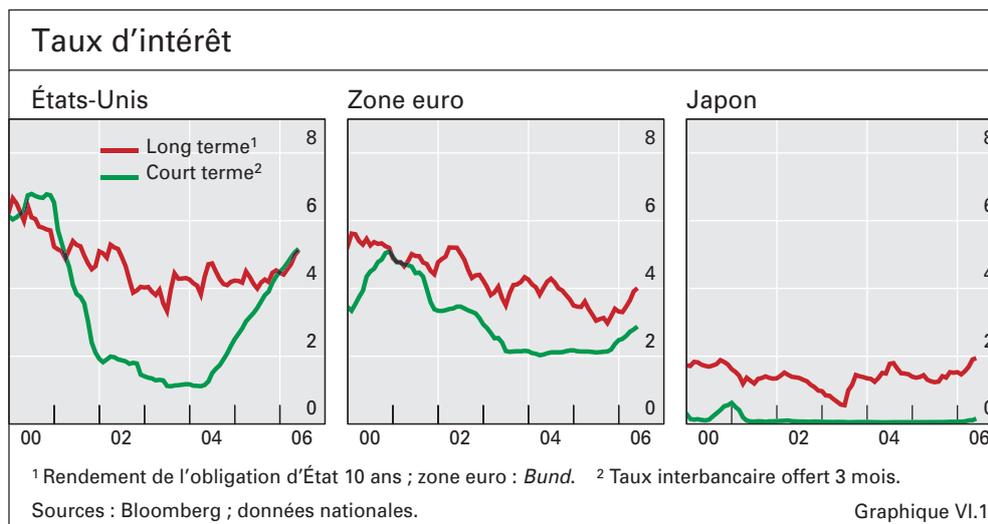
Persistance de faibles rendements à long terme

Dans les économies développées, les rendements des obligations d'État sont restés remarquablement bas en 2005, malgré les relèvements successifs des taux directeurs aux États-Unis, les signes d'un resserrement monétaire imminent dans la zone euro et l'attente incertaine de la fin de l'assouplissement quantitatif au Japon (chapitre IV).

Dans les pays du G 3, les rendements longs ont fini par augmenter régulièrement à partir de la mi-janvier 2006 (graphique VI.1), lorsque se sont dissipées les craintes d'un ralentissement de la croissance et qu'ont été revues à la hausse les anticipations concernant le rythme et l'ampleur du resserrement monétaire à venir. De fait, au premier trimestre, les prévisions de

Les rendements obligataires à long terme sont restés bas...

...avant de remonter début 2006

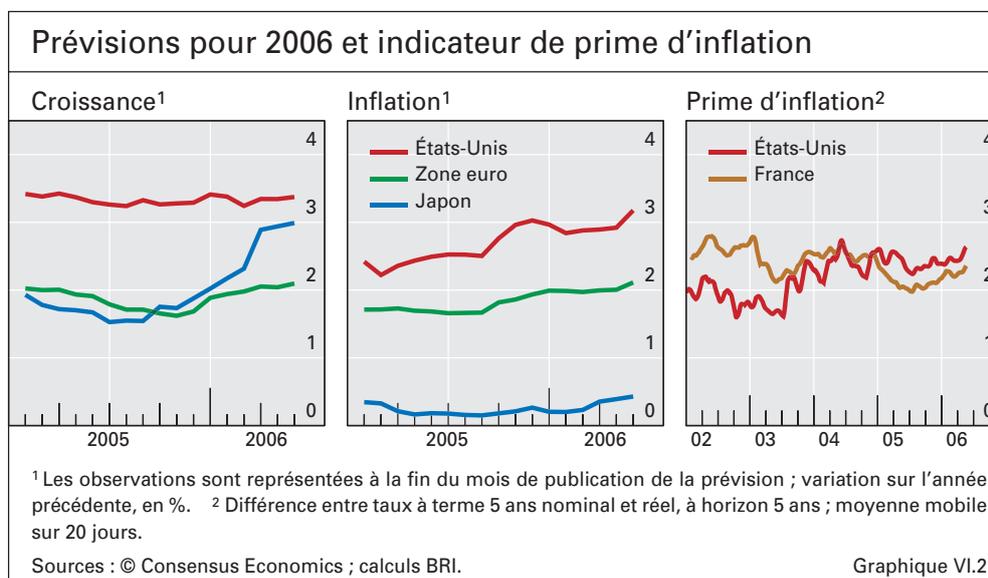


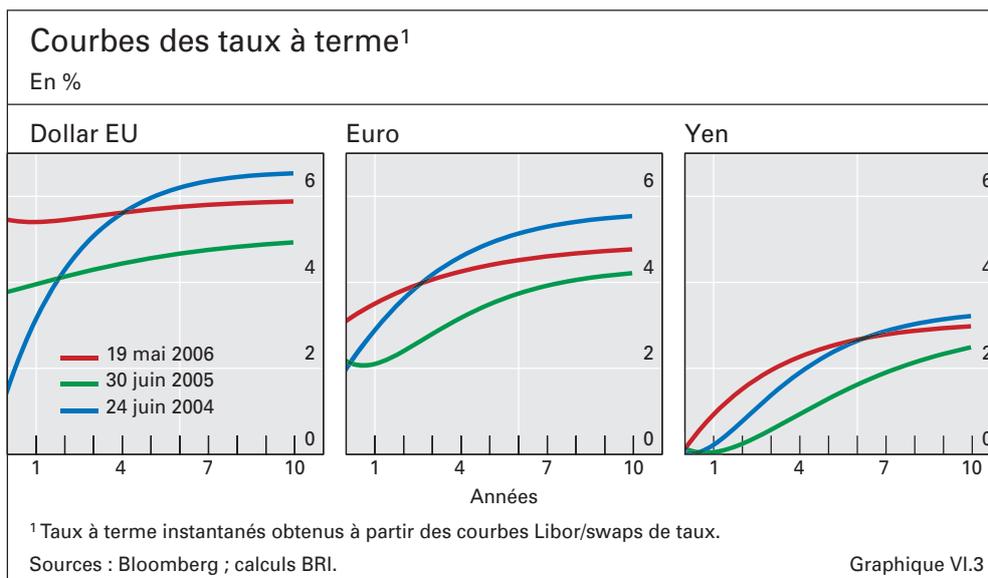
croissance pour 2006 se sont améliorées pour la zone euro et, de manière très nette, pour le Japon (graphique VI.2). Les déclarations des banques centrales laissant de plus en plus prévoir un resserrement monétaire ont accéléré le repli de l'obligataire. Du 18 janvier au 19 mai, les rendements d'État de référence à 10 ans ont augmenté de quelque 80 points de base (pb) aux États-Unis et en Allemagne et d'environ 50 pb au Japon.

Aplatissement des courbes des rendements aux États-Unis et dans la zone euro

L'aplatissement des courbes n'est pas interprété comme l'annonce d'un ralentissement

Aux États-Unis, le relèvement des taux directeurs et la faiblesse des rendements longs ont entraîné un aplatissement marqué de la courbe durant la majeure partie de la période examinée. Par le passé, une inversion de cette courbe constituait un indicateur relativement fiable de l'imminence d'une récession ou d'un ralentissement prononcé (chapitre IV). Cette fois, cependant, la plupart des intervenants l'ont interprétée plutôt comme la conséquence négative de facteurs autonomes affectant les rendements longs (infra). L'écart





de rémunération entre les valeurs du Trésor 2 ans et 10 ans, qui était d'environ 30 pb fin juin 2005, avait pratiquement disparu début janvier 2006.

Les facteurs affectant les perspectives de croissance qui ont pesé sur les rendements n'ont eu qu'une incidence transitoire comme, par exemple, le cyclone Katrina, fin août. Le taux à 2 ans a alors diminué de près de 40 pb en trois jours, et le 10 ans, d'environ la moitié, les intervenants révisant à la baisse leurs anticipations de relèvement des taux par la Réserve fédérale. L'impact du cyclone sur la croissance et, par conséquent, sur l'orientation monétaire a cependant été bien moindre que prévu, de sorte qu'en un mois les taux courts et longs avaient retrouvé leur niveau antérieur.

L'impact du cyclone Katrina a été transitoire

L'aplatissement des courbes, loin d'être universel, a également concerné d'autres marchés, notamment la zone euro en 2005, où la persistance de faibles taux directs a, toutefois, permis d'éviter une inversion (graphique VI.3). Au Japon, en revanche, la courbure de la structure par échéance s'est accentuée, en raison du maintien du taux officiel non loin de zéro et de l'augmentation des taux à moyen terme liée à des signes croissants d'atténuation des pressions déflationnistes et à l'anticipation d'un resserrement probable d'ici quelques années.

Anticipations d'inflation modérées

La persistance de faibles rendements longs s'explique en partie par les anticipations d'inflation à long terme, restées modérées malgré le rythme généralement soutenu de la croissance économique et la poursuite du renchérissement de l'énergie. Il est certain qu'après le passage du cyclone Katrina et les fortes augmentations des prix des produits pétroliers raffinés, à l'automne 2005, les prévisions d'inflation à court terme ont été sensiblement revues à la hausse, en particulier aux États-Unis (graphique VI.2). Toutefois, la prime d'inflation (mesurée à partir des rendements obligataires à terme nominaux et réels) est demeurée peu élevée pour les échéances longues, ce qui s'explique en partie par la crédibilité de la politique monétaire (chapitre IV).

Anticipations d'inflation modérées malgré le renchérissement de l'énergie

Début 2006, les taux réels ont augmenté davantage que la prime d'inflation

Même lorsque les taux nominaux se sont nettement tendus début 2006, l'évolution des anticipations d'inflation n'a pas constitué le facteur dominant. Ainsi, aux États-Unis, la hausse du taux nominal 10 ans, entre mi-janvier et mi-mai, par rapport aux valeurs du Trésor indexées sur l'inflation s'explique, pour près des deux tiers, par l'augmentation des taux réels plutôt que par celle de la prime d'inflation. Pour la zone euro, cette proportion passe à près de neuf dixièmes.

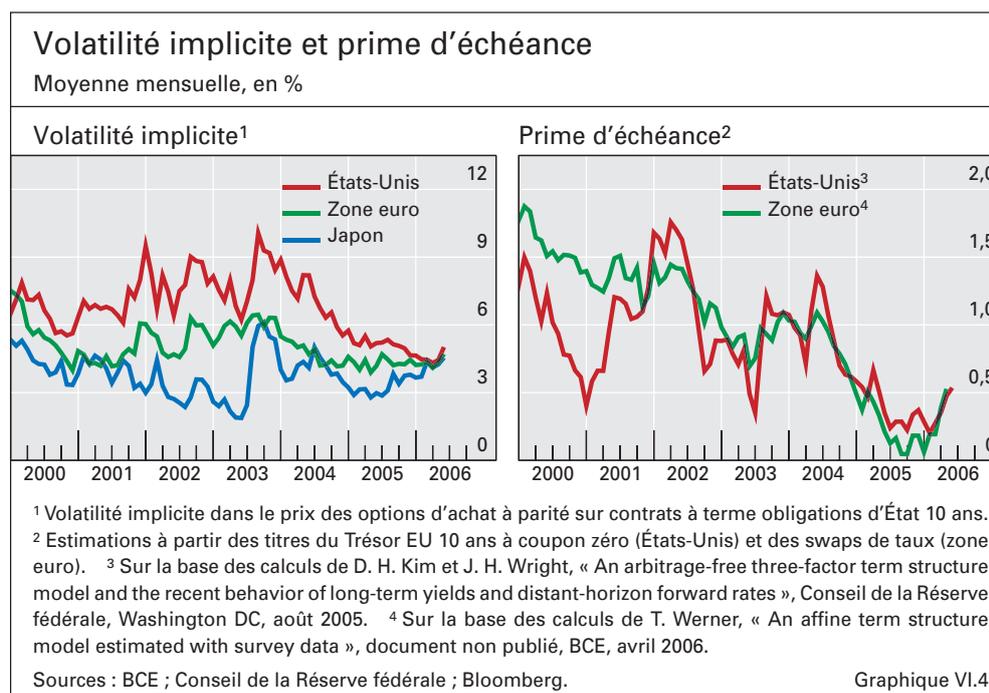
L'incidence assez limitée de l'évolution des anticipations d'inflation sur les rendements longs est également corroborée par diverses observations sur données de haute fréquence, qui montrent que des résultats inattendus des indices des prix ont généralement moins d'impact que d'autres « surprises ». Ainsi, la plus forte hausse journalière du rendement du Trésor EU 10 ans (14 pb) a suivi la publication, le 1^{er} juillet 2005, d'une enquête ISM (Institute for Supply Management) étonnamment optimiste sur le secteur manufacturier, et d'indicateurs reflétant une amélioration de la confiance des consommateurs ; inversement, les plus fortes baisses journalières ont parfois été associées à des chiffres de croissance décevants.

Faiblesse de la volatilité et de la prime d'échéance

L'aplatissement des courbes pourrait traduire la diminution de la prime d'échéance...

La faiblesse des rendements longs et l'aplatissement des courbes pourraient aussi s'expliquer par la diminution de la rémunération du risque sur les instruments à long terme. La courbe des rendements intègre, pour chaque échéance, une composante du risque – la prime d'échéance – qui fait s'écarter les taux à terme du taux court anticipé. Une baisse de cette prime pourrait traduire la perception d'un risque moindre associé à l'évolution à long terme des taux courts ou un plus grand goût des investisseurs pour ce risque, ou les deux à la fois.

Certains signes montreraient d'ailleurs l'influence d'une baisse de la prime d'échéance, ces dernières années. Il s'agit notamment du repli



généralisé de la volatilité implicite depuis mi-2003 et, début 2006, de son niveau très bas aux États-Unis et dans la zone euro ; la volatilité effective a suivi la même tendance sur la période (graphique VI.4). Le Japon a fait exception, avec, depuis 2005, une légère hausse des volatilités effective et implicite – qui, même dans ce pays, restent pourtant très en deçà des niveaux observés durant le net repli de l’obligataire en 2003. Cette hausse de la volatilité correspondait à des anticipations de croissance économique plus soutenue et, donc, de fin de l’assouplissement quantitatif.

Les modèles récents de la structure des taux d’intérêt permettent de dissocier les deux composantes des rendements obligataires : celle due à la prime d’échéance et celle résultant des anticipations sur l’évolution future des taux courts. Des estimations actualisées, publiées récemment dans une étude de la Réserve fédérale, montrent que la prime d’échéance sur l’obligation 10 ans libellée en dollars EU a cédé environ 100 pb entre mi-2004, lorsque s’est amorcé le resserrement, et fin 2005 (graphique VI.4). La correction qui a suivi, début 2006, n’a eu qu’une ampleur modérée. Une étude comparable de la BCE fait apparaître un repli analogue pour le taux 10 ans en euros. Les deux analyses constatent que la prime affiche une baisse plus prononcée pour le long terme, ce qui concorde avec l’aplatissement de la courbe sur la période. S’il est vrai que de telles estimations ont leurs limites – notamment une précision très incertaine et une forte sensibilité à la taille de l’échantillon et à la période observée –, cette baisse de la prime, ces dernières années, est néanmoins constatée dans la plupart des autres travaux.

Cette tendance pourrait s’expliquer par la perception d’une stabilité retrouvée des fondamentaux macroéconomiques, telles les anticipations d’inflation et de croissance, et donc par une diminution des risques perçus sur les titres de longue durée, ce que semblerait confirmer l’atténuation de la volatilité effective (supra). De même, le renforcement de la transparence et de la crédibilité de la politique monétaire, dans la mesure surtout où il résulte d’une modification des procédures opérationnelles, pourrait avoir joué un rôle important.

On peut y voir également l’influence de changements structurels de la demande, sous la forme notamment d’achats d’obligations de longue durée par des fonds de pension et entreprises d’assurances ou l’accumulation de réserves par les banques centrales de l’Est asiatique et de plusieurs pays exportateurs de pétrole. L’importance de tels facteurs est déterminante pour la conduite de la politique monétaire (chapitre IV).

Demande des institutionnels : fonds de pension et entreprises d’assurances

Les progrès de la gestion des risques ainsi que la modification des conventions comptables et du cadre réglementaire dans de nombreux pays ont encouragé les fonds de pension et entreprises d’assurances, ces dernières années, à réduire l’asymétrie de durée entre leurs actifs et passifs (chapitre VII).

Bien que la part d’obligations détenues par les fonds de pension et entreprises d’assurances dans l’encours total de ces titres soit restée remarquablement stable (graphique VI.5, cadre de gauche), la diminution de l’écart de rendement entre obligations 30 ans et 10 ans dans beaucoup

...ou, soit une amélioration des fondamentaux, soit des facteurs structurels

La gestion actif-passif...

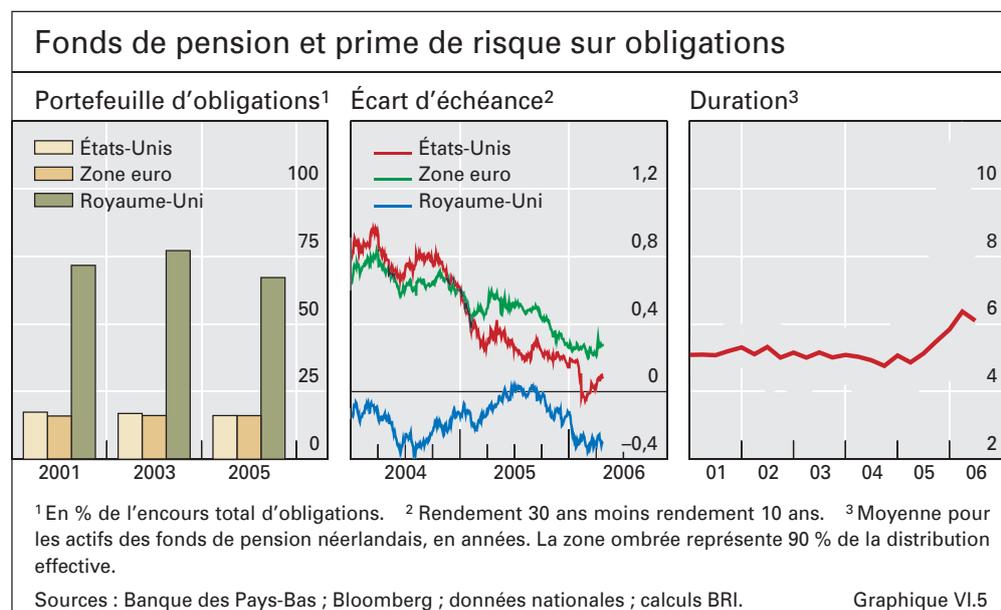
...a pesé sur les rendements longs au Royaume-Uni...

...mais a eu moins d'incidence visible ailleurs

d'économies avancées semble indiquer une réorientation vers les actifs de longue durée (graphique VI.5, cadre du milieu). Cette évolution a été particulièrement marquée au Royaume-Uni, où la prime d'échéance est négative depuis quelque temps. Elle confirme que la réglementation imposant une couverture minimale des passifs et la norme comptable FRS 17 ont conduit les fonds de pension britanniques à acquérir massivement des obligations à très long terme, en liaison avec le recul des rendements, accentuant ainsi le mouvement de baisse.

Il est difficile, malgré tout, de voir dans quelle mesure l'exemple du Royaume-Uni peut être étendu à d'autres pays, étant donné les différences qui existent au niveau des cadres réglementaires et comptables ainsi que de la position de capitalisation des fonds de pension. Aux Pays-Bas, par exemple, ces derniers ont allongé de 5 ans à 6¹/₂ ans la durée de leurs actifs, après l'adoption d'une nouvelle réglementation à l'automne 2004 (graphique VI.5, cadre de droite). On constate toutefois des disparités substantielles entre les fonds : certains ont presque doublé la durée de leurs actifs, alors que d'autres ne l'ont quasiment pas modifiée. En fait, comme la couverture de leurs passifs est généralement bien supérieure au minimum réglementaire, les fonds disposent d'une grande latitude pour gérer leur risque de taux d'intérêt.

Durant la période considérée, il est également apparu que la tendance à privilégier l'approche de marché avait perdu un peu de son élan. Aux Pays-Bas, le report à 2007 de la pleine application de la réforme des retraites peut avoir contribué à la légère diminution (6 mois) de la durée moyenne des actifs détenus par les fonds de pension. Aux États-Unis, le Congrès a adopté, fin 2005, une réforme de la réglementation sur la couverture minimale beaucoup moins stricte que la proposition initiale, ce qui peut avoir contribué à amplifier l'écart de rémunération entre les valeurs du Trésor 30 ans et 10 ans, début 2006 : les opérateurs, qui avaient anticipé des achats d'obligations de très longue durée par les fonds de pension, ont dénoué leurs positions. D'ailleurs, les fonds de pension n'ont pas été incités à acquérir de tels titres, car, pour



nombre d'entre eux, les hausses des cours des actions et des rendements obligataires ont amélioré leur position de capitalisation, au moins pour quelque temps.

Demande étrangère : réserves asiatiques et pétrodollars

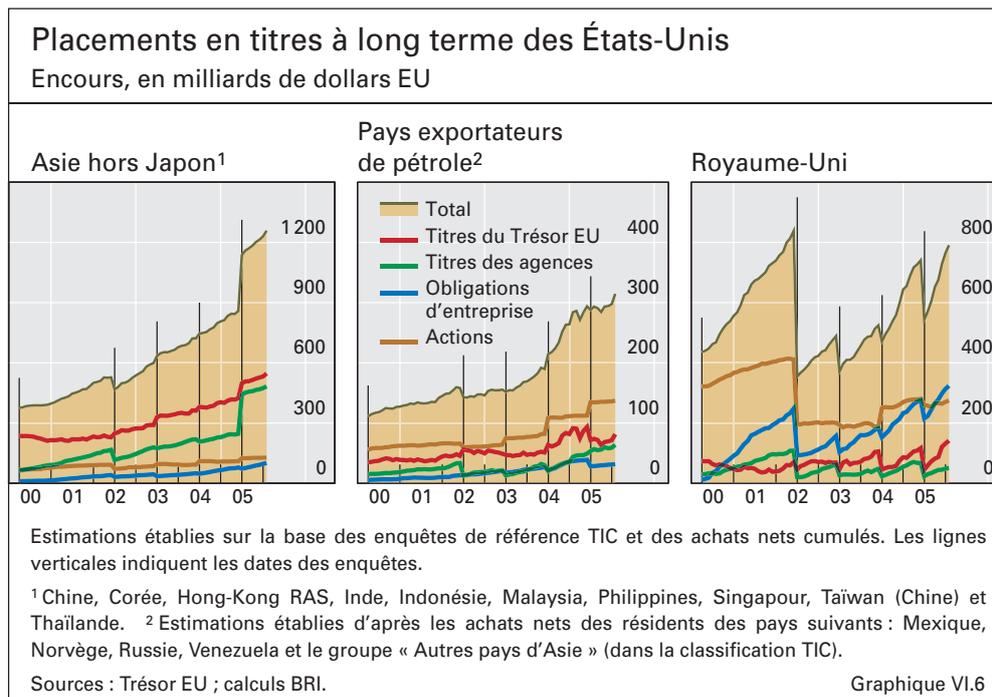
La vigueur de la demande étrangère de titres de dette américains est aussi fréquemment invoquée pour expliquer la baisse de la prime d'échéance aux États-Unis. Les secteurs publics et les banques centrales – d'Asie en particulier – ont continué d'investir aux États-Unis en valeurs du Trésor EU et en obligations quasi souveraines, suite essentiellement à des interventions sur les changes. De fait, l'expérience a montré que les marchés financiers réagissent aux informations pouvant indiquer un changement dans les préférences officielles pour les titres de dette en dollars EU. C'est ainsi que le rendement 10 ans a augmenté de près de 10 pb en quelques heures, le 21 juillet 2005, après l'annonce de la réévaluation du renminbi, les spéculateurs ayant alors anticipé une baisse sensible de la demande.

La demande de titres de dette américains est alimentée par les excédents asiatiques...

Même si l'accumulation de réserves s'est nettement ralentie au Japon en 2005, la Chine et d'autres grandes économies émergentes d'Asie-Pacifique ont continué d'enregistrer une forte progression de leurs réserves en 2006 (chapitre V), investie pour une large part en titres de dette américains. Le graphique VI.6 (cadre de gauche) montre que, selon des données provisoires basées sur l'enquête TIC, les avoirs en titres américains à long terme des résidents (secteurs officiel et privé) des économies d'Asie (hors Japon) ont connu une vive expansion en 2005. Selon les estimations, entre fin 2004 et début 2006, leur montant cumulé serait passé d'à peine plus de \$800 milliards à \$1 250 milliards.

On a également invoqué le recyclage des recettes pétrolières pour expliquer la demande de titres de dette américains. Selon les estimations

...et par le recyclage des pétrodollars



obtenues à partir des données TIC, les pays de l'OPEP (plus Mexique, Norvège et Russie) auraient accumulé, en termes nets, \$676 milliards en 2005 et devraient collecter près de \$750 milliards en 2006. Une proportion relativement modeste a été directement placée en titres de dette américains. Ces pays auraient affecté environ 20 %, soit \$200 milliards, de leurs revenus pétroliers cumulés entre juin 2002 et juin 2005 (\$1 200 milliards) à la souscription de titres américains à court et à long terme. Si le volume de titres de longue durée a vivement progressé jusqu'en 2004, il ne s'est accru que de \$33 milliards en 2005, soit 8 % des recettes pétrolières de l'année.

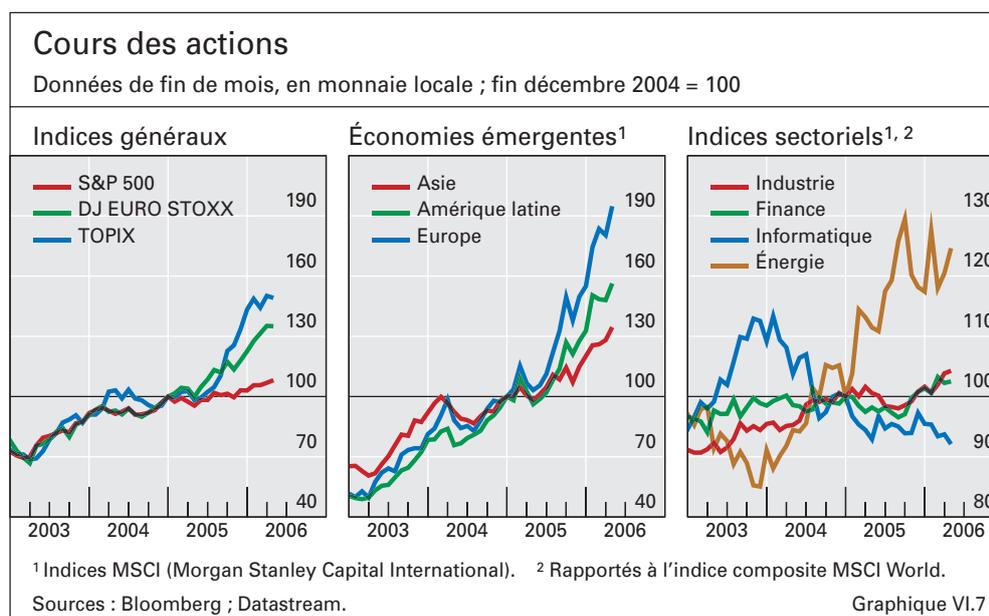
Les placements sont acheminés via le Royaume-Uni

Ces estimations sont très probablement inférieures à la réalité. Les résidents d'Asie et les pays exportateurs de pétrole cités font souvent appel, en effet, à des intermédiaires à Londres ou sur d'autres places financières hors des États-Unis. Les enquêtes TIC s'appliquent à réaffecter ces achats indirects selon la résidence de l'acquéreur final, ce qui entraîne régulièrement une chute du volume estimé des titres à long terme détenus par les résidents du Royaume-Uni et, parfois, un bond des avoirs en titres de dette américains des investisseurs d'Asie (graphique VI.6). En outre, ces derniers pourraient détenir un portefeuille encore supérieur à ces estimations, dans la mesure où ils investissent dans des fonds spéculatifs ou d'autres structures de placement acquérant aussi des titres de dette américains.

Les marchés des actions indifférents aux relèvements des taux

Hausse des cours des actions...

L'essor des cours des actions, amorcé début 2003, s'est poursuivi durant la majeure partie de la période examinée. Après des résultats en demi-teinte en 2004, les marchés mondiaux ont crû à des taux à deux chiffres en 2005. Sur de nombreuses places, la hausse a continué début 2006, avant de retomber mi-mai. Les augmentations les plus fortes se sont produites dans les économies émergentes. En Europe orientale, la progression a atteint 55 % en termes de monnaie locale en 2005, puis 15 % sur les cinq premiers mois de 2006, malgré



un recul marqué mi-mai (graphique VI.7). Sur les grandes places également, les cours se sont envolés. La bourse japonaise a fait un bond de 44 % en 2005, avant de ralentir début 2006. Le marché des États-Unis a connu l'un des rythmes les plus lents : 4 % seulement entre début 2005 et mi-mai 2006.

Des perspectives macroéconomiques favorables

L'ascension des cours des actions a été soutenue par la vigueur surprenante de l'économie mondiale (chapitre II). Au Japon et dans la zone euro, l'amélioration des perspectives économiques a incité les investisseurs à réviser à la hausse leurs anticipations de bénéfices. Une impulsion supplémentaire a été donnée, au Japon, par les espoirs de réforme structurelle et le sentiment général que les banques avaient en grande partie résolu les problèmes de prêts non productifs. Dans les économies émergentes aussi, les prévisions de bénéfices ont été revues à la hausse et, dans bien des cas, la confiance des investisseurs s'est trouvée confortée par le haut niveau des cours des produits de base. De fait, les plus gros gains ont été réalisés dans les pays exportateurs de pétrole, comme la Russie, où les cours des actions ont plus que doublé sur les douze derniers mois.

...due à la vigueur de la croissance économique

Dans les économies émergentes, le dynamisme des cours des actions a coïncidé avec des entrées massives de capitaux étrangers (chapitre III). On ne peut cependant pas établir de lien clair entre le volume des investissements de portefeuille étrangers et les performances des marchés boursiers sur la période, ni par régions, ni par pays. La corrélation croisée entre flux d'investissements de portefeuille et rendement mensuel en monnaie locale a été proche de zéro, que les entrées soient mesurées en valeur absolue ou en proportion de la capitalisation boursière du pays d'accueil. La faiblesse de cette corrélation peut être due au fait que la forte demande d'actions des économies émergentes a été équilibrée par une offre aussi forte. Cette explication est confirmée par les annonces d'émissions internationales des entreprises d'Asie émergente, qui ont totalisé \$57 milliards en 2005, contre \$34 milliards l'année précédente.

Faible corrélation entre flux de capitaux et rendements

Les conditions macroéconomiques ont moins soutenu les cours des actions aux États-Unis, car la vigueur de la croissance avait été bien anticipée et se trouvait donc déjà intégrée dans les valorisations. Le resserrement monétaire a sans doute contribué aux moins bons résultats des actions américaines, bien que son incidence ait été atténuée par le fait qu'il était largement attendu et qu'il n'a élevé que graduellement les rendements à long terme. Les cyclones exceptionnellement violents qui ont frappé la côte sud des États-Unis ont provoqué des perturbations sur les marchés en septembre 2005, mais les cours sont repartis à la hausse lorsqu'il est clairement apparu que la croissance américaine n'en serait que momentanément affectée.

Forte hausse du taux d'endettement et des fusions

Les marchés des actions ont été stimulés, en outre, par les changements intervenus dans la structure du capital des entreprises. Alors qu'entre 2001 et 2004 elles s'étaient employées à consolider leurs bilans, les entreprises

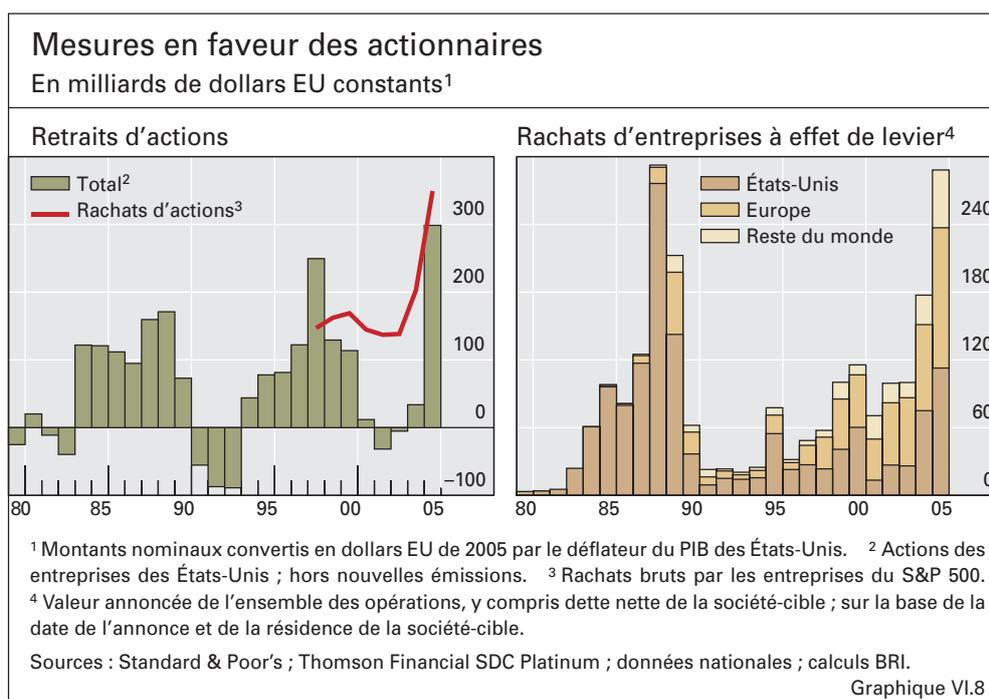
Augmentation des dividendes et des rachats d'actions...

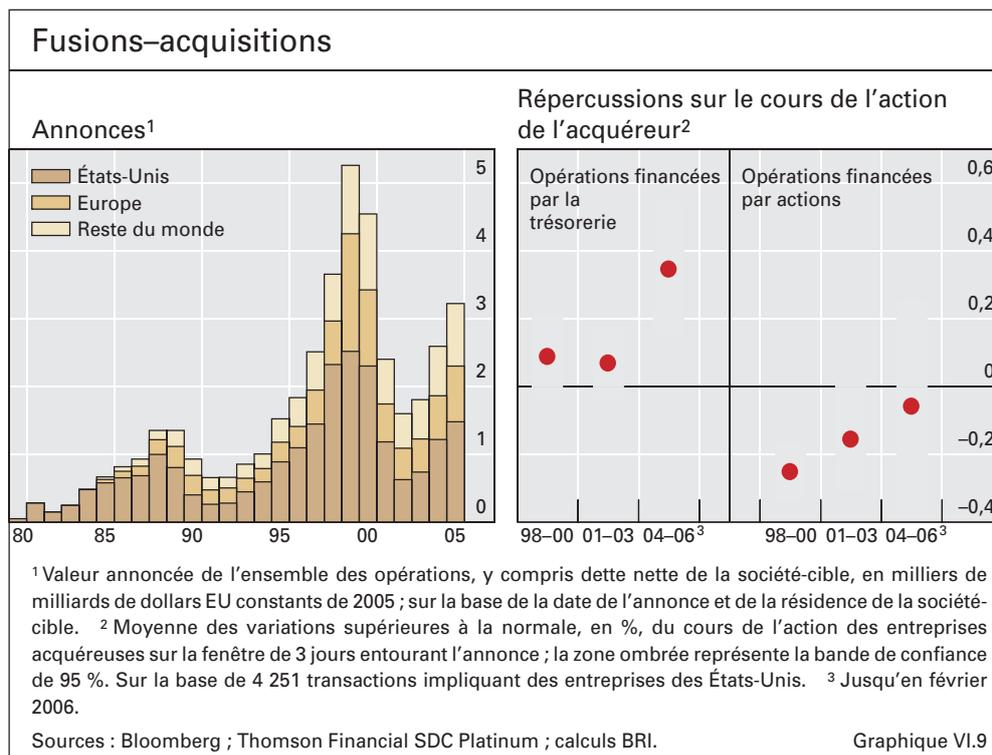
ont ensuite préféré redistribuer leurs bénéfices aux actionnaires sous forme de dividendes, de rachats d'actions et d'acquisitions. En 2004–05, les dividendes versés par les sociétés du S&P 500 ont enregistré leur plus vive progression depuis plus d'une décennie. Leurs rachats d'actions ont augmenté davantage encore, totalisant presque \$350 milliards en 2005 (graphique VI.8). Sous l'effet des rachats et acquisitions, le montant total des retraits de titres par les sociétés américaines a inscrit un record l'an passé, à \$300 milliards.

Les entreprises européennes et japonaises ont augmenté leurs dividendes encore plus rapidement, ce qui peut avoir contribué à renforcer la confiance des investisseurs, en faisant savoir qu'elles escomptaient une poursuite de la vive progression de leurs bénéfices. Elles ont aussi procédé à des rachats d'actions, mais pas à la même échelle qu'aux États-Unis.

...parallèlement à une hausse du taux d'endettement des entreprises

Outre leur effet d'annonce, les augmentations des dividendes et des rachats d'actions ont soutenu les cours des actions, l'accroissement du ratio endettement/fonds propres contribuant à stimuler les rendements. Avant 2004, les actions rachetées par les entreprises étaient essentiellement réattribuées aux salariés exerçant leurs options de souscription et n'avaient donc pas d'incidence sur la structure du capital. Or, de plus en plus, les entreprises recourent aux rachats d'actions pour réduire leurs fonds propres et distribuer leur excédent de trésorerie aux actionnaires. D'ailleurs, le versement de dividendes spéciaux est devenu un moyen couramment utilisé par les partenaires administrant les sociétés de capital-investissement pour se rémunérer. Par le passé, leur objectif était généralement de récupérer leur apport en procédant à une introduction en bourse. Mais, en bourse, la demande a été relativement faible en 2005 : pour la première séance de négociation, la plus-value avoisinait 10 %, contre plus de 20 % en moyenne depuis 1990. Afin de financer les grosses attributions de dividendes sur les





bénéfices non distribués de la société-cible, les partenaires se sont tournés vers l'obligataire (chapitre VII).

L'endettement des sociétés de capital-investissement a été également stimulé par la multiplication des rachats d'entreprise avec effet de levier, à leur plus haut depuis la vague de la fin des années 80 (graphique VI.8). Contrairement à ces années-là, les transactions ne se sont pas limitées cette fois aux États-Unis, plus de la moitié ayant eu comme cibles des sociétés non américaines, d'Europe surtout, mais aussi d'Asie. Elles ont notablement progressé en Allemagne et au Japon, où les obstacles aux prises de contrôle, sous forme de participations croisées par exemple, ont été graduellement levés. Au Japon, par exemple, quelque 50 % des actions cotées étaient détenues en 2004 par des sociétés apparentées, soit une réduction de moitié par rapport à 1992.

La multiplication des rachats avec effet de levier s'est inscrite dans une vague de fusions-acquisitions. En 2005, les annonces d'acquisitions ont totalisé \$3 200 milliards, soit une hausse de près de 30 % par rapport à 2004 et leur maximum depuis 2000 (graphique VI.9). Les rachats avec effet de levier ont représenté 9 % environ des opérations, ce qui est nettement plus qu'en 2000 mais reste bien inférieur au record de 22 % de 1988. L'accroissement des fusions-acquisitions a été universel. Les transactions ont eu pour cibles des sociétés aux États-Unis (un peu moins de la moitié) et en Europe (un quart). Les entreprises des économies émergentes se sont montrées plus dynamiques que jamais, ciblant aussi bien les pays industrialisés que le monde émergent.

Les investisseurs en actions ont réagi de façon plus positive à la dernière vague qu'aux précédentes. En 2005, les cours des actions de la cible et de l'acquéreur ont généralement augmenté après l'annonce de la prise de

Les rachats d'entreprise avec effet de levier au plus haut depuis les années 80

La vague de fusions-acquisitions a dynamisé les cours des actions...

contrôle ; la différence essentielle avec le passé vient du fait que les gains résultant d'une fusion profitaient alors essentiellement aux actionnaires de l'entreprise-cible.

Cette réaction plutôt positive tient notamment à la réduction du nombre d'opérations réalisées en totalité ou en partie au moyen d'actions. Aux États-Unis, seulement 30 % environ des récentes opérations ont été financées ainsi, contre quelque 70 % lors de la vague de 1998–2000 ; pour l'Europe et l'Asie, cette part a même été inférieure. Le graphique VI.9 (cadre de droite) représente la variation atypique moyenne du cours de l'action de la société acquéreuse le jour de l'annonce de l'opération, après neutralisation de la sensibilité du titre aux variations du marché. Les fusions financées à l'aide de liquidités donnent toujours de meilleurs résultats que celles qui le sont sous forme d'actions : l'impact sur le cours boursier est positif et plus fort, quelle que soit la période considérée, car le risque de payer trop cher les acquisitions semble moindre.

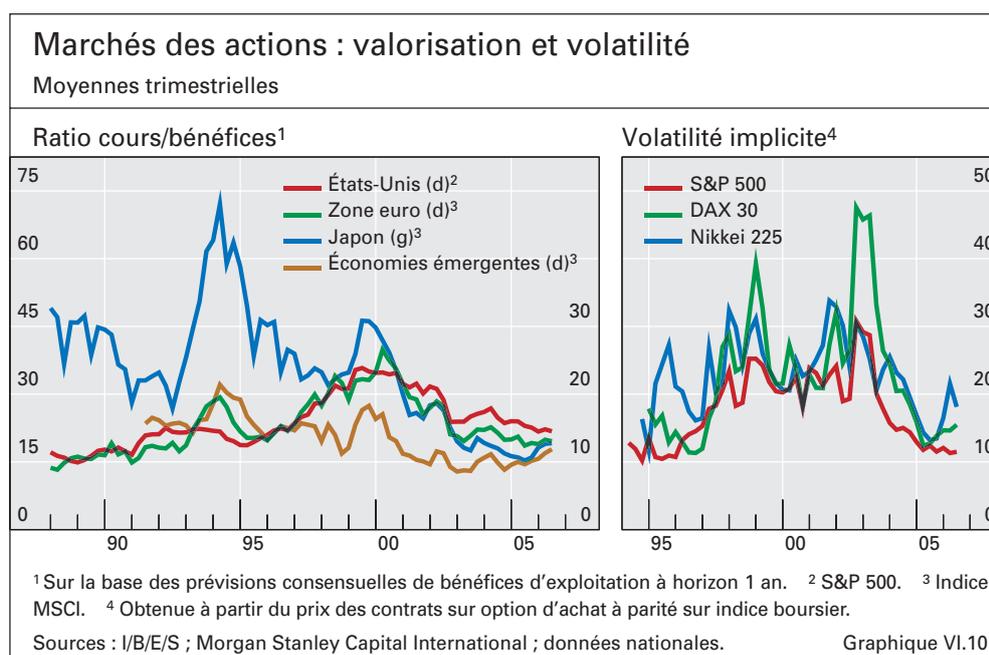
Il est à noter que, pour ces opérations, qu'elles aient été financées au moyen de liquidités ou d'actions, l'impact sur le cours boursier a été plus favorable en 2004–06 que les années précédentes : les investisseurs se sont montrés plus réceptifs. En 1998–2000, l'impact était quasiment nul sur les opérations financées par la trésorerie et nettement négatif pour les financements par actions, alors qu'en 2004–06 il a été très positif pour les premières et pratiquement nul pour les seconds.

Signaux contradictoires pour les valorisations

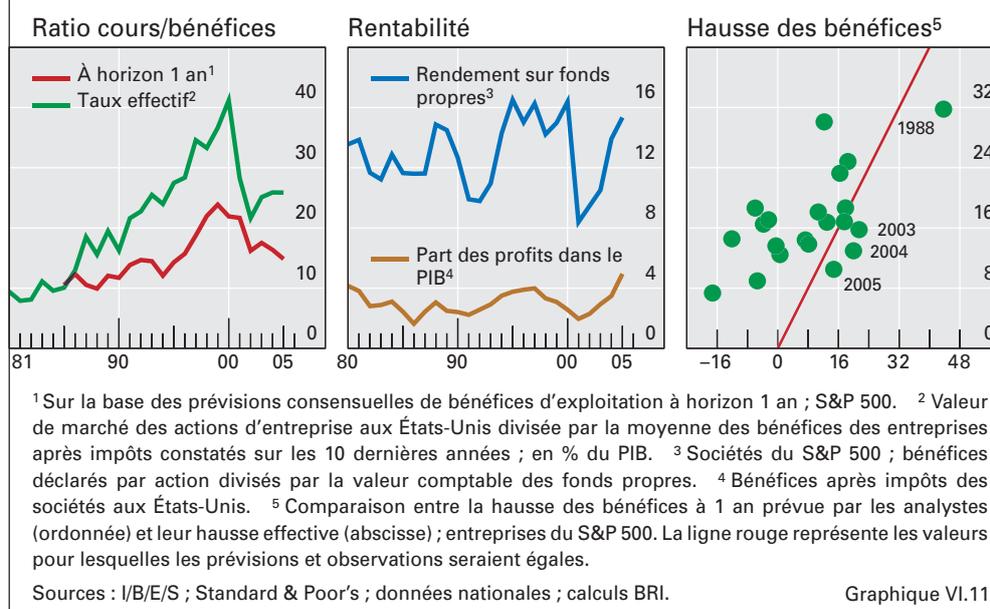
Si les investisseurs se sont montrés plus positifs à l'égard des acquisitions, c'est peut-être parce que certaines mesures, mais pas toutes, donnaient l'impression que les valorisations étaient faibles. Un peu partout dans le monde, les révisions à la hausse des bénéfices attendus ont été supérieures aux récentes progressions des cours des actions. En 2005, le ratio cours/bénéfices prévisionnels à court terme se situait à 15 pour les entreprises

...y compris celles des acquéreurs

Selon certaines mesures, les valorisations n'ont pas été exceptionnellement élevées



États-Unis : valorisation et bénéfices



du S&P 500, soit un peu au-dessous de sa moyenne de 16 sur 1988–2004 (graphique VI.10). Pour la zone euro, il s'établissait à 13, contre une moyenne historique de 16, et, pour les économies émergentes, il était bien inférieur à ses niveaux antérieurs. Le risque de payer trop cher les acquisitions pourrait donc avoir été perçu comme moins élevé que par le passé.

Sur la plupart des marchés, les investisseurs ont semblé satisfaits des valorisations et des perspectives de rendement. La volatilité implicite reflétée par les prix des options sur indice boursier est restée très faible. Ainsi, pour le S&P 500, elle a fluctué le plus souvent autour de 12 % en 2005 et, au début de 2006, à un niveau proche de ses creux précédents de 1995 (graphique VI.10). Sur la période examinée, son augmentation la plus sensible s'est produite à la mi-mai 2006, lorsque les marchés du monde entier ont brusquement chuté.

On relève certes des exceptions. Au Japon, le ratio cours/bénéfices s'est nettement accru au second semestre 2005, passant de 15 à 19, en raison de la vive ascension des cours. En outre, la volatilité implicite des options sur l'indice Nikkei a plus que doublé entre juin (10 % environ) et décembre 2005 (25 %), ce qui donne à penser que les incertitudes sur l'évolution future des cours des actions ont augmenté de pair avec les valorisations. Au Moyen-Orient, grâce à leurs importants revenus pétroliers, les investisseurs locaux ont porté les valorisations à des sommets spectaculaires. Même quand les cours ont chuté de quelque 40 % sur les cinq premiers mois de 2006, le ratio cours/bénéfices dépassait encore 20 en Arabie Saoudite et à Dubaï.

Hormis ces exceptions, il est difficile de savoir si l'apparente confiance des investisseurs dans les perspectives de rendement a traduit un goût accru pour le risque ou une perception de risques durablement faibles, deux facteurs qui entrent dans la mesure de la volatilité implicite. Durant la majeure partie de l'année écoulée, les estimations du goût du risque sur les marchés des actions, obtenues en comparant la distribution des rendements anticipés

Persistence d'une faible volatilité implicite...

...en raison peut-être d'un goût accru pour le risque

implicites dans les prix des options avec celle des rendements historiques, étaient relativement élevées. Toutefois, si le penchant des investisseurs pour le risque sur actions était marqué, on peut se demander pourquoi les valorisations paraissent être restées relativement faibles.

En fait, il est possible que les valorisations aient été plus élevées, en réalité, que ne l'indiquaient les ratios fondés sur les prévisions de bénéfices à court terme. En 2005, les rendements sur fonds propres et les bénéfices en pourcentage du PIB avoisinaient leurs plus hauts historiques, du moins aux États-Unis (graphique VI.11). Si la rentabilité devait rejoindre une tendance de long terme, alors les cours des actions paraîtraient élevés. Sur la base d'une moyenne mobile des bénéfices (choisie sur dix ans pour lisser la variation cyclique), le ratio cours/bénéfices des actions américaines à fin 2005 était bien supérieur à sa moyenne de long terme : il s'inscrivait à 26 environ, contre 19 pour la période 1962–2005.

Les analystes ont semblé pessimistes au sujet de la solidité des bénéfices

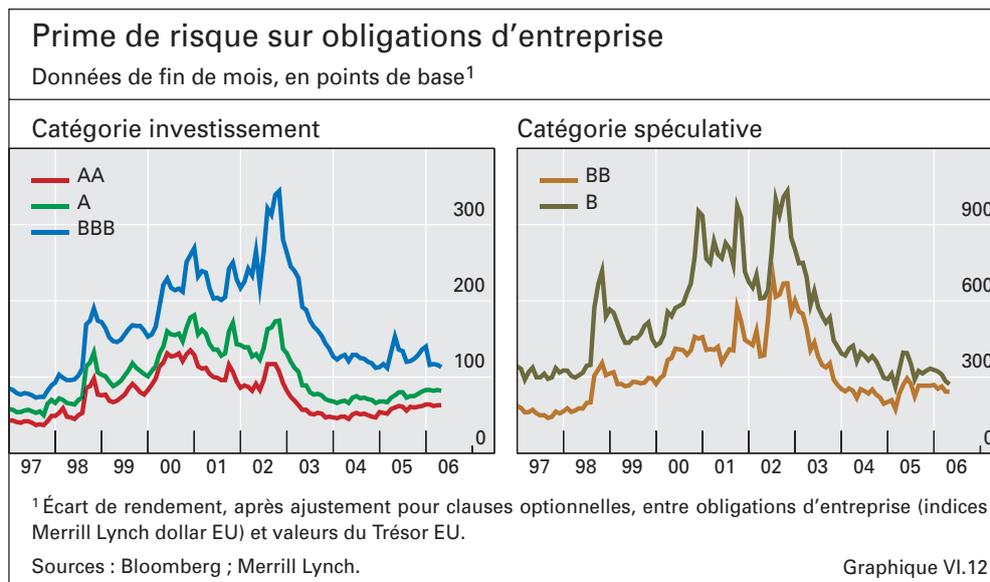
Certaines indications montrent que les analystes étaient plus sceptiques que par le passé au sujet de la durabilité de la hausse de la rentabilité à court terme. Le graphique VI.11 (cadre de droite) compare leurs prévisions d'accroissement des résultats d'exploitation à un an avec la progression effective des bénéfices des sociétés du S&P 500 sur les vingt dernières années. Les chiffres effectifs n'ont dépassé les prévisions que pour quatre années, dont trois correspondaient à la période 2003–05. En d'autres termes, leurs prévisions qui, traditionnellement, pêchaient par optimisme dénotent, depuis 2003, un pessimisme excessif. Si les investisseurs partageaient ce pessimisme, cela confirmerait les anticipations d'un retour de la rentabilité à sa tendance de long terme.

Pour l'avenir, un certain scepticisme semblerait justifié en ce qui concerne les bénéfices : les risques d'un tassement paraissent plus grands en 2006 que les années précédentes. Par exemple, la hausse des taux d'intérêt et les tensions sur les marchés du travail pourraient jouer un rôle de frein, surtout aux États-Unis et en Europe (chapitre II). Cela étant, au premier trimestre 2006, l'expansion des bénéfices a, une fois encore, dépassé les anticipations.

Résilience des marchés de la dette

En 2005 et début 2006, malgré la multiplication des rachats avec effet de levier et d'autres initiatives en faveur des actionnaires, les primes des obligations d'entreprise et des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDE) sont restées proches de leurs planchers cycliques (graphique VI.12). L'essor prolongé des marchés de la dette s'est toutefois achevé au deuxième trimestre 2005 par un repli modéré dû à une série d'annonces négatives, dont le déclassement en catégorie spéculative de Ford et General Motors. Si les primes sur obligations d'entreprise n'ont ensuite jamais retrouvé leurs valeurs antérieures, elles ne se sont pas trop élargies non plus. Pour la catégorie investissement, elles sont montées, fin 2005–début 2006, à des niveaux comparables à ceux qu'elles avaient atteints pendant le repli. Pourtant, à 83 pb à mi-mai 2006, celles des obligations en dollars EU notées A ne se trouvaient qu'à 20 pb au-dessus de leur plancher cyclique. Dans la catégorie spéculative, elles étaient inférieures

Légère hausse des primes pour les signatures de qualité



de plus de 100 pb à leur sommet de mai 2005 et ne dépassaient que de 40 pb leur creux de mars 2005.

Certaines entreprises ont dû faire face à une augmentation sensible des coûts de financement. Dans le secteur de l'automobile aux États-Unis, les constructeurs ont vu leurs difficultés s'aggraver en 2005, alors qu'ils s'efforçaient de contenir les coûts engendrés par les régimes de retraite et de santé et d'adapter leur stratégie commerciale à l'intensification de la concurrence. Après une brève amélioration mi-2005, les primes de Ford et General Motors se sont élargies en fin d'année, dépassant de beaucoup les sommets atteints lors du repli précédent. Il en a été de même pour des équipementiers américains comme Delphi et Dana, mis l'un et l'autre en faillite. En 2005, près de 5 % des entreprises cotées du secteur se sont trouvées en situation de défaut, plus que dans tout autre secteur.

Difficultés des constructeurs automobiles

Par ailleurs, les créanciers ont réévalué la dette des entreprises ciblées par des rachats avec effet de levier ou contraintes de relever leur taux d'endettement. Ainsi, mi-novembre 2005, les CDE sur Georgia-Pacific, gros exploitant forestier américain, ont fait un bond de quelque 250 pb à la suite du lancement de son offre de rachat de participations. Les investisseurs ont semblé particulièrement sensibles à l'éventualité d'émissions de signatures de catégorie investissement, par définition plus aptes que les emprunteurs de la catégorie spéculative à assurer le service d'un endettement supplémentaire.

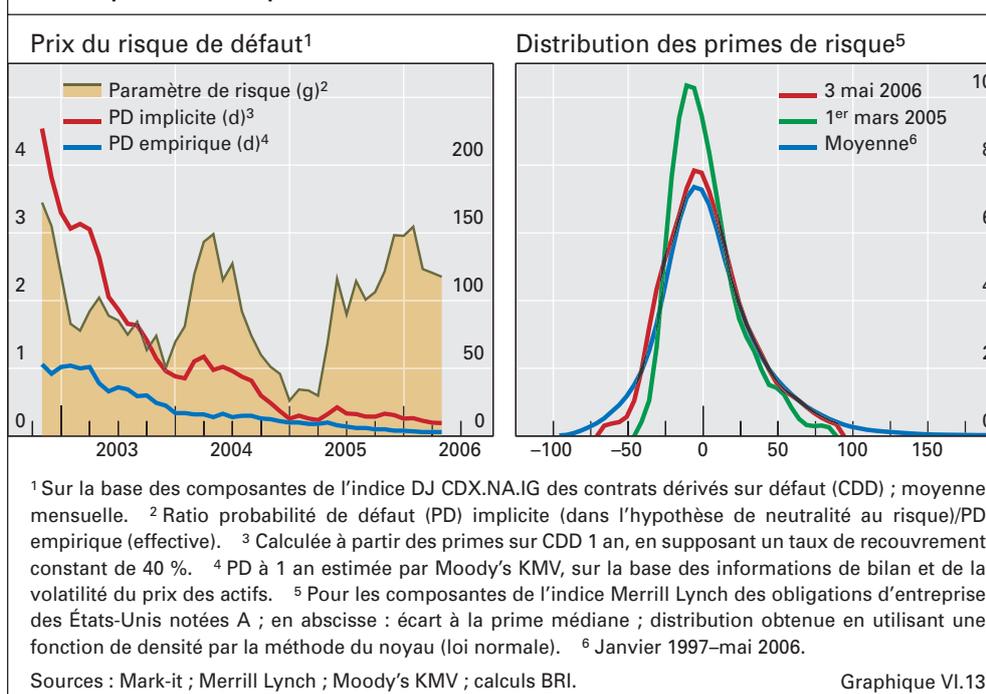
Des goûts différenciés selon les risques

C'est cette sensibilité accrue au risque circonstanciel qui explique la légère augmentation des primes des signatures de qualité. Les investisseurs ont paru préoccupés par les effets, sur les entreprises concernées, des augmentations de dividendes, rachats d'actions, fusions et rachats avec effet de levier. Pourtant, dans le même temps, ils semblent avoir été insensibles à l'incidence de ces opérations sur la solvabilité d'ensemble du secteur des entreprises.

Les investisseurs sont moins attirés par le risque circonstanciel...

Ils n'ont apparemment pas vraiment retrouvé leur goût pour le risque de crédit depuis les turbulences observées sur les marchés des obligations

Goût pour le risque sur les marchés de la dette



d'entreprise et des CDE au deuxième trimestre 2005. Le graphique VI.13 (cadre de gauche) donne, pour un échantillon d'entreprises de qualité investissement, une mesure estimée de ce goût pour le risque de crédit sur les marchés de la dette, correspondant au ratio des probabilités de défaut calculées à partir des primes par rapport aux probabilités déduites d'informations tirées des bilans. Il ressort que la rémunération exigée par les investisseurs s'est sensiblement accrue en avril et mai 2005, à partir d'un niveau exceptionnellement bas, il est vrai, et qu'elle est demeurée relativement élevée par la suite.

Des mesures de la sélectivité des investisseurs sur les marchés des obligations d'entreprise signalent une inversion de tendance analogue. Le cadre de droite du graphique VI.13 illustre la distribution des primes des entreprises notées A. En mars 2005, avant le repli, celle-ci était très restreinte, mais elle s'est accentuée depuis, pour avoisiner sa moyenne de long terme en avril 2006.

Les indicateurs représentés dans le graphique VI.13 combinent deux composantes de la prime de risque : risque systématique et risque circonstanciel. Le premier dépend essentiellement de l'évolution des conditions macroéconomiques. Le second, associé à la défaillance soudaine de l'émetteur, reflète l'aversion pour les incertitudes concernant la survenance et l'ampleur des pertes sur des positions individuelles. Sur le marché des actions, les investisseurs n'exigent généralement pas d'être rémunérés pour de tels risques idiosyncrasiques car, dans un portefeuille bien diversifié, les variabilités des actifs se compensent. Sur le marché de la dette, par contre, la rémunération de risques apparemment spécifiques à l'entreprise semble constituer une part significative de la prime. Peut-être parce que les événements qui touchent une entreprise exercent un effet de contagion, en

...même si leur goût pour le risque systématique reste inchangé

signalant une augmentation du risque de défaut dans d'autres, ou bien parce qu'un portefeuille d'obligations d'entreprise est, par nature, difficile à diversifier.

S'il n'est pas facile de faire la part de chacune des composantes dans l'estimation de la rémunération du risque, l'expérience montre que la hausse de 2005 et de début 2006 a probablement résulté davantage d'un goût moindre pour le risque circonstanciel que d'un changement d'attitude des investisseurs à l'égard du risque systématique. Premièrement, à en juger par certains indicateurs du marché des actions tels que la volatilité implicite, il ne semble pas que l'attrait pour le risque systématique ait diminué (supra). En principe, cet intérêt devrait être identique pour les différentes catégories d'actifs, puisqu'il dépend de l'évolution d'ensemble de l'économie.

Deuxièmement, les variations des primes pour les diverses catégories de note révèlent un goût différencié selon le type de risque. À mesure que la qualité d'une obligation diminue, son rendement se comporte de plus en plus comme celui d'une action. Le risque systématique entre donc pour une part plus importante dans les rendements des obligations à haut risque que dans ceux des titres de la catégorie investissement. Comme les investisseurs ont montré un goût modéré pour le risque circonstanciel et un intérêt prononcé pour le risque systématique, les obligations d'entreprise de catégorie spéculative se sont mieux comportées, l'an passé, que celles de la catégorie investissement. Au premier trimestre 2006, les primes des obligations à haut rendement se sont resserrées d'environ 40 pb, alors que celles de la catégorie investissement restaient inchangées (graphique VI.12). En outre, les signatures de qualité ont dû, à l'insistance des créanciers, inclure plus souvent, dans les contrats d'émission, des clauses visant à limiter les pertes des prêteurs initiaux en cas de rachat avec effet de levier. Dans le même temps, les sociétés de capital-investissement ont collecté des montants substantiels à des conditions favorables pour financer de telles opérations (chapitre VII).

Les primes des obligations de qualité différente ont évolué en sens opposé

Confirmation de la solidité financière des entreprises

Le goût différencié des investisseurs pour le risque selon les catégories de note reflète, en partie tout au moins, la solidité des bilans au stade actuel. Si la multiplication des mesures en faveur des actionnaires a freiné l'amélioration de la qualité du crédit en 2005, elle ne l'a toutefois pas remise en cause.

Aux États-Unis, le ratio endettement net/flux de trésorerie est tombé, l'an passé, à son plus bas niveau depuis le milieu des années 90 (graphique VI.14). Pourtant, les sociétés non financières ont fortement accru leurs emprunts, non seulement pour faire face à leurs investissements et pour disposer de fonds de roulement, mais aussi pour financer des acquisitions. Dans l'ensemble, cependant, cet endettement additionnel a été largement compensé par une progression exceptionnelle des bénéfices. De plus, les entreprises américaines ont continué à renforcer leurs réserves, à un rythme toutefois plus lent que les années précédentes.

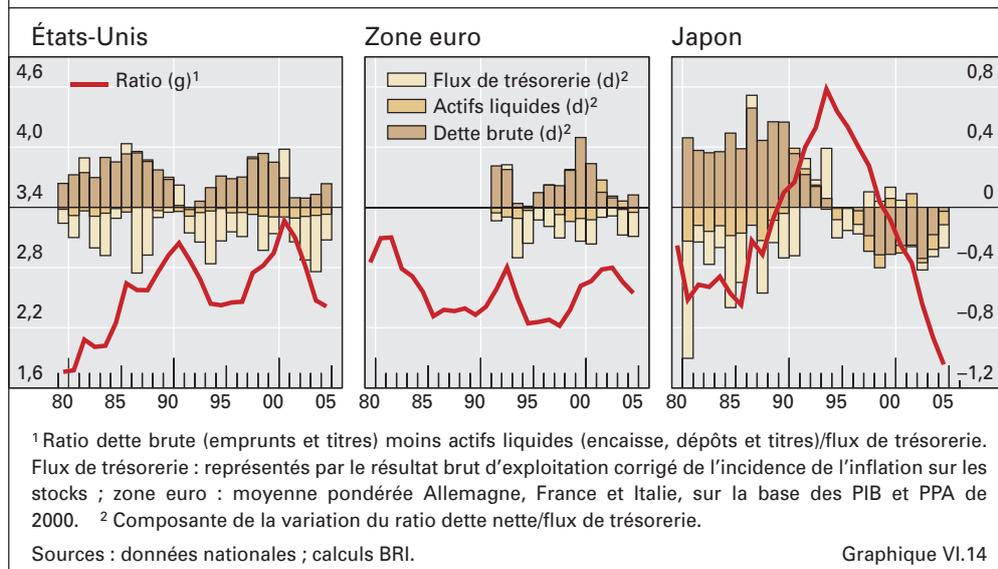
Ratios d'endettement faibles aux États-Unis et au Japon...

Les entreprises de la zone euro ont mis plus de temps que leurs homologues américaines à assainir leurs bilans ; en 2005, les taux d'endettement étaient encore proches de leurs maximums cycliques. Le ratio

...et un peu plus élevés dans la zone euro

Endettement des entreprises

Composantes de la variation du ratio dette nette/flux de trésorerie



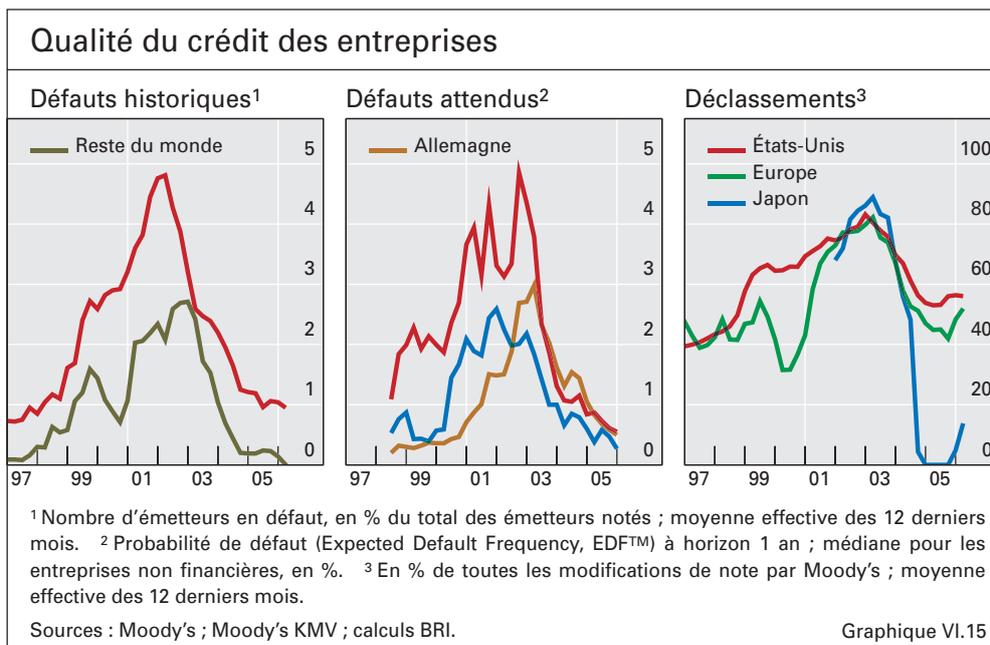
endettement net/flux de trésorerie a néanmoins diminué pour la deuxième année consécutive, grâce essentiellement, comme aux États-Unis, à l'expansion des bénéfiques. En Allemagne, les entreprises sont parvenues à accroître leurs marges, malgré le rythme de croissance modéré de l'économie, alors qu'en Italie elles ont eu du mal à les maintenir.

Au Japon, les ratios d'endettement sont revenus à leurs plus bas niveaux depuis plus de deux décennies, non pas, comme les années précédentes, par une réduction de l'endettement, mais essentiellement par une accélération de l'accroissement des bénéfiques. Ce sont les entreprises opérant au niveau national qui ont donné le ton, leurs bénéfiques ayant été stimulés par la remontée de la demande intérieure. Les remboursements de dette ont été, une fois encore, supérieurs aux emprunts, avec la marge la plus faible depuis le milieu des années 90, toutefois. De plus en plus d'entreprises ont préféré accroître leurs dépenses d'équipement ou consolider leurs réserves plutôt que de procéder à des remboursements.

Des tensions sur la qualité du crédit sont d'ores et déjà perceptibles. Comme cela a été mentionné, les entreprises intensifient leurs emprunts. De plus, en 2005, la proportion des déclassés de sociétés non financières a légèrement augmenté en pourcentage de l'ensemble des modifications de note, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe et au Japon (graphique VI.15).

Néanmoins, grâce à la bonne situation financière d'ensemble des entreprises, les intervenants pensent généralement que le retournement du cycle du crédit sera progressif. D'ailleurs, l'an passé, les taux de défaut se sont inscrits en baisse, contredisant la plupart des analystes. Sur la période de douze mois se terminant en mars 2006, le nombre de défaillances d'émetteurs notés a été le plus bas jamais enregistré depuis mi-1997 (graphique VI.15). En outre, début 2006, les anticipations de taux de défaut, estimées par

Légère
augmentation des
déclassés



Moody's KMV à partir des données de bilan et de la volatilité des cours des actions, restaient proches des minimums cycliques.

Vulnérabilité des marchés de la dette à une réévaluation des risques

Si le cycle du crédit venait à s'inverser plus rapidement qu'on ne le prévoit aujourd'hui, les conditions de financement des entreprises pourraient se détériorer rapidement. Ce serait le cas, en particulier, si l'ajustement des déséquilibres macroéconomiques actuels, parmi lesquels le déficit des paiements courants des États-Unis, entraînait un ralentissement de la croissance (chapitre II).

Même si la croissance reste soutenue, la qualité du crédit et, partant, les conditions de financement pourraient pâtir d'une remontée rapide du taux d'endettement. Dans les premiers mois de 2006, les fusions-acquisitions ont continué d'augmenter. Les rachats d'entreprises financés par l'emprunt ont encore progressé, avec davantage d'effet de levier. Par ailleurs, il est difficile de prévoir l'utilisation que les entreprises réservent aux montants substantiels qu'elles ont accumulés ces dernières années : investissement dans des projets rentables ou distribution aux actionnaires.

L'évolution du marché des instruments structurés constitue une autre source de vulnérabilité pour les conditions de crédit. Les titres adossés à des hypothèques ou à des actifs comptent désormais, sur les marchés mondiaux, parmi les segments les plus vastes et à l'expansion la plus rapide. En outre, les dernières années ont été marquées par une prolifération de nouveaux produits et une multiplication des techniques de titrisation. Toutefois, beaucoup de ces innovations ont encore à faire leurs preuves en période de ralentissement économique. Si les pertes sur ces produits dépassaient les anticipations des investisseurs, il pourrait se produire une réévaluation de la tarification du risque sur l'ensemble des marchés.

Les conditions de crédit pourraient être affectées par les déséquilibres économiques mondiaux...

...une remontée rapide de l'effet de levier...

...ou l'évolution du marché des financements structurés

Des erreurs de modélisation pourraient causer des pertes inattendues. La tarification des instruments structurés s'appuie bien davantage sur des modèles quantitatifs que celle des obligations d'entreprise. Or, ces modèles intègrent souvent des hypothèses permettant de simplifier les calculs. Si la marge d'erreur des postulats retenus peut avoir des conséquences apparemment bénignes pour les estimations de pertes attendues en présence de conditions favorables, il pourrait en être tout autrement en cas de détérioration de la conjoncture.

Des carences dans la gestion des risques pourraient aussi entraîner des pertes inattendues. Si l'on considère que les pertes anticipées sont semblables pour les obligations d'entreprise et les instruments structurés de note identique, il faut néanmoins admettre que leur ampleur et leur sévérité sont plus incertaines pour ces derniers. La concentration des expositions, par exemple, peut avoir une incidence significative sur la distribution statistique des résultats possibles. Se fier uniquement à la note, qui ne permet pas de saisir intégralement cette distribution, pourrait amener les détenteurs de ces instruments à sous-estimer les risques qu'ils encourent. La note des instruments financiers structurés varie, certes, généralement moins souvent que celle de la dette des entreprises, mais leur déclassement est plus marqué : pratiquement quatre crans en moyenne pour les titres structurés sur la période 1984–2004 selon Moody's, contre moins de deux pour les obligations d'entreprise.

L'évolution structurelle des marchés des TAH aux États-Unis...

Pour illustrer les vulnérabilités associées aux produits structurés, il suffit d'examiner le marché des titres adossés à des hypothèques (TAH) aux États-Unis. Il s'agit du segment obligataire le plus vaste au monde, avec un encours proche de \$6 000 milliards fin 2005, soit près de 50 % du PIB des États-Unis. Depuis quelques années, son expansion est essentiellement due à la titrisation de prêts hypothécaires à des signatures de moindre qualité ; l'an passé, environ 40 % des émissions de TAH étaient adossées à de tels prêts, contre 10 % à la fin des années 90. La tarification du fonds repose souvent sur la note moyenne des créances sous-jacentes. En raison de la non-linéarité de la relation entre taux de défaut et note de crédit, la probabilité de défaut associée à la note moyenne tend à sous-estimer la probabilité de défaut moyenne obtenue à partir de la distribution de l'ensemble des notes. Les pertes résultant de ces sous-estimations ne seront guère importantes si le marché immobilier résidentiel est dynamique, mais elles risquent d'être lourdes sur un marché plus atone. En conséquence, les investisseurs en TAH peuvent se trouver exposés à des pertes supérieures à leurs anticipations.

...complique la gestion des risques

Par ailleurs, alors que, jusque-là, le risque de remboursement anticipé intégré dans les TAH américains dépendait surtout des variations des taux d'intérêt, il devient, pour des catégories d'emprunteurs toujours plus nombreuses, davantage sensible à la modification de la note de l'emprunteur et à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel. Par exemple, à mesure que ces prix augmentent, le ratio emprunt/valeur diminue, de sorte qu'un emprunteur pourrait préférer se refinancer pour abaisser ses coûts. Tout cela ne fait que compliquer l'évaluation et la gestion des risques encourus par les détenteurs de TAH.

Creux historiques pour les primes des économies émergentes

Dans les économies émergentes, les prix des actifs ont enregistré des gains spectaculaires en 2005 et début 2006, même lorsque les conditions monétaires se sont resserrées dans plusieurs grands pays développés. Cet essor, amorcé en milieu d'année, a fait baisser les primes sur la dette souveraine à des creux historiques, inférieurs à ceux de 1997, avant la crise financière asiatique. Cette réduction des primes a essentiellement porté, comme ces dernières années, sur les obligations à très haut rendement.

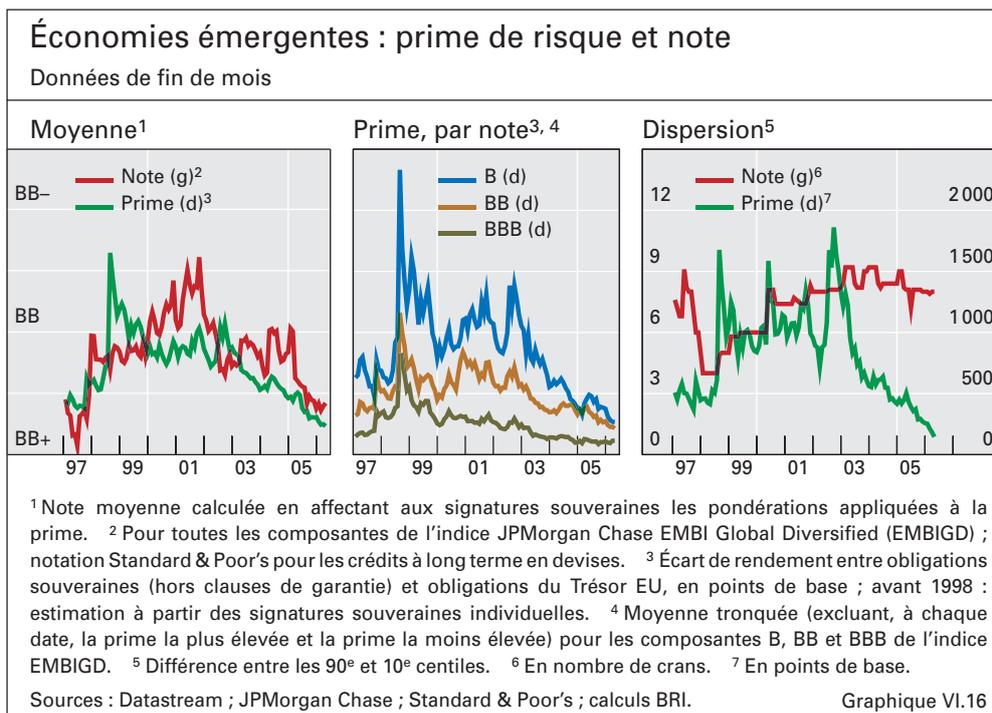
L'engouement des investisseurs pour les actifs des économies émergentes tient en partie à leur confiance dans la solidité des fondamentaux. Les positions extérieures, les systèmes financiers ainsi que les politiques budgétaires et monétaires s'améliorent depuis quelques années. La résilience de beaucoup de ces économies s'en trouve renforcée, et les risques ont diminué (chapitre III). D'ailleurs, en 2005, le ratio rehaussements/déclassements des notes souveraines par Moody's s'est établi à environ 3 pour 1.

Dans le même temps, le bas niveau des primes sur obligations n'apparaît pas entièrement justifié par les fondamentaux, mesurés par la note des signatures souveraines. L'indice mondial diversifié JPMorgan Chase EMBIGD est tombé à moins de 200 pb en mars-avril 2006, soit quelque 100 pb en deçà de son précédent creux de mi-1997, avant de remonter légèrement en mai. Pourtant, la qualité du crédit n'était pas aussi élevée qu'en 1997, en dépit d'une amélioration significative depuis 2001. Même au sein des diverses catégories de notes, les primes étaient revenues, début 2006, au-dessous de leurs creux de 1997 (graphique VI.16, cadres de gauche et du milieu).

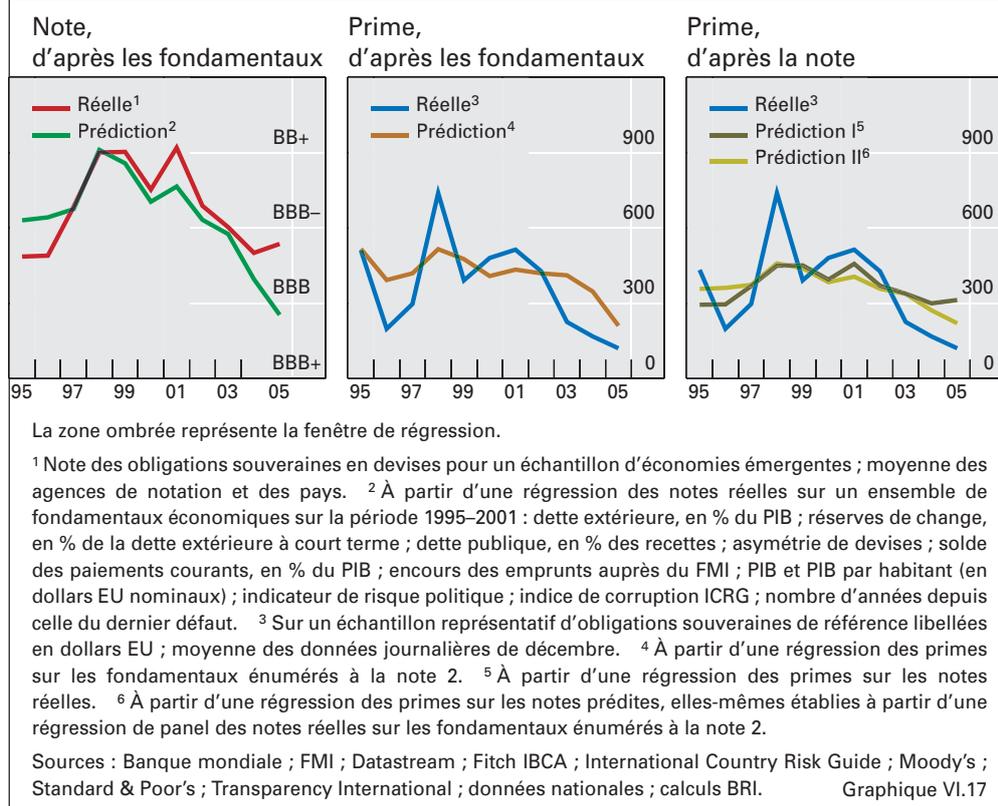
La dispersion des primes par rapport à la note indique, en outre, que la demande d'actifs des économies émergentes conduit peut-être les

La faiblesse des primes reflète l'amélioration des fondamentaux...

...et le goût des investisseurs pour le risque



Prime et note souveraines : prédiction



investisseurs à être moins sélectifs vis-à-vis des emprunteurs que dans un passé récent. Début 2006, alors que les primes sur la dette souveraine étaient plus regroupées que jamais, les notes demeuraient très dispersées, révélant ainsi, entre les emprunteurs composant l'indice, d'importantes disparités en termes de solvabilité, ce dont la distribution des primes ne rend pas compte (graphique VI.16, cadre de droite).

On peut penser, au contraire, que la divergence entre notes et primes, en termes de moyenne et de variation, est due au fait que les agences de notation ont modifié leurs critères d'appréciation. Selon diverses sources, depuis la crise asiatique, les agences accorderaient davantage de poids au risque de liquidité et à la solidité des systèmes financiers, ce qui a pu rendre la notation plus sévère. Dans ce cas, la divergence entre notes et primes ne signifie pas forcément que le marché est plus optimiste qu'auparavant dans son évaluation des fondamentaux des économies émergentes.

Certaines statistiques montrent que les critères de notation sont sans doute devenus plus sévères. Le graphique VI.17 représente la note réelle (moyenne) et la prédiction (moyenne) à partir d'une régression des notes souveraines sur une série de variables économiques, pour un échantillon relativement large d'économies émergentes. Le modèle explique assez bien la note moyenne de la dette souveraine en devises pendant la période 1995–2001. Cependant, la prédiction hors échantillon (2002–05) est généralement plus élevée que la note réelle. Le modèle indique que, en 2005, la note moyenne de la dette souveraine en devises aurait dû avoisiner BBB,

Les changements de méthodologie des agences de notation...

...peuvent masquer l'amélioration des fondamentaux

soit environ un cran de plus que le niveau réel, plus proche de BBB-. Il convient toutefois de relever que des modèles aux spécifications différentes donnent des résultats moins probants. Ainsi, en excluant de la régression les signatures ayant conservé la qualité investissement sur l'ensemble de la période 1995–2005, on n'observe plus de différence marquée entre prédiction et note réelle.

Cependant, le durcissement des critères de notation ne suffit pas, à lui seul, à expliquer l'érosion des primes de risque. Le graphique VI.17 (cadre du milieu) relie directement les primes aux fondamentaux, sans faire intervenir les notes. Pour l'ensemble des pays de l'échantillon, la prédiction pour 2002–05 dépasse – de quelque 90 pb à fin 2005 – la prime réelle moyenne. Pourtant, comme l'illustre le cadre de droite, la modification des critères d'appréciation des agences entre, au plus, pour moitié environ dans ce chiffre.

En définitive, l'analyse de l'évolution des primes des économies émergentes et leur comparaison avec les notes donnent à penser que l'amélioration des fondamentaux – au-delà, peut-être, de ce que font apparaître les notes souveraines – ainsi que le regain d'appétit pour le risque sont deux facteurs qui ont contribué à amener les primes à leurs creux actuels. Dans la mesure où, début 2006, les primes sont descendues sous les niveaux indiqués par les fondamentaux, il apparaît que les économies émergentes sont devenues plus vulnérables à une réévaluation.

VII. Système financier : analyse sectorielle

Faits marquants

Le système financier des économies industrialisées n'a pas connu de changement majeur durant la période examinée. Les résultats sont demeurés positifs pour la plupart des métiers sous l'effet de trois facteurs : hausse de la demande de crédit et d'autres services liés aux marchés des capitaux ; abondance de l'offre de liquidités ; environnement très favorable au crédit. Dans les cas où des risques se sont matérialisés, les établissements concernés ont été capables d'y faire face et les volants de fonds propres apparaissent suffisants pour amortir l'impact d'éventuelles évolutions défavorables dans le futur proche.

Les sources potentielles de vulnérabilité restent inextricablement liées aux évolutions macroéconomiques à venir et au rythme de la correction des déséquilibres financiers. Des signes laissent augurer un ralentissement dans certains types d'activité et une augmentation des risques dans d'autres. Tous les établissements restent confrontés aux risques associés à une probable remontée des taux d'intérêt à un niveau plus normal et à un possible retournement du cycle du crédit. L'exposition des banques au risque immobilier s'est accrue et l'éventualité d'un fléchissement de la progression des prêts pourrait peser sur leurs bénéficiaires.

De manière générale, les années à venir risquent d'être plus difficiles que celles qui viennent de s'écouler. Il importe donc de bien gérer les risques et de se préparer à réagir à des sources de tensions, prévues ou non. Du point de vue du système financier dans son ensemble, la gestion des risques dépend étroitement de la qualité des informations dont disposent les acteurs des marchés sur la situation financière de leurs homologues et contreparties. Une relation harmonieuse entre normes de communication financière, pratiques de gestion du risque financier dans les entreprises et cadre prudentiel peut renforcer la solidité du système financier. La dernière partie du présent chapitre traite ces questions plus en détail.

Résultats

Les résultats généralement positifs des institutions financières se sont confirmés. À de rares exceptions près, leur rentabilité est demeurée élevée et les secteurs confrontés à des conditions défavorables ont été capables d'y faire face sans tensions excessives. Des pressions concurrentielles toujours plus vives ont cependant entraîné une nouvelle compression des marges, compensée par une augmentation rapide des volumes d'activité – qu'une évolution défavorable de l'environnement macroéconomique pourrait toutefois remettre en question.

Banques commerciales

Les banques ont enregistré de bons résultats dans la plupart des régions, confirmant la tendance des dernières années. La marge d'intérêts a continué de rétrécir sous l'effet de la concurrence et de l'aplatissement de la courbe des rendements, surtout aux États-Unis. L'augmentation des revenus d'intérêts s'explique donc par l'expansion rapide du crédit. Le rendement de l'actif a peu évolué : les charges d'exploitation ont diminué et les dotations aux provisions ont été très faibles, tandis que les revenus de commissions sont demeurés stables (tableau VII.1).

Importants
bénéfices malgré
une baisse de la
marge d'intérêts

Les banques des États-Unis ont enregistré des bénéfiques records en 2005, leurs taux de rentabilité (sur actif et sur fonds propres) ayant atteint des niveaux à peine inférieurs à leur sommet historique de 2003. Les résultats des grandes banques européennes ont également été très bons, même s'il est difficile de comparer les chiffres de 2005 avec ceux des années antérieures en raison de l'adoption des normes internationales d'information financière IFRS. Le passage aux nouvelles règles comptables a modifié les chiffres déclarés (notamment marge d'intérêts, créances compromises et fonds propres), mais il n'a pas entraîné de variation excessive dans les états financiers.

L'activité de détail est demeurée essentielle à la rentabilité des banques. Dans de nombreux pays, l'expansion du crédit a été dominée par les prêts immobiliers. En Espagne et en France, le rythme rapide auquel ont été octroyés les crédits hypothécaires a accru les revenus des banques dans le contexte d'un marché de l'immobilier résidentiel en forte hausse. En outre, la gestion d'actifs et la vente de produits de retraite et d'assurance ont contribué

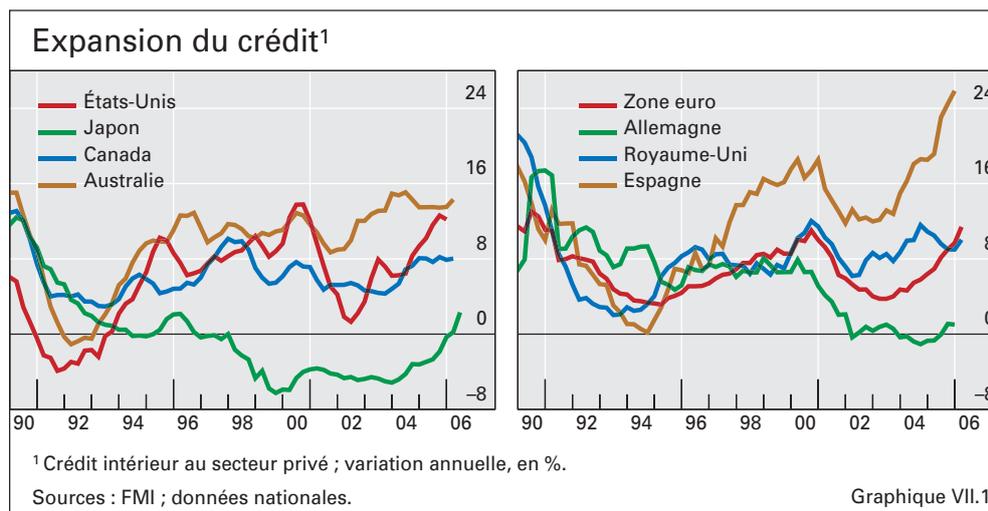
Expansion de la
banque de détail

Grandes banques : rentabilité ¹													
En % du total de l'actif moyen													
		Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêts			Charges d'exploitation		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
États-Unis	(12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canada	(5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japon ²	(15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australie	(4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Royaume-Uni ³	(9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Suisse ^{3, 4}	(5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Suède ³	(4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Autriche ³	(3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Allemagne ^{3, 4}	(9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
France ^{3, 4}	(7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italie ³	(6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Pays-Bas ^{3, 4}	(4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Espagne ^{3, 4}	(5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. ² 2005 : ratios annualisés calculés sur la base des rapports des banques à mi-exercice. ³ 2005 : chiffres établis selon les normes IFRS. ⁴ 2005 : chiffres préliminaires.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



aux revenus de commissions. La progression des opérations de détail ne semble pas près de se démentir et pourrait bien se poursuivre dans les pays, comme l'Italie, où le taux d'endettement des ménages reste peu élevé.

Progression de la demande de crédit

Le crédit a progressé à un rythme variable selon les pays, comme le montre le graphique VII.1. On a observé une certaine amélioration dans les pays où son expansion était faible et un léger ralentissement ailleurs, notamment en Australie, au Canada et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la vive croissance globale (11 %) masque d'importantes différences selon les États membres. Les concours bancaires sont restés pratiquement inchangés en Allemagne, mais, en Espagne, leur accélération a été si forte que la collecte de dépôts en a difficilement assuré le financement ; les banques espagnoles ont connu une croissance soutenue chez elles et en Amérique latine. Le crédit aux entreprises s'est développé des deux côtés de l'Atlantique. Les conditions d'octroi se sont assouplies pour les entreprises et sont demeurées quasiment identiques pour les ménages. Aux États-Unis, le crédit aux entreprises a progressé au même rythme que les prêts immobiliers, tandis que les crédits à la consommation se sont ralentis.

Faible coût du crédit

En ce qui concerne les coûts, les banques ont continué de tirer profit des restructurations et rationalisations passées, tandis que l'environnement favorable au crédit a permis de réduire encore le ratio de prêts non productifs, surtout pour le crédit aux entreprises et les prêts immobiliers. Par conséquent, les provisions pour pertes sur prêts sont tombées à des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays où les banques n'ont pas connu d'incident de crédit majeur. Ainsi, aucune faillite bancaire n'a été recensée aux États-Unis depuis 2004, ce qui n'était pas arrivé sur une aussi longue période depuis plus de soixante-dix ans. En diversifiant leurs implantations géographiques et leurs métiers, les établissements ont mieux surmonté des défis aussi variés que catastrophes naturelles, poursuites judiciaires et aplatissement de la courbe des rendements. Aux États-Unis, les pertes sur prêts ont surtout concerné les crédits à la consommation, notamment sur cartes de crédit. La modification de la législation sur la faillite n'explique qu'une partie de l'augmentation spectaculaire des cas de faillite personnelle enregistrés fin 2005, car la situation financière des ménages est généralement

tendue. Au Royaume-Uni, le cycle du crédit semble s'être déjà inversé. La hausse des taux d'intérêt et des tarifs des services collectifs, conjuguée au ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel, a pesé sur les consommateurs britanniques, très endettés. Le nombre de faillites personnelles s'est accru et, avec lui, les créances en souffrance et les provisions au titre des crédits à la consommation, y compris sur cartes de crédit. Cependant, la bonne rentabilité des banques du pays, leur maîtrise des coûts et leur diversification devraient leur permettre de faire face à toute détérioration éventuelle.

Au Japon, la baisse du coût du crédit a revigoré les établissements financiers. Avec les meilleurs résultats de leur histoire récente, ils ont mis fin à plus de dix années d'atonie. La réduction des pertes sur prêts a permis un résultat largement positif. L'amélioration de la situation des entreprises a également réduit le problème des prêts non productifs, dont le ratio au total de l'actif a continué de diminuer pour les grandes banques. Les bénéfices non distribués leur ont aussi permis d'accroître la qualité de leurs fonds propres, la part des capitaux publics dans les fonds propres de base étant revenue au-dessous de 20 %. Ce retour à la rentabilité a été favorisé par les plus-values non matérialisées sur les portefeuilles d'actions, qui devraient compenser d'éventuelles pertes sur les portefeuilles obligataires en cas de hausse des taux d'intérêt (chapitre IV). Enfin et surtout, la reprise économique générale laisse augurer un redémarrage des bénéfices sur les prêts, dont le rythme de croissance est positif pour la première fois depuis 1994.

Renforcement des bilans au Japon

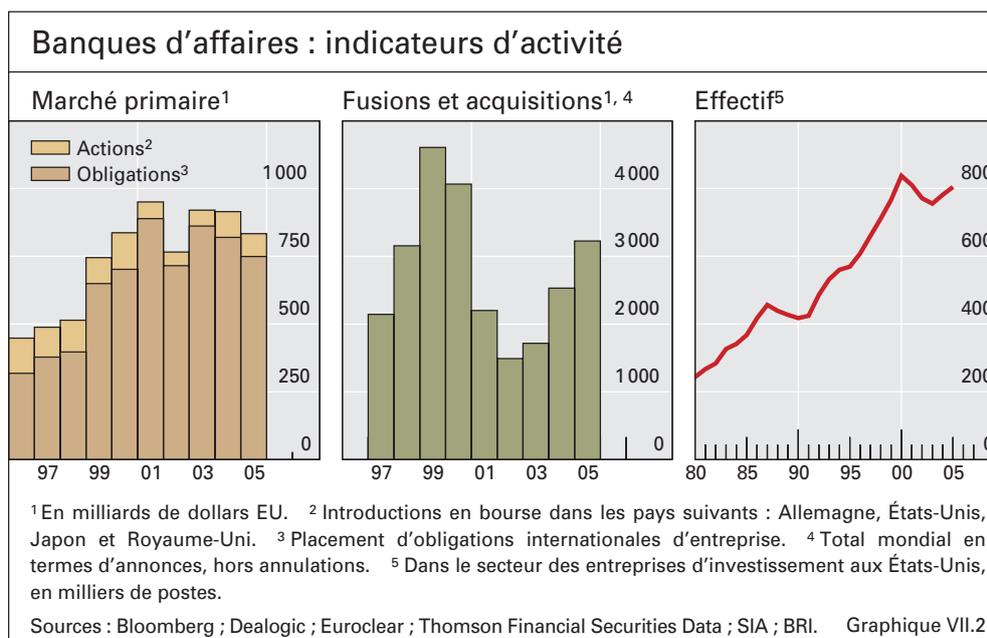
La recherche de la croissance par le biais des activités de détail ainsi que les perspectives d'économies d'échelle ont maintenu l'attrait de la concentration au sein du secteur bancaire. Aux États-Unis, la précédente vague de concentration entre grands établissements a laissé un potentiel d'opérations de moindre envergure, visant à une meilleure diversification géographique. En Europe, le phénomène a été plus varié. En Allemagne et en France, l'intégration aux réseaux coopératifs de petites banques de détail domestiques s'est poursuivie. La nouveauté provient d'importants regroupements transfrontières. Les banques italiennes en ont souvent été les principaux acteurs, en tant que cibles ou acquéreurs, mais plusieurs opérations ont concerné des établissements à la périphérie de la zone euro.

Concentration en Europe

Banques d'affaires

Les banques d'affaires ont enregistré des résultats exceptionnels. Leur rentabilité sur fonds propres s'est située dans une fourchette de 15–30 % du fait de bénéfices très élevés dans toute une série de lignes de métier. Outre les revenus de leurs activités traditionnelles, de nombreux établissements sont parvenus à générer d'importants bénéfices sur des opérations de négoce. Du côté des activités traditionnelles, les fusions-acquisitions ont contribué à la fois à l'activité de conseil et au placement des obligations finançant ces opérations (graphique VII.2 ; voir aussi le chapitre VI). Les analystes pensent que ce dynamisme se poursuivra étant donné le niveau des bénéfices des entreprises et le nombre de projets en préparation, dans lesquels la taille et la tolérance pour l'effet de levier semblent augmenter.

Les fusions-acquisitions stimulent les bénéfices



Expansion du secteur

Les commissions sur les services de placement et de conseil en fusions-acquisitions ont surtout bénéficié aux grandes banques d'affaires. Ces établissements ont aussi davantage recouru au financement par pensions que les années précédentes. Ils se sont procuré de nouvelles sources de revenus importantes en se livrant au négoce sur produits de base et énergie ainsi qu'en s'engageant dans des activités de capital-investissement. Les banques d'affaires ont également enregistré des bénéfices sur d'autres types d'opérations, notamment le placement de produits de crédit et les services de courtage aux fonds spéculatifs. Alors qu'il réduisait ses effectifs au début de la décennie, le secteur, actuellement en pleine expansion, recrute activement.

Fonds spéculatifs

Après une expansion rapide durant la première moitié de la décennie, les fonds spéculatifs ont connu un repli l'an dernier : les résultats financiers se sont dégradés et les placements ont ralenti. En réponse à l'attention des investisseurs institutionnels, leur cadre opérationnel a de nouveau été modifié.

Résultats en baisse...

Les résultats ont baissé pour tous les profils de fonds en 2005, ce qui traduit sans doute l'encombrement croissant du secteur, de nombreux gestionnaires cherchant à exploiter une gamme limitée d'opportunités de placement rentables (graphique VII.3). Cet encombrement semble confirmé par la réduction de la fourchette des résultats selon les profils.

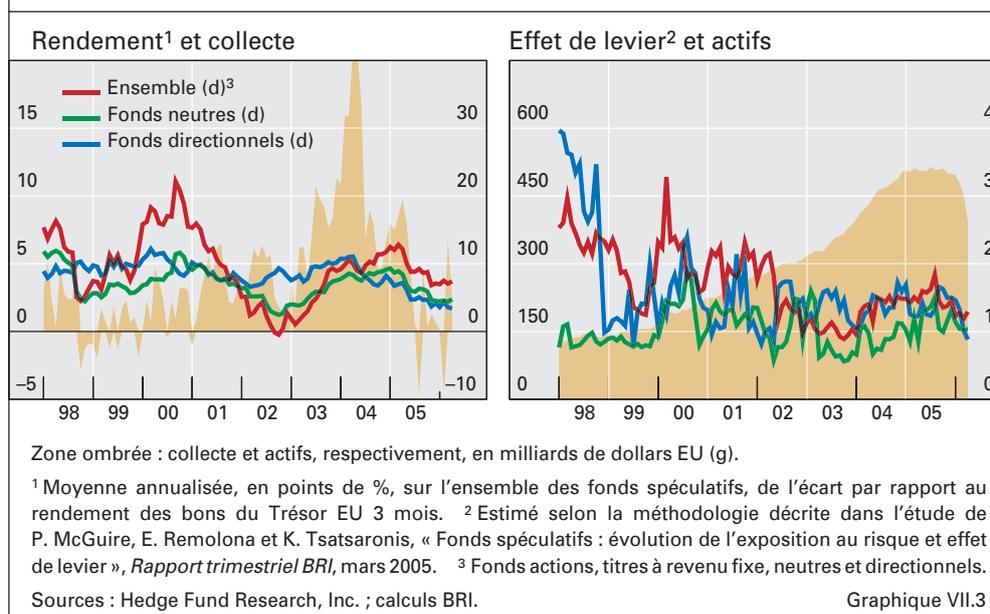
...ralentissement des apports de fonds...

La faiblesse de ces résultats a découragé les investisseurs, comme le montre la baisse de la collecte. En 2005, le secteur a connu des sorties nettes pendant plusieurs mois, pour la première fois depuis l'épisode LTCM. Son expansion s'est ralentie avec la diminution du nombre de fonds créés en remplacement d'anciens.

...et profil plus conventionnel

Malgré la baisse des résultats, des signes de plus en plus nombreux font penser que les fonds spéculatifs sont devenus une forme de placement

Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier



acceptable pour les grands investisseurs institutionnels. Les liens avec des sociétés bien établies dans la gestion d'actifs ou la banque privée ont continué de se renforcer : ces sociétés incluent souvent des placements en fonds spéculatifs dans la palette de produits qu'elles proposent à leur clientèle ; dans de nombreux cas, elles ont directement acheté des fonds de fonds. Le rétrécissement de la plage de volatilité des rendements des différents fonds, ces dernières années, s'explique par les apports des investisseurs institutionnels, qui ont des exigences plus élevées en matière de gestion des risques, de déclaration et de constance dans la stratégie de placement.

Capital-investissement

Ces dernières années, les fonds de capital-investissement ont enregistré une forte croissance, qui s'est manifestée dans la collecte de fonds et dans leur contribution à des prises de participation. Ce renouveau tient principalement à la déception des investisseurs en bourse après l'explosion de la bulle technologique, à la faiblesse des rendements et à l'abondance des liquidités. Simultanément, cet essor a suscité des préoccupations quant à ses possibles implications pour la stabilité financière, étant donné le rôle important de l'effet de levier dans les stratégies de capital-investissement.

Les fonds de capital-investissement sont spécialisés dans le financement de fonds propres d'entreprises à haut risque et pour lesquelles l'information est une ressource essentielle. Il existe deux grands types de fonds. Les premiers procurent des financements à des sociétés n'ayant pas accès à la bourse, comme de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance mais sans véritable palmarès, ou des entreprises de taille moyenne ayant besoin de fonds pour surmonter une crise financière, modifier la structure de leur capital ou acquérir une société. Les seconds sont spécialisés dans le rachat de

Les structures
de capital-
investissement...

sociétés faisant un appel public à l'épargne, qu'ils retirent ensuite de la cote. Habituellement, ces rachats sont financés en partie par endettement, ce qui fait notablement augmenter l'effet de levier dans le bilan de la société rachetée. Les avantages financiers de ces opérations sont les dividendes, à moyen terme, et, *in fine*, le revenu procuré par la revente de la société, soit de gré à gré, soit par introduction en bourse.

...récompensent la prise de risque

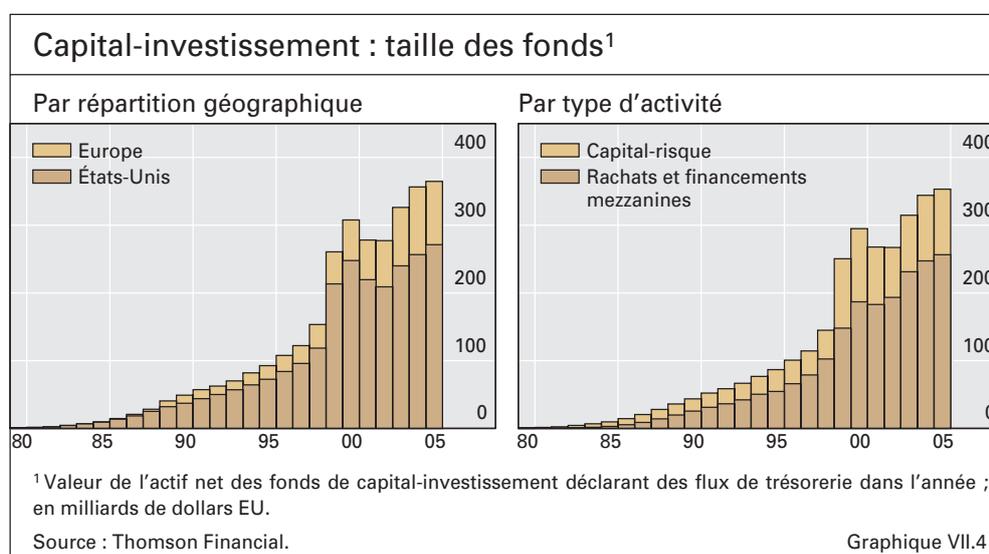
Les fonds de capital-investissement sont des regroupements d'investisseurs agissant comme partenaires, dont la responsabilité est limitée et dont le système d'incitation ressemble à celui d'autres structures de placement à la stratégie audacieuse, tels les fonds spéculatifs. La stratégie de ces fonds accorde une grande importance au sens de la finance, aux compétences en gestion et à l'esprit d'entreprise, puisque les partenaires participent activement à la gestion des sociétés dans lesquelles le fonds investit. Le talent est rémunéré par de généreuses commissions, un salaire lié à la performance et la perspective de partager avec les autres investisseurs un objectif élevé de taux de rendement interne sur les actifs placés. Ces fonds lèvent des capitaux auprès de particuliers fortunés et de divers investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et d'assurance ainsi que d'autres sociétés, financières ou non.

Essor récent de l'activité...

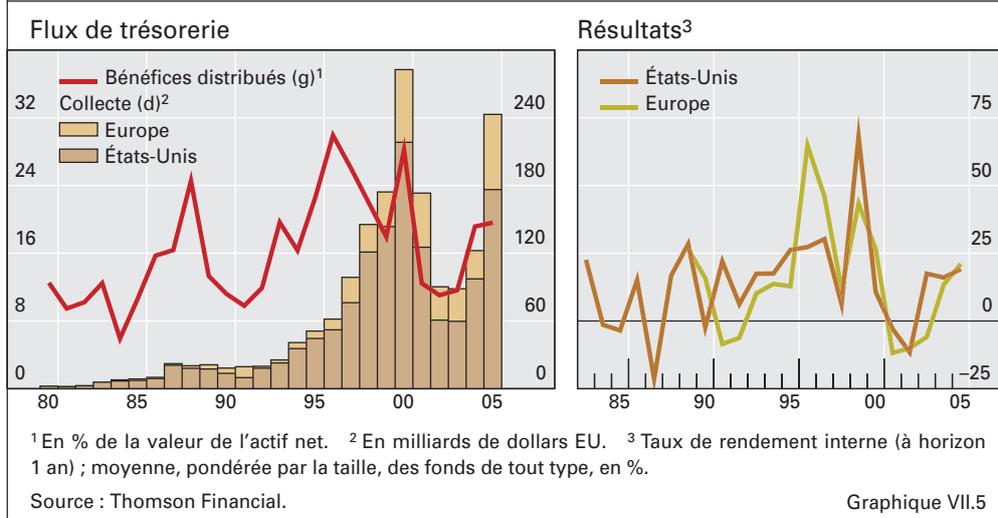
Le secteur s'est fortement développé depuis la fin des années 90. Pendant le boum technologique, toutes les catégories de fonds ont connu une expansion rapide des actifs sous gestion ; ensuite, cette tendance s'est un peu ralentie, avant de reprendre en 2003 (graphique VII.4). Si la majorité des fonds se trouvent aux États-Unis, ceux d'Europe ont connu la plus vive progression dernièrement. Ce sont les fonds de rachat d'entreprises qui détiennent traditionnellement la majorité des actifs du secteur ; après avoir légèrement diminué autour du pic de la bulle internet, leur part est remontée avec la reprise récente des fusions-acquisitions (chapitre VI).

...de la collecte de fonds...

Ces deux dernières années, le total des capitaux levés par ces fonds a fortement augmenté. En 2005, il a atteint \$240 milliards, niveau qui n'a été dépassé qu'en 2000, au plus fort du boum du secteur technologique



Capital-investissement : flux de trésorerie et résultats

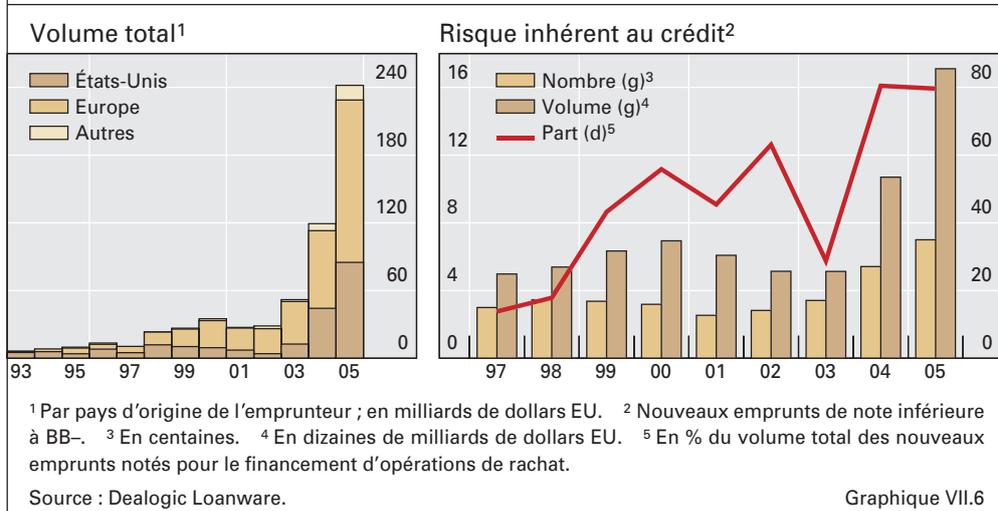


(graphique VII.5, cadre de gauche). La rémunération des investisseurs, quoiqu'un peu plus volatile, a suivi une évolution semblable. Certaines informations montrent toutefois que les fonds pourraient actuellement accélérer la distribution des bénéfices aux investisseurs et aux partenaires, au lieu de la retarder jusqu'à la cession finale des actifs. Le niveau élevé du rendement moyen des fonds explique l'intérêt qu'ils suscitent parmi les investisseurs, malgré la volatilité des résultats et le relatif manque de liquidité du placement (graphique VII.5, cadre de droite).

Les cycles d'activité des fonds de capital-investissement sont liés à la disponibilité et au coût des financements, ainsi qu'aux tendances générales des bilans des entreprises. Les rachats avec effet de levier sont favorisés par de faibles taux d'intérêt et ont normalement pour cibles des sociétés dont le rendement des actions est faible en raison d'une structure du capital conservatrice. Dans le passé, les périodes de pointe pour les rachats avec effet de levier ont coïncidé avec des innovations sur le marché, comme l'essor des

...et des financements liés aux rachats avec effet de levier

Rachats à effet de levier : volume emprunté et degré de risque



obligations à haut risque à la fin de la décennie 80 et le boum du capital-risque dans les technologies internet à la fin des années 90. Dans le cycle actuel, la faiblesse des coûts de financement et une plus grande tolérance pour le risque et l'effet de levier semblent aussi jouer un rôle important. Parmi les crédits consortiaux internationaux, les facilités en faveur de rachats avec effet de levier ont connu une expansion impressionnante : en 2005, leur volume a dépassé \$240 milliards ; elles étaient en majorité consenties à des emprunteurs européens (graphique VII.6). La baisse de la qualité du crédit de ces facilités a été tout aussi forte : il s'agit, pour environ 80 %, d'emprunts à haut rendement, soit six fois la proportion enregistrée pour l'ensemble du marché des crédits consortiaux.

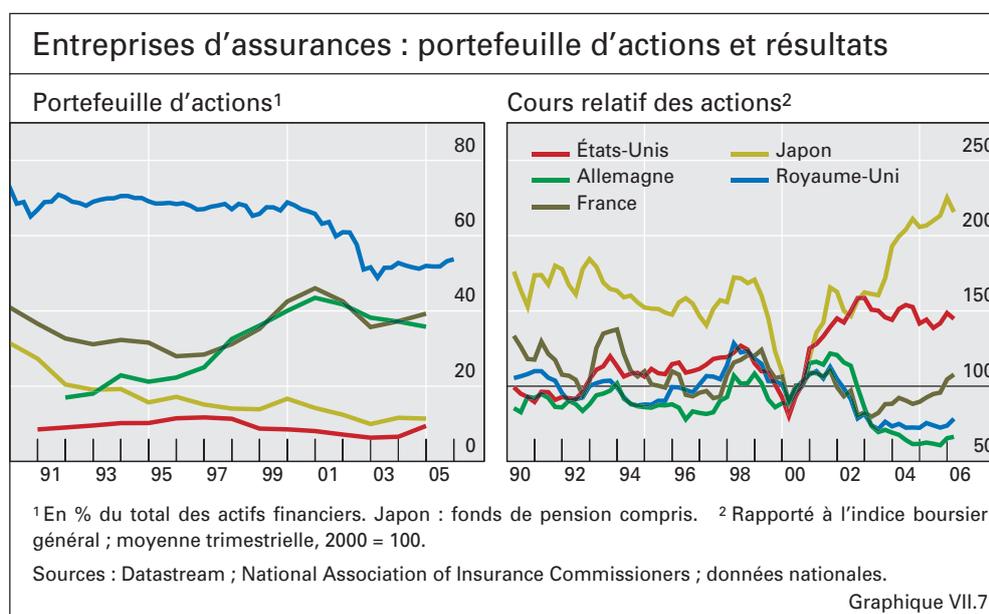
Entreprises d'assurances

Les résultats de l'assurance vie ont profité des conditions favorables sur le marché financier. En revanche, pour les secteurs non-vie et la réassurance, 2005 a été l'année la plus onéreuse, essentiellement du fait d'importants sinistres causés par des catastrophes naturelles.

La situation financière des entreprises d'assurance vie a continué de s'améliorer. La bonne tenue des marchés des actions a accru les résultats des placements et permis d'étoffer les volants de fonds propres (graphique VII.7). Au Japon, la marge de solvabilité s'est élargie : les primes ont augmenté, les résiliations de polices ont diminué et la hausse des actions a entraîné des plus-values non matérialisées. Les produits en unités de compte avec participation aux bénéficiaires se sont répandus au Royaume-Uni et en France en raison des meilleures perspectives de gains boursiers. Cependant, la faiblesse des taux d'intérêt à long terme a encore pesé sur certains assureurs européens, qui s'étaient engagés sur des produits à taux de rendement garanti élevés, de sorte que les tensions sur la solvabilité n'ont pas entièrement disparu.

Dans la branche vie, une intense concurrence, une meilleure capitalisation et la recherche de l'efficacité opérationnelle ont favorisé la concentration. En

Vigueur non démentie de l'assurance vie



Europe, cette tendance a pris essentiellement la forme de fusions–acquisitions de faible ampleur, ces deux dernières années. Aux États-Unis, en revanche, les grands groupes financiers et non financiers ont filialisé leur activité d'assurance vie ou l'ont cédée à d'autres assureurs.

Dans cette branche, la lenteur avec laquelle les bilans tiennent compte des projections annonçant une augmentation de la longévité pourrait poser problème. En outre, les mécanismes de transfert de risque doivent encore être développés : la demande d'obligations liées à la longévité reste limitée, de même que la capacité du secteur de la réassurance à couvrir ce risque.

La branche non-vie a dû indemniser un nombre record de sinistres en 2005 – environ deux fois plus qu'en 2004. La majorité des pertes assurées dans le monde ont été causées par trois ouragans aux Caraïbes. Du fait de ces catastrophes, les assureurs multirisques américains ont enregistré les pertes les plus importantes (rapportées à la taille du secteur) depuis le tremblement de terre de San Francisco en 1906. Malgré la baisse des bénéfices techniques sur les contrats souscrits qui en a résulté, ils ont bien résisté, aidés par l'augmentation des revenus sur leurs placements et le transfert de risque vers la réassurance.

La branche non-vie est confrontée à un nombre record de sinistres...

Le niveau élevé des revenus des placements ainsi qu'une diversification satisfaisante ont permis à la plupart des réassureurs de faire face au gros volume d'indemnisations l'an dernier. Cependant, plusieurs réassureurs spécialisés des Bermudes ont subi une détérioration de leurs fonds propres et leur note a été abaissée. L'élévation tendancielle des pertes assurées (en raison de la gravité des tempêtes, de la plus forte densité de population et de la hausse des prix de l'immobilier dans les zones côtières) constitue une difficulté permanente pour le secteur.

...mais résiste bien

En Europe, des changements du cadre institutionnel placent les entreprises d'assurances devant plusieurs défis. Le projet Solvabilité II continue de progresser grâce à des discussions actives entre les autorités et la profession. Il vise à renforcer la gestion des risques dans le secteur. La mise en œuvre de ce nouveau cadre réglementaire concernant les exigences de solvabilité applicables aux entreprises d'assurances européennes devra être reliée à celle des modifications proposées des normes de communication financière. Les normes comptables IASB ont commencé d'être appliquées en Europe en 2005 et il est encore trop tôt pour juger de leur impact. Au stade actuel de leur mise en œuvre, elles risquent d'entraîner une certaine variabilité des bénéfices, étant donné que la comptabilisation à la juste valeur sera étendue à d'autres actifs, alors que les passifs conserveront la méthode de comptabilisation antérieure. En prévision de l'extension possible aux passifs du principe de la juste valeur, les entreprises d'assurances s'efforcent de faire concorder leurs actifs et passifs en augmentant leurs placements en obligations à long terme et en réduisant leur exposition aux actions (chapitre VI).

Défis de la réglementation européenne

Fonds de pension

Ces dernières années, une série d'évolutions concernant les systèmes de retraite d'entreprise ont retenu l'attention des analystes et des autorités de

Sous-capitalisation

réglementation. Les niveaux de financement ont diminué en raison de la faiblesse générale des rendements au début des années 2000. Les mauvais résultats des portefeuilles d'actifs ont été aggravés par le fait que le bas niveau des taux d'actualisation a gonflé la valeur des passifs. En outre, nombre d'entreprises, profitant du contexte très propice aux placements durant la deuxième moitié des années 90, avaient abaissé les cotisations en se fiant à des extrapolations optimistes prévoyant des taux de rendement très élevés.

Des modifications
du cadre
réglementaire...

Diverses modifications importantes du cadre institutionnel régissant les retraites professionnelles devraient avoir une influence durable sur le profil et la stratégie d'investissement des fonds. Dans plusieurs juridictions, de nouvelles réglementations en cours d'application réduisent le niveau de sous-capitalisation du fonds au-dessous duquel l'entreprise est tenue d'augmenter les cotisations. En outre, de nouvelles normes comptables étendent l'évaluation à la valeur de marché actuelle des actifs et passifs liés aux prestations postérieures à l'emploi. Cela réduit la liberté de l'entreprise d'utiliser des projections pour le rendement des actifs et de lisser dans le temps les taux d'actualisation des passifs.

...pourraient
influencer
la composition
des actifs...

Ces changements ont immédiatement renforcé la prise de conscience, de la part des entreprises et de leurs actionnaires, de l'ampleur des problèmes liés aux passifs de retraite non capitalisés. Les nouvelles normes comptables insistent sur l'importance d'une saine gestion des risques liés à ces passifs et devraient rendre plus transparents les liens entre résultats du fonds de pension et bénéfices de l'entreprise. Elles semblent avoir également influencé les décisions de placement. Les fonds acquièrent de plus en plus des obligations à moyen et long terme afin de se protéger contre la variabilité des passifs de retraite résultant des fluctuations des taux d'intérêt (chapitre VI).

...et la structure
des fonds

Ces changements structurels vont sans doute accélérer l'abandon des régimes à prestations définies et le passage à des régimes à cotisations définies, observé déjà depuis quelque temps dans de nombreux pays. Cela amène à s'interroger, d'abord, sur les conséquences de cette évolution pour la demande des diverses catégories d'actifs et la dynamique du marché et, plus généralement, sur la modification possible des schémas de financement dans l'économie et des types de placements privilégiés par les marchés.

Sources de vulnérabilité

Les principales sources de vulnérabilité pour l'avenir tiennent à la rapidité avec laquelle le contexte actuel de liquidités abondantes pourrait changer. Une correction pourrait avoir des répercussions sur la soutenabilité des bilans des ménages et des entreprises si elle entraînait des variations brutales des prix des actifs, pouvant à leur tour affecter la solidité des institutions financières.

Sources potentielles de pressions sur la rentabilité des banques

Baisse tendancielle
de la marge
d'intérêts

Le niveau constamment élevé de la rentabilité globale des banques ces dernières années, en présence de liquidités abondantes et d'un environnement économique favorable, soulève la question de sa viabilité à long terme, surtout si l'on tient compte d'éventuels relèvements des taux d'intérêt ou de

conditions moins favorables sur les marchés financiers. Dans les prochaines années, l'évolution de la marge d'intérêts et du risque de crédit produira sans doute davantage d'incertitude sur les résultats des banques. Depuis les années 90, la marge d'intérêts baisse dans de nombreux pays, en partie du fait de l'intensification des pressions concurrentielles. Simultanément, les revenus de commissions s'accroissent, grâce au développement des activités de détail. Outre ces tendances longues, les composantes des bénéfices des banques fluctuent en fonction des variations cycliques des revenus et du crédit ainsi que de l'environnement de taux d'intérêt.

Les relations historiques entre composantes de la rentabilité des banques et grands indicateurs macroéconomiques peuvent aider à cerner les risques que l'évolution économique future peut représenter pour les bénéfices des banques (tableau VII.2). En général, la marge d'intérêts réagit positivement à une hausse des taux et à une pentification de la courbe des rendements, car les taux pratiqués par les banques sur leurs prêts s'ajustent plus rapidement que ceux appliqués à leurs passifs (tableau VII.2). La marge des banques d'Amérique du Nord et du Royaume-Uni semble moins sensible aux variations de la pente des taux que celle de leurs homologues d'Europe continentale. Cela pourrait s'expliquer par la plus forte concurrence qui existe en Amérique du Nord sur les produits bancaires traditionnels et par la prépondérance des prêts à taux variable au Royaume-Uni. Une augmentation des taux et un ralentissement de l'activité économique sont associés à des coûts de crédit plus élevés, en général avec un certain retard (tableau VII.2).

Ces tendances pourraient servir de base pour examiner l'effet potentiel des évolutions macroéconomiques probables sur les bénéfices des banques dans les années à venir. Une hausse des taux d'intérêt renforcera sans doute la marge d'intérêts, surtout en Europe continentale, et un aplatissement de la courbe des rendements aura l'effet inverse. Dans le même temps, toutefois,

La hausse des taux d'intérêt étouffe la marge d'intérêts...

...mais fait aussi augmenter les provisions

Sensibilité du revenu à la situation conjoncturelle ^{1, 2}							
	Marge d'intérêts			Revenus de commissions ³	Provisions pour pertes sur prêts ³		
	Pente des taux ⁴	Taux à 1 mois	Croissance du PIB	Volume du négoce sur actions/PIB	Taux à 1 mois ⁵	Croissance du PIB ⁵	Rendement des fonds propres
États-Unis (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Royaume-Uni (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Allemagne (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
France (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Les coefficients représentent la variation du revenu correspondant, en points de base, pour toute variation de 1 point de % de la variable considérée ; * et ** : statistiquement significatif au seuil de 10 % et 5 % respectivement.

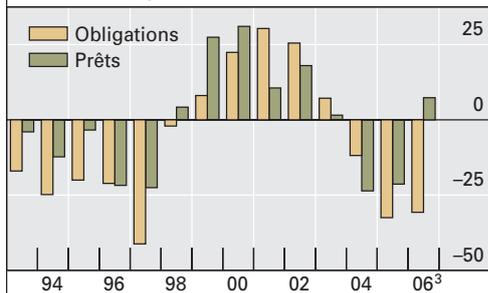
¹ Entre parenthèses : nombre des grandes banques de l'échantillon. ² Régression de panel avec effets fixes sur une constante, un ratio prêts/actifs spécifique à chaque banque et les variables macroéconomiques indiquées. Période échantillon : 1990/91 à 2004/05 (exercices). Variables macroéconomiques : moyenne annuelle. ³ Normalisé(e)s par le total des actifs. ⁴ Rendement de référence 10 ans moins rendement 1 mois. ⁵ Avec décalage de 1 an.

Sources : Fitch Ratings ; données nationales ; calculs BRI.

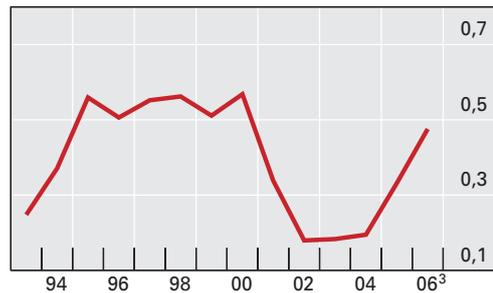
Tableau VII.2

Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque

Erreur moyenne de tarification¹



Sensibilité relative de la tarification²



¹ Moyenne, pondérée en fonction du montant des facilités, des écarts (en points de base) entre primes du marché (sur obligations ou crédits) et primes implicites dans un modèle intégrant taux d'intérêt à court terme, notation, échéance résiduelle, garanties, sûretés, risque de change et montant. Une valeur négative indique que les primes du marché sont inférieures à celles du modèle. ² Sensibilité relative variable dans le temps de la tarification des crédits et des obligations au risque de crédit, calculée comme le coefficient de régression des taux des crédits sur l'indice des rendements des obligations d'entreprise de même notation, avec prise en compte de la taille et de la durée des facilités. Une valeur de 0,5 montre que l'écart de prime entre deux facilités de note différente est moitié moins élevé pour les crédits que pour les obligations. ³ T1.

Sources : Dealogic ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.8

une hausse des taux risque également d'alourdir les provisions pour pertes sur prêts, ce qui annulera en partie l'augmentation possible des revenus d'intérêts. En règle générale, les dotations aux provisions s'accroissent lors d'un ralentissement économique, ce qui pourrait créer des difficultés dans toutes les catégories d'activité.

De plus, après une période de tarification généreuse des prêts, les marges auxquelles ont été consentis les prêts en portefeuille risquent de ne pas couvrir complètement l'augmentation des provisions qui se produira si la qualité du crédit se dégrade. L'évolution récente du marché des crédits consortiaux laisse penser que la tarification est désormais mieux adaptée au risque et se rapproche de la moyenne sur le cycle du crédit (graphique VII.8). Toutefois, les prêts montés durant la période 2002–04 (où les marges de crédit étaient particulièrement faibles) parviennent au stade où l'occurrence du risque de défaut s'élève, et ceci pourrait peser sur les bénéfices des banques. La prudence est donc de mise si l'on veut projeter les résultats actuels dans le futur proche.

Exposition à la conjoncture de l'immobilier

Aujourd'hui, les prêts immobiliers forment une composante dynamique de l'activité et des bénéfices des banques. Leur rythme de croissance a dépassé celui des prêts aux entreprises ou à la consommation dans de nombreux pays. Cela pourrait entraîner des risques, soit du fait d'une expansion excessive de l'immobilier d'entreprise, soit en raison d'une accalmie dans l'immobilier résidentiel – lequel donne d'ailleurs des signes d'essoufflement après des années d'essor exceptionnel.

Dans la plupart des pays, l'immobilier commercial s'est repris, après une période de fondamentaux défavorables. Ainsi, les taux d'inoccupation ont diminué et les prix sont remontés par rapport à 2004 (tableau VII.3). Simultanément, rapportée aux fonds propres et aux actifs, l'exposition des

Exposition plus forte à l'immobilier commercial...

Prix de l'immobilier commercial ¹							
	Variation nominale ²			Niveau ⁶	Taux d'occupation des bureaux ⁷		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
États-Unis	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japon	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Allemagne	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Royaume-Uni	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
France	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Espagne	1,8 ³	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Pays-Bas	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australie	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Suisse	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Suède	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norvège	0,8 ⁴	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Danemark	1,3 ⁴	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlande	1,1 ⁵	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlande	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

¹ Australie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains. ² Variation annuelle, en %. ³ 2000–04. ⁴ 1999–2004. ⁵ 1997–2004. ⁶ Pic des prix, en termes réels=100. ⁷ Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : capitale.

Sources : CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle, *Asia Pacific Property Digest* ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Wüest & Partner ; données nationales.

Tableau VII.3

banques envers ce secteur s'est rapidement accrue dans de nombreux pays. Aux États-Unis, par exemple, les prêts à ce secteur ont augmenté de 80 % ces cinq dernières années et représentent aujourd'hui 13,5 % du total de l'actif des banques commerciales, soit le niveau atteint au maximum du cycle précédent, en 1988. Au Royaume-Uni, près de 40 % des crédits bancaires aux entreprises non financières sont octroyés à des sociétés immobilières, contre quelque 20 % seulement il y a cinq ans. Même les établissements japonais ont enregistré un bond extraordinaire (44 %) de leurs prêts aux sociétés immobilières au troisième trimestre 2005 (à ¥2 700 milliards), un taux de croissance qui rappelle le boum de la fin des années 80.

Aux États-Unis, les crédits à l'immobilier commercial sont fortement concentrés sur certains groupes de banques. Ils ont le plus augmenté pour les établissements de petite et moyenne taille, dont ils représentent désormais environ 30 % de l'actif. L'exposition des grandes banques est plutôt faible, avec un taux moyen de 8,6 %.

...et plus concentrée

Cette forte exposition à l'immobilier commercial pourrait constituer une menace pour la stabilité financière, surtout compte tenu de son haut degré de concentration. La faiblesse des taux d'intérêt, ces dernières années, a réduit le montant des remboursements et gonflé les trésoreries, de sorte que le taux de défaut a été exceptionnellement bas. Si les taux d'intérêt devaient augmenter, la qualité des prêts pourrait en souffrir. De fait, les régulateurs des

États-Unis et du Japon ont déjà exprimé leurs préoccupations à propos des critères de certaines banques pour l'octroi des prêts à l'immobilier d'entreprise.

Malgré certaines similitudes avec le début des années 90, il est peu probable que la situation présente entraîne les mêmes tensions. Premièrement, à l'époque, le cycle de l'immobilier commercial était à un sommet, alors qu'il se relève actuellement d'un minimum conjoncturel, laissant prévoir un faible risque de défaillance généralisée en cas de baisse des prix. Deuxièmement, le développement ininterrompu des marchés des titres immobiliers négociés en bourse permet de répartir plus largement une partie du risque de crédit entre investisseurs, ce qui a sans doute atténué l'ampleur des cycles de l'immobilier commercial.

En ce qui concerne l'immobilier résidentiel, la demande de financements s'est ralentie dans certains pays, mais demeure soutenue dans d'autres, ce qui correspond à une évolution contrastée des prix (tableau VII.4). Au Royaume-Uni et en Australie, les prix ont légèrement progressé en 2005, alors qu'en Allemagne et au Japon, pays qui ne sont pas encore sortis du creux précédent, ils ont continué de diminuer (chapitre II). Dans la plupart des autres pays d'Europe, en revanche, le dynamisme s'est prolongé. La même vigueur a été observée aux États-Unis pendant la majeure partie de 2005, même si, depuis la fin de l'année, certains signes – comme un ralentissement des demandes de prêts hypothécaires et des ventes de logements anciens – laissent augurer une baisse imminente.

Un repli possible de l'immobilier résidentiel...

Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires					
	Prix ¹				Emprunts hypothécaires 2005 ²
	Variation annuelle		Variation depuis le maximum (2005)	Date du maximum	
	1996–2004	2005			
États-Unis	7,1	13,0	0,0	2005 T4	4,6
Japon	-3,9	-4,7	-40,0	1991 S1	-0,0
Allemagne	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Royaume-Uni	12,3	2,2	-0,5	2005 T3	4,7
France	9,2	9,0	0,0	2005 S2	3,1
Italie	6,4	7,2	0,0	2005 S2	2,0
Canada	5,5	10,5	0,0	2005 T4	1,7
Espagne	11,1	12,9	0,0	2005 T4	9,4
Pays-Bas	9,0	6,4	-0,6	2005 T3	6,0
Australie	10,1	2,3	0,0	2005 T4	3,9
Suisse	1,6	1,5	-10,0	1989 T4	2,8
Suède	8,6	10,5	0,0	2005 T4	4,0
Norvège	7,9	7,5	-0,7	2005 T2	1,6
Danemark	6,7	21,3	0,0	2005 T4	7,2
Finlande	7,2	9,0	0,0	2005 T4	3,4
Irlande	14,0	9,4	0,0	2005 T4	9,6

¹ Chiffres de fin de période, en termes nominaux, en % ; Japon : prix des terrains. ² Variation d'encours, en points de PIB.

Sources : OCDE ; associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau VII.4

Les caractéristiques du financement du logement ont changé récemment dans plusieurs pays. L'assouplissement des critères de prêt, sous l'effet de la concurrence et d'un recours accru à la titrisation, a contribué à un net accroissement des crédits à des ménages présentant un risque plus élevé. Aux États-Unis, le montant de prêts hypothécaires de qualité inférieure accordés en 2005 a été sept fois supérieur à celui de 2000. Au Royaume-Uni également, les prêts de moindre qualité ont fortement progressé. En outre, le volume des produits hypothécaires à option de remboursement variable a connu une croissance exceptionnelle. Environ un tiers des hypothèques montées aux États-Unis en 2005 étaient assorties d'une clause de remboursement « intérêts seulement », contre 1,5 % en 2001.

Le rythme d'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et des taux d'intérêt déterminera probablement l'incidence de l'ajustement attendu dans les pays où ces prix apparaissent le plus exubérants. Les prêteurs semblent suffisamment protégés contre l'impact direct d'une hausse du taux d'incidents qu'entraînerait l'expiration de la période de grâce prévue dans les prêts hypothécaires à remboursement variable, si elle se conjugait à une augmentation des taux d'intérêt. Cependant, l'effet indirect d'un éventuel ralentissement économique, en cas de contraction de la dépense des ménages et de l'activité de construction, risque d'être plus important, bien que plus difficile à évaluer (chapitre II). Et ce risque est encore plus prononcé pour les économies connaissant un volume élevé de dette hypothécaire.

...aura un effet indirect sur les banques

Communication financière et gestion du risque financier

Plusieurs éléments, durant la période examinée, ont mis en évidence l'influence que les normes de communication financière exercent sur le processus de décision des entreprises et des investisseurs. Des analystes de marché ont évalué de manière contrastée l'incidence probable des normes comptables internationales sur la volatilité des revenus et du cours des actions, après une année d'application de ces normes par des sociétés de l'Union européenne cotées en bourse. Pareil débat avait eu lieu aux États-Unis dans des circonstances analogues. Par ailleurs, comme on l'a vu, la mise en œuvre de nouvelles règles de comptabilité pour les systèmes de pension, dans certains pays, est apparue avoir un effet important sur les décisions d'allocation des actifs et de prise de risque des fonds de pension d'entreprise.

Les nouvelles règles comptables...

Pour l'essentiel, la réforme visait à recourir davantage à la comptabilisation aux prix du marché, et non plus au coût historique, dans le bilan et le compte d'exploitation. Les discussions entre organes de normalisation comptable et utilisateurs ont principalement concerné l'incidence possible de ces nouveautés sur les méthodes de gestion des risques dans les entreprises. Du point de vue de la stabilité financière, le débat portait sur les répercussions, dans l'économie tout entière, sur la disponibilité et l'utilisation du capital-risque ainsi que sur la dynamique des prix des actifs.

...suscitent un débat

Ces questions ont trait aux deux principales fonctions économiques de la communication financière : fournir des informations sur l'emploi des ressources et en faciliter la gouvernance. La gestion des ressources nécessite

La communication financière...

une mesure fiable des intrants et des résultats finaux. Les parties prenantes externes – investisseurs et superviseurs notamment – attendent de toute entreprise qu'elle établisse des états financiers précis et fidèles, pour se faire un avis indépendant de sa situation et de ses perspectives et pour pouvoir comparer ses performances à celles de ses pairs et concurrents. En outre, les textes régissant le transfert de contrôle sur les ressources reposent généralement sur l'information comptable. C'est le cas, par exemple, pour les droits respectifs des créanciers et des actionnaires en cas de défaillance. De même, les autorités prudentielles fondent leur action sur les évaluations comptables des actifs et passifs de la société et sur les mesures de risque associées.

...influence les comportements...

Il y a interaction entre règles comptables et comportements. Les données comptables constituent le repère fondamental sur la base duquel les parties prenantes externes, y compris les superviseurs, jugent les résultats de l'entreprise. Elles conditionnent donc inévitablement les décisions des dirigeants. À l'inverse, l'ensemble des incitations qui influencent le comportement des dirigeants guident également leur attitude envers le risque. L'impact global des changements des règles et des comportements peut, à son tour, agir sur les prix et valorisations du marché. Ce raisonnement est particulièrement vrai pour les éléments des états financiers qui sont plus prospectifs et qui reposent sur des estimations du risque.

...et la mesure des risques...

La mesure de la valeur n'est pas un calcul scientifique infaillible, car elle comporte souvent une part de jugement concernant les développements futurs et l'évaluation des arbitrages risque/rendement sur un élément donné. Néanmoins, la capacité des états financiers à mesurer la valeur à partir de l'information disponible s'est améliorée, au cours des trente dernières années, sous l'effet d'évolutions complémentaires : d'un côté, l'expansion des marchés d'instruments de transfert du risque et, de l'autre, les progrès des techniques dans le domaine de la mesure du risque.

...par le biais des prix du marché...

Les marchés de transfert du risque se sont développés, avec un accroissement du volume du négoce et un considérable élargissement de la gamme d'instruments disponibles pour adapter le risque financier aux besoins et à la situation spécifiques des divers intervenants : les marchés dérivés, par exemple, où les dernières innovations sont les instruments de transfert du risque de crédit ; les structures de titrisation, aussi, de plus en plus utilisées pour restructurer et redistribuer le risque financier (chapitre VI). L'important, du point de vue de la communication financière, c'est que ces innovations ont permis de publier des prix du marché pour des tranches de risque toujours plus fines, ce qui a fortement amélioré la tarification d'éléments jusque-là difficiles à évaluer.

Bien qu'utiles pour fournir des évaluations prospectives, les prix du marché présentent un inconvénient majeur : leur relative opacité concernant les déterminants de la valeur. Ils contiennent une prime de risque directement liée à l'opinion des intervenants sur les risques pour les flux de trésorerie futurs et à leur attitude envers la prise de risque. Faire la part de ces deux influences, à un moment donné, est un exercice qui requiert un haut degré de jugement, d'autant plus qu'elles varient dans le temps (chapitre VI). Les

évaluations du risque sont sujettes à révision en fonction des nouvelles informations disponibles. L'attitude des investisseurs envers le risque peut changer suivant les conditions du marché, la disponibilité et le coût des financements externes ainsi que les résultats publiés. Aussi la variabilité des prix du marché peut-elle refléter, au moins en partie, des fluctuations temporaires du goût pour le risque et non des modifications fondamentales des flux de trésorerie escomptés. En outre et surtout, les variations des prix du marché peuvent agir en retour sur l'attitude des investisseurs envers le risque, entraînant un effet plus durable sur les évaluations.

Parallèlement à ce développement des marchés de transfert du risque, les progrès des techniques de mesure du risque ont également contribué à affiner l'évaluation des postes du bilan complexes et peu liquides (évaluation par modélisation). Des innovations dans la tarification des titres structurés ont été transposées avec succès, par exemple à l'évaluation du risque de crédit et des clauses optionnelles des contrats financiers. De nouvelles techniques de modélisation procurent de précieux outils de mesure et de gestion des risques pour l'ensemble de l'entreprise. De plus en plus, les décisions de placement et de couverture sont étayées par une analyse actifs-passifs reposant sur des modèles prospectifs de valeur et de risque calibrés sur les prix observés, mais souvent extrapolés pour couvrir une plus large gamme d'instruments. Quel que soit le degré de sophistication de ces modèles, la justesse de leurs résultats dépend très fortement de la validité des hypothèses sous-jacentes. En outre, si l'influence de certains facteurs variables dans le temps est éliminée pour les prix du marché, elle ne l'est pas pour les évaluations fournies par les modèles, puisqu'elles se fondent sur les relations historiques entre prix observés et sont normalement calibrées de façon à refléter les fluctuations récentes de ces prix. Malgré ces imperfections, cependant, ces modèles ouvrent la voie à une meilleure compréhension des déterminants du risque, puisqu'ils se prêtent mieux à l'identification et à l'analyse des primes de risque.

...et des modèles de risque

Les diverses méthodes d'évaluation se fondent sur le coût historique, les prix du marché, les modèles internes ou les évaluations internes. En adoptant des perspectives différentes, elles visent, chacune à sa manière, à concilier plusieurs exigences : les états financiers doivent être précis, vérifiables, fiables et comparables. Le principe du coût historique, par exemple, produit des évaluations hautement prévisibles sur la durée, et étroitement liées à des événements passés bien identifiables. À l'inverse, les principes reposant sur une approche prospective peuvent mieux réagir à des événements contemporains, mais ils entraînent une plus forte variation de la valeur dans le temps. Le traitement des instruments financiers montre bien cela : les variations journalières des prix du marché peuvent, par moments, donner lieu à de substantiels gains ou pertes non matérialisés s'ils sont enregistrés au coût historique. De surcroît, alors que certains principes comptables permettent d'évaluer divers éléments spécifiques d'actif ou de passif à l'aide de données internes (estimation de gains futurs, taux d'actualisation ajusté aux caractéristiques du portefeuille, synergies entre actifs, etc.), d'autres, comme la juste valeur et le coût historique, sont destinés à produire des valeurs qui

Les principes d'évaluation comptable...

tendent à être identiques, indépendamment du contexte spécifique. Les premières méthodologies fournissent des valeurs mieux adaptées au processus interne de décision, mais elles supposent une plus grande dépendance à l'égard des modèles internes, construits sur des hypothèses peut-être parfois opaques. Le débat autour de la comptabilisation des dépôts à vue au passif des banques illustre ce point.

Les normes comptables visent à fournir un cadre de déclaration neutre à l'égard des décisions économiques. Cependant, comme noté ci-dessus, le choix du principe d'évaluation a d'importantes répercussions sur les comportements, aux niveaux micro et macroéconomiques, surtout quand il s'applique au traitement des informations sur le risque.

...jouent un grand rôle dans la gouvernance des ressources...

Le traitement des informations sur le risque dans les normes de communication financière joue un grand rôle dans la gouvernance des ressources économiques. Le degré d'estimations prospectives de valeur et de risque comprises dans les évaluations peut biaiser l'application des dispositions réglementaires ou contractuelles régissant le transfert de contrôle. À titre d'illustration, considérons la situation paradoxale qui peut naître lorsque la valeur de marché des passifs d'une entreprise est utilisée pour prononcer sa faillite. Dans ce cas, la détérioration de la qualité du crédit aura généralement tendance à accroître la valeur de l'entreprise, puisqu'elle réduit la valeur de ses passifs. Autre exemple : les provisions pour pertes sur prêts, selon qu'elles sont constituées en fonction de signes tangibles (rétrospectifs) de difficultés financières sur des prêts spécifiques ou d'après des évaluations de pertes anticipées (prospectives) sur l'ensemble du portefeuille. La nature de l'approche choisie aura, tout au long du cycle économique, un effet sur le bénéfice déclaré et les fonds propres de la banque, dont dépendra l'évaluation de sa solidité financière par les autorités prudentielles.

...et la stabilité financière

Ces influences prennent une dimension encore plus importante dans une perspective systémique, qui rend le caractère endogène du risque plus évident. Un comportement rationnel du point de vue d'une entreprise (qui considère les prix du marché comme des invariants) peut conduire à des résultats d'ensemble indésirables lorsque toutes les entreprises agissent dans le même sens. On peut citer en exemple la récente compression des taux à long terme des obligations d'État britanniques ; elle a résulté d'une demande accrue des fonds de pension, qui cherchaient à se couvrir contre le risque que le bas niveau des taux d'actualisation fait peser sur la valeur de marché de leurs passifs (supra et chapitre VI). De même, la variation procyclique des provisions sur prêts reposant sur des estimations contemporaines du risque de crédit peut entraîner un comportement d'octroi du crédit qui amplifie la volatilité du cycle conjoncturel et accroît la vulnérabilité du système financier.

Aucune méthode d'évaluation ne prime sur les autres

En résumé, on peut tirer trois enseignements de l'analyse de l'interaction entre communication financière, d'une part, et mesure et gestion du risque, de l'autre. Tout d'abord, aucune méthode d'évaluation ne prime sur les autres. La valeur dépend souvent de la perspective de la mesure, et parfois du contexte. En outre, même considérées dans une seule perspective, les évaluations peuvent fluctuer du fait que les primes de risque varient dans le temps au rythme de l'attitude changeante des investisseurs envers le risque (elle-même

sans lien direct avec les anticipations de flux de trésorerie). Ces problèmes s'aggravent dans le cas d'instruments complexes pour lesquels les marchés ne sont ni profonds ni liquides, et c'est précisément là que la méthode de comptabilisation prend toute son importance.

Le deuxième enseignement est que les estimations du risque jouent un rôle clé. Le lien entre mesure du risque et évaluations est explicite lorsque des modèles sont utilisés, mais il est implicite lorsqu'on emploie directement les prix du marché. En outre, les pratiques de mesure et de gestion du risque ont une incidence indirecte sur les valeurs déclarées, puisqu'elles influencent les comportements et les prix des actifs. De plus, si les normes comptables ont un effet sur l'attitude vis-à-vis du risque, elles agissent aussi sur les évaluations.

Les évaluations sont influencées par la gestion des risques...

Le troisième enseignement est que l'approche d'évaluation la plus adaptée à un objet précis risque de ne pas convenir à d'autres objets. Étant donné la diversité des utilisations externes des états financiers, cela peut être source de tensions, notamment entre autorités n'ayant pas les mêmes objectifs. Nous examinons ces questions ci-après.

...et se différencient par leur perspective

Communication financière et politique des autorités prudentielles

L'analyse qui précède fait apparaître plusieurs questions relatives aux normes de communication financière, mais qui intéressent aussi les autorités prudentielles. Ces problèmes sont liés à la fois au contenu informatif des états financiers et à la gouvernance prudentielle des sociétés financières.

Premièrement, il convient de noter que le contenu informatif des comptes déclarés pourrait être amélioré par l'inclusion de renseignements plus systématiques sur le risque et l'incertitude. Les présentes normes, quel que soit le niveau d'information prospective qu'elles requièrent, ont essentiellement pour but de fournir des estimations ponctuelles sur la valeur et le bénéfice actuels. Il serait possible d'y ajouter deux autres types d'informations. D'abord, des estimations, sous forme de fourchette, de la variation future de la valeur et du bénéfice (« informations sur les risques »). Il s'agirait, par exemple, de mesures statistiques synthétiques telles que la valeur en risque ou les résultats de simulations de crises et d'autres analyses de sensibilité ; ensuite, des mesures de l'incertitude inhérente aux hypothèses de la méthodologie d'évaluation (« informations sur les erreurs de mesure »). De toute évidence, ce deuxième type d'informations serait proportionnel au recours aux hypothèses et aux modèles dans les estimations ponctuelles. Avec ces deux améliorations, les états financiers offriraient à leurs lecteurs une vision plus exhaustive de la situation et des perspectives de la société et éviteraient de leur donner l'illusion de la précision. De tels états financiers faciliteraient également la comparaison de la société avec ses pairs par les investisseurs, dans une optique d'optimisation des portefeuilles, et par leurs superviseurs, dans une perspective de stabilité financière.

Enrichissement de l'information sur les risques dans les états financiers...

Deuxièmement, il importe de chercher à harmoniser la méthode d'évaluation comptable et les principes de saine gestion des risques pour les banques. Des divergences apparaissent, par exemple, dans le traitement des dépôts à vue, entre états financiers et pratiques de gestion de trésorerie et des risques. Pour les normes comptables, l'enregistrement de ces dépôts suit le

...plus grande cohérence avec les outils de prise de décision...

critère de l'échéance contractuelle ; du point de vue de la trésorerie bancaire, de la gestion des liquidités et de la stratégie de couverture associée, ils sont affectés d'une échéance effective plus longue, ce qui est plus conforme au comportement des déposants.

...et découplage des objectifs comptables et pruden-
tiels :

Troisièmement, et sur un plan plus général, il est possible de rapprocher les objectifs poursuivis par les autorités prudentielles et les organes de normalisation de la communication financière grâce à une meilleure compréhension de leurs perspectives propres. De ce point de vue, les normes de communication financière s'attacheraient à fournir une présentation fidèle de la situation financière actuelle de l'entreprise et de son profil de risque, alors que le dispositif de régulation et de contrôle viserait à favoriser un comportement prudent reposant sur cette présentation. En pratique, un tel découplage impliquerait trois mesures : une nouvelle définition des volants de fonds propres et de liquidités, sur la base de relevés comptables exempts de tout conservatisme intentionnel ; l'application de « filtres pruden-
tiels » aux données comptables incorporant les informations sur le risque ; la détermination de nouveaux critères d'intervention des superviseurs en cas de difficultés manifestes.

...malgré les avancées...

Des avancées ont été réalisées dans ces trois directions au cours des dernières années. La communication d'informations quantitatives sur le risque financier – telles que les mesures de valeur en risque pour les portefeuilles de titres de dette – a déjà été incluse dans les déclarations prudentielles exigées des sociétés financières, pour lesquelles ce type de risque est plus important. Sans aller aussi loin, les instances de normalisation comptable, elles aussi, accordent désormais une plus grande attention, en matière de risques, à la communication d'informations compatibles avec celles qui sont requises par les autorités prudentielles. Les prescriptions de l'IFRS 7 en sont une illustration. En outre, des progrès ont été accomplis en ce qui concerne les informations sur les erreurs de mesure : les éléments évalués à la juste valeur sont à affecter à diverses catégories représentant différents degrés de fiabilité, avec une indication sommaire de la sensibilité des mesures aux hypothèses sous-jacentes. Enfin, la mise au point des critères de provisionnement, de l'option de comptabilisation à la juste valeur et d'une norme de mesure des passifs d'assurance, grâce à une coopération étroite entre autorités de normalisation comptable et responsables pruden-
tiels, n'est que le dernier exemple en date de ce qu'apporte une plus grande attention à la gestion des risques.

...des progrès restent à faire

Malgré les avancées accomplies à ce jour, il faudra, à l'avenir, disposer d'une stratégie à long terme reconnaissant la nécessité d'une coopération à tous les stades intermédiaires. Étant donné la complexité des questions et le nombre de parties prenantes à ce processus, le découplage des objectifs et le recalibrage des moyens d'action ne sont envisageables qu'à horizon lointain. À moyen terme, les progrès ne peuvent se faire que pas à pas, en veillant à ne pas compromettre involontairement l'objectif fondamental de stabilité financière. Le dialogue en cours entre instances de normalisation comptable et autorités prudentielles est de bon augure pour l'avenir.

VIII. Conclusion : faire face aux risques, aujourd'hui et demain

Chacun a l'espoir que, l'an prochain à la même époque, le bilan de l'économie mondiale sera aussi satisfaisant qu'il l'est aujourd'hui. C'est ce qu'indiquent les prévisions consensuelles, tout comme celles du FMI et de l'OCDE, qui anticipent une poursuite de la croissance plus équilibrée que l'on a observée dernièrement dans les pays industrialisés et un nouveau développement de la demande intérieure dans les économies émergentes. Autre bonne nouvelle ressortant de ces prévisions : l'inflation mondiale devrait rester généralement modérée. Les marchés financiers ont apparemment partagé cet optimisme : la faiblesse des niveaux de volatilité, au moins jusque très récemment, traduirait même une certitude inhabituelle à cet égard. Par ailleurs, ils ont, semble-t-il, jugé approprié le dernier resserrement monétaire entrepris dans de nombreux pays industrialisés avancés, et plus favorable que néfaste à la croissance.

Quels sont les risques aujourd'hui ?

Il faut espérer que les marchés ont raison de se montrer assez optimistes. Pourtant, la décision de resserrer les conditions de crédit après une aussi longue période d'accommodation monétaire pourrait contenir en soi deux erreurs d'appréciation. La première est que la hausse des taux directeurs aurait pu être plus prononcée, et engagée plus tôt. Une raison de le penser est que les tensions inflationnistes sous-jacentes sont déjà bien ancrées ; une autre, que l'orientation relativement accommodante a laissé s'accumuler de multiples « déséquilibres » financiers, qui deviennent plus menaçants avec le temps ; ces deux considérations appelleraient, sans doute, un durcissement plus résolu. La seconde erreur possible est étroitement liée à la première : les déséquilibres pourraient s'être déjà tellement amplifiés que le resserrement monétaire risquerait d'entraîner une correction brutale et d'avoir des effets contraires sur la croissance et l'emploi dans le monde ; cela plaiderait en faveur d'une orientation plus mesurée. Au vu de la grande incertitude, voire du désaccord, qui règne chez les analystes quant aux probabilités de réalisation de l'un ou l'autre scénario, la seule certitude, pour l'an prochain, est que la tâche des autorités ne sera pas simple.

Quels éléments porteraient à croire que les tensions inflationnistes seraient plus vives qu'on ne le pense actuellement ? À l'évidence, les États-Unis et le Japon, selon leurs propres autorités, utilisent pratiquement à plein leurs capacités de production ; ce type de situation est, depuis toujours, un motif de préoccupation. Aux États-Unis, le risque d'une nouvelle dépréciation substantielle du dollar pourrait, en outre, exacerber ces tensions. De plus, la croissance mondiale reste exceptionnellement soutenue, créant peut-être une

dynamique qui se révélera difficile à maîtriser. Pratiquement partout, les prix de l'immobilier résidentiel augmentent rapidement, et les cours des produits de base – pas seulement énergétiques – inscrivent des records. Les salaires dans certaines régions de Chine, et de plusieurs économies émergentes, s'orientent également à la hausse, et on observe une intensification des risques d'inflation dans l'Asie tout entière.

Là aussi, l'incertitude est grande. En se plaçant dans une perspective pessimiste, si les effets désinflationnistes généralisés induits par l'importation de biens à bas prix en provenance des économies émergentes ont été sous-estimés, une atténuation de cette influence pourrait avoir des conséquences tout aussi imprévues. De surcroît, bien des incertitudes planent sur la question de savoir si l'offre mondiale de matières premières, pétrole notamment, a atteint un « point de non-retour », ce qui voudrait dire que les prix pourraient rester à des niveaux plus hauts sur des périodes plus longues que par le passé. En se plaçant dans une perspective optimiste, il reste encore, dans les économies émergentes, de nombreuses régions à faibles coûts (le centre et l'ouest de la Chine en particulier), et la production finira par s'y installer. En outre, les progrès technologiques pourraient compenser l'amenuisement des ressources naturelles. Dans les deux cas, l'ajustement prendra du temps, toutefois. En attendant, vu le niveau de la demande mondiale, le risque serait la persistance de tensions inflationnistes. De plus, dans la mesure où les conditions antérieures lui ont été favorables, la crédibilité des banquiers centraux pourrait aussi être mise à l'épreuve. Il faudrait, cela va de soi, la défendre énergiquement.

Quels éléments donnent à penser que les « déséquilibres » pourraient remettre en question les prévisions optimistes ? Il n'est pas difficile de voir que d'importantes variables macroéconomiques se sont clairement écartées, de façon significative et durable, de leur tendance historique. Pourtant, il convient de nuancer les craintes qu'un retour à des valeurs plus « normales » soit générateur de perturbations, dans la mesure où ces écarts s'expliquent et que leur persistance se justifie. Malheureusement, les « fondamentaux » ne suffisent pas à expliquer ni l'ampleur ni la durée des conditions atypiques actuelles. L'explication, alors, pourrait tenir à l'abondance des liquidités mondiales sur une aussi longue période.

Au premier rang, peut-être, des marchés financiers dont l'évolution n'est pas entièrement attribuable à ces « fondamentaux » figure le marché obligataire des États-Unis, où les rendements longs se sont repliés malgré le relèvement des taux directeurs – la fameuse « énigme ». Récemment, le fait que les primes sur la dette souveraine des économies émergentes se sont maintenues à de très faibles niveaux alors que les taux longs se tendaient pourrait résulter de l'amélioration générale des situations intérieures. Cela étant, le net resserrement de l'écart de prime entre emprunteurs d'excellente et de moindre qualité reste un mystère. Il semble difficile, aussi, de comprendre que les cours des actions et les prix de l'immobilier résidentiel montent partout quand les perspectives de croissance intérieure diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre. Difficile également d'expliquer l'explosion des fusions-acquisitions, en Europe particulièrement : où sont les signes tangibles

d'une soudaine amélioration des perspectives de création de valeur par la restructuration, surtout au vu du manque relatif de goût pour l'investissement ?

Et, pour finir, il est difficile de comprendre pourquoi le dollar est resté vigoureux jusque très récemment, malgré le niveau record du déficit extérieur et de l'endettement des ménages aux États-Unis. À y regarder de près, les thèses à la mode, qui invoquent une présumée « matière cachée », un « mariage de convenance » non officialisé entre débiteurs et créanciers et l'« attrait intrinsèque » d'actifs américains très rémunérateurs, ne parviennent pas à nous convaincre que les déséquilibres mondiaux sont soutenables. Alors, pour expliquer cette bonne tenue du dollar, il faut à nouveau recourir aux différentiels de taux à court terme et, en particulier, à la faiblesse persistante de ces taux hors des États-Unis. Une fois encore, les conditions monétaires aident à résoudre le mystère.

Compte tenu de la complexité de la situation et des limites de nos connaissances, il est extrêmement difficile de formuler des prévisions. D'un côté, on peut facilement faire valoir – c'est d'ailleurs le consensus – que le dénouement le plus probable reste un rééquilibrage ordonné. Prenons, par exemple, les soldes des transactions courantes : en principe, si le dollar se dépréciait, entraînant une expansion de la demande étrangère de biens produits aux États-Unis, les taux d'intérêt américains pourraient s'orienter à la hausse afin de tempérer la demande intérieure juste assez pour éviter une montée soit du chômage, soit de l'inflation. Si, parallèlement, la demande augmentait juste assez vite ailleurs pour prendre le relais de la demande américaine, cela n'aurait également aucune conséquence négative pour la croissance et l'inflation mondiales. D'un autre côté, on voit bien quelles forces seraient susceptibles de contrarier les divers processus de rééquilibrage. Certaines pourraient déclencher un choc violent sur les marchés, d'autres une longue période d'atonie économique ; à défaut de l'ajustement ordonné attendu, un scénario intermédiaire serait tout à fait concevable.

L'argumentation de ceux qui craignent le scénario du choc violent repose nécessairement sur deux éléments : des raisons profondes de croire à un emballement des prix sur les différents marchés et un facteur déclenchant. Des deux côtés, ils n'ont, hélas, que l'embarras du choix. Le déclencheur pourrait être un resserrement monétaire généralisé. Si le processus a effectivement commencé – sans incident –, on peut se demander si un durcissement synchronisé n'appartient pas, à ce stade, autant au domaine des perspectives qu'à celui de la réalité. Ce pourrait être aussi l'adoption de nouvelles lois protectionnistes, visant la Chine ou les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient. Or, comme il s'agit actuellement des plus gros acquéreurs de titres de dette en dollars, cela pourrait bien compromettre le financement sans heurts du déficit courant américain. Ce pourrait être encore la faillite soudaine ou la mise sous administration judiciaire d'une société ayant une importante surface financière. Sans oublier que les crises financières des dernières décennies ont, le plus souvent, eu pour origine un événement presque entièrement inattendu.

Il y a, de plus, de nombreuses raisons, spécifiques à chaque marché, de redouter certaines turbulences si un processus de retour des prix à la normale

venait à s'amorcer. Sur les marchés financiers des grands pays industrialisés sont arrivés beaucoup de nouveaux intervenants et de nouveaux produits, d'une complexité et d'une opacité croissantes. Il reste donc encore à éprouver la liquidité de ces marchés dans un tel environnement. La multiplication des opérations spéculatives de *carry trade*, ces dernières années, laisse entrevoir un possible dénouement simultané de positions qui pourrait, dans des circonstances extrêmes, conduire à une détérioration cumulative des risques de marché, de crédit et de liquidité. Nous avons déjà observé pareille interaction à maintes reprises. Des problèmes semblables risquent aussi de naître dans les économies émergentes et pourraient même s'être déjà manifestés, vu l'ampleur des entrées de capitaux enregistrées sur la période examinée.

Sur les principaux marchés des changes aussi, il y a lieu de penser que les variations de cours pourraient être amples, voire désordonnées. Il faut dire d'emblée que l'ajustement commercial qui les sous-tendrait pourrait prendre du temps. Rien qu'un retour du déficit courant américain à 3 % du PIB pourrait exiger le transfert de millions d'emplois du secteur des biens non échangeables vers celui des biens échangeables. Cela ne se fera pas en un jour. De plus, avec des importations équivalant à une fois et demie les exportations et une croissance généralement bien plus rapide qu'ailleurs, les États-Unis devront renforcer beaucoup leur compétitivité pour améliorer leur solde courant. Le fait que les entreprises exportant vers les États-Unis sont parvenues à comprimer leurs coûts face à la dépréciation antérieure du dollar, préservant ainsi leurs marges et limitant la hausse de leurs prix de vente, pourrait, si la tendance se poursuit, constituer un obstacle supplémentaire à l'ajustement du compte courant des États-Unis. Il va de soi que plus l'ajustement est retardé, plus l'endettement extérieur s'alourdit et, avec lui, la charge future du service de la dette. De fait, si le solde des revenus d'investissements a été favorable aux États-Unis jusqu'à une date très récente, un calcul simple laisse entrevoir une dégradation substantielle à l'avenir.

Les acheteurs privés et publics de titres de dette en dollars risquent, un jour ou l'autre, de perdre patience. C'est le secteur privé hors États-Unis qui détient l'essentiel de la dette américaine libellée en dollars, et des opérations de couverture, fussent-elles de faible envergure, pourraient avoir de vastes répercussions sur les changes. Les détenteurs du secteur public devraient, selon toute vraisemblance, conserver leurs portefeuilles ; pourtant, là encore, on décèle des sources potentielles de tensions. Pour les gros détenteurs de réserves, une dépréciation du dollar, même légère, pourrait entraîner de lourdes pertes, susceptibles de poser un problème politique assez délicat. En outre, l'accumulation de réserves est de plus en plus le fait des pays exportateurs d'énergie, où de pures considérations de risque/rendement peuvent peser davantage dans les décisions d'investissement. Il paraît aussi assez probable que le comportement des investisseurs du secteur officiel aurait un effet amplificateur sur celui des investisseurs du secteur privé.

Tout cela montre que des marchés où les prix reflètent l'hypothèse du « marché parfait » pourraient néanmoins fort bien se réorienter vers des niveaux plus normaux. De surcroît, compte tenu des interrelations, internes et internationales, il est assez probable que de vives tensions dans un

compartiment se transmettraient à d'autres. Envisageons, par exemple, un brusque repli du dollar. Il pourrait, dans le contexte actuel, entraîner une augmentation de la prime de risque sur les actifs libellés dans cette monnaie. Il s'ensuivrait vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt à long terme qui, à son tour, se répercuterait sur d'autres marchés, dont l'immobilier résidentiel. Second exemple, le coût, aujourd'hui relativement faible, de la protection contre la volatilité de marché pourrait s'accroître à l'apparition de tensions sur certains segments, et ce renchérissement se propagerait à la quasi-totalité des marchés.

Nombre d'observateurs contesteraient sans nul doute la perspective d'un effondrement soudain des marchés, mais il reste à envisager le scénario d'une correction graduelle des déséquilibres décrits plus haut, qui pèserait durablement sur la demande mondiale. En premier lieu, une remontée de l'épargne des ménages – actuellement au plus bas dans bien des pays – est tout à fait envisageable, aux États-Unis surtout. Elle pourrait correspondre à une réaction spontanée de précaution face à un alourdissement de la dette ou aux craintes de la génération du *baby-boom* de ne pas percevoir l'intégralité de leurs indemnités de retraite (publique ou privée). Elle pourrait aussi constituer une réponse à une augmentation des taux d'intérêt, à des tensions sur les marchés ou aux incertitudes relatives à la valeur future des patrimoines. L'envol généralisé des prix de l'immobilier résidentiel – et son effet de richesse, qui semble avoir encore stimulé la demande – rend une telle issue plus plausible. Il faut toutefois souligner que, si on l'envisage à l'échelle d'un pays tout entier, cette « richesse » générée par le renchérissement de l'immobilier résidentiel est en fait très largement illusoire : il s'agit d'une modification des prix relatifs ; les avantages dont bénéficient les uns sont, dans l'ensemble, annulés par les coûts assumés par les autres. Quand ces derniers réagiront, ce qui finira par arriver, les économies en pâtiront.

D'autres types de déséquilibres pourraient causer des perturbations analogues. En Chine, le principal sujet de préoccupation est assurément que la mauvaise allocation des capitaux se traduira, à terme, par une baisse des bénéfices, laquelle se répercutera sur le système bancaire, les finances publiques et, plus généralement, les perspectives de croissance. Ce serait l'aboutissement classique, comme on l'a vu au Japon, d'une longue phase d'expansion alimentée par le crédit. Un tel dénouement pourrait avoir, pour les pays industrialisés, des conséquences plus graves qu'on ne l'imagine aujourd'hui. En ce cas, la formidable capacité manufacturière chinoise, qui ne cesse de se développer, se tournerait encore davantage vers l'exportation. Si, au même moment, d'autres pays décidaient d'un repli sur soi, les conséquences – économiques, politiques et sociales – constitueraient un énorme défi pour les secteurs public et privé.

Nous ne sommes certes pas confrontés à cette situation ; il est peu probable que de tels problèmes surviennent et les prévisions consensuelles restent les plus plausibles. Il n'en demeure pas moins que, si les menaces se concrétisaient, les coûts économiques en seraient élevés. Cela justifie qu'on réfléchisse aux meilleures ripostes des autorités. Réfléchir n'est pas prédire. C'est s'exercer à la prudence : il n'y a rien de contradictoire à rester confiant

en l'avenir tout en se préparant au pire, surtout lorsque les coûts de l'imprévu risquent fort d'être élevés.

Comment réduire les risques actuels ?

Nous devons faire face aujourd'hui non seulement aux incertitudes habituelles sur la manière de contrer des tensions inflationnistes naissantes, mais aussi aux préoccupations que suscitent divers déséquilibres financiers, tant intérieurs qu'extérieurs. Ces déséquilibres sont le sous-produit d'une dizaine d'années de forte expansion de l'offre mondiale, d'apathie de la demande intérieure dans les grandes économies autres que les États-Unis et d'une trop grande confiance dans les politiques monétaires accommodantes pour résorber les écarts de production. Il est primordial de comprendre comment nous en sommes arrivés là, avant de décider de la stratégie à suivre pour réduire les risques actuels.

L'essor de l'offre est largement attribuable à l'ouverture d'économies auparavant fermées, favorisée par les progrès des communications et les avancées technologiques partout dans le monde. À cela se sont ajoutés des gains de productivité continus (aux États-Unis en particulier). Le processus de déréglementation des marchés des biens et des facteurs de production, dans les pays industrialisés, a aussi contribué aux chocs d'offre positifs de la dernière décennie.

Concernant l'apathie de la demande, on observe, en Asie, des taux d'épargne élevés typiques des populations confrontées aux énormes incertitudes causées par des mutations structurelles, mais également une inertie de la demande, qui tarde à suivre les revenus en forte hausse. Les gouvernements des pays exportateurs de matières premières (pétrole notamment) connaissent, eux aussi, ce problème. Dans le monde industrialisé, on note deux déficiences structurelles. La première tient à ce que l'Allemagne et le Japon ne sont toujours pas parvenus à se remettre pleinement des tensions nées, pour l'une, de la réunification et, pour l'autre, de la bulle financière. Ces pays ne se sont pas attaqués avec suffisamment de détermination et de rapidité au problème des mutations structurelles. La seconde déficience a trait à l'incapacité, déjà ancienne et quasi générale, de la politique budgétaire à surmonter les problèmes résultant des excès des années 70 et du début des années 80. La politique budgétaire des pays industrialisés, Japon excepté, s'est retrouvée avec une faible marge de manœuvre en phase de repli conjoncturel ; et aujourd'hui le Japon est, à son tour, concerné. Dans de nombreux cas, surtout en Europe, cette déficience aurait pu être surmontée depuis longtemps par une plus grande rigueur budgétaire durant les années de croissance soutenue.

Dans ce contexte, la politique monétaire a dû non seulement répondre à l'insuffisance persistante de la demande, mais également faire face aux crises qui naissent périodiquement des turbulences dans le système financier. À ce jour, elle s'est remarquablement bien acquittée de cette tâche, parvenant à maintenir la croissance et à contenir l'inflation. Avec le temps, toutefois, des effets indésirables sont devenus de plus en plus visibles. Chaque fois que des

chocs ont menacé la croissance, un abaissement des taux d'intérêt a réussi à stimuler la demande, mais en encourageant toujours un peu plus l'endettement, des entreprises d'abord, et aujourd'hui aussi des ménages. Les progrès de la libéralisation des systèmes financiers ont renforcé ce mécanisme de transmission, permettant aux pays les plus en avance dans le domaine financier de développer parallèlement un important déficit courant. De fait, l'application d'une politique monétaire anticyclique, chaque fois qu'elle a eu l'effet escompté, a accru les risques liés au resserrement suivant et diminué les chances de réussite de l'assouplissement ultérieur.

Comment peut-on encore, à ce stade, réduire les risques dans cette phase d'expansion économique qui se prolonge ? Premier point, le plus évident : il faut, partout, conforter les politiques monétaires si l'on veut éviter des mouvements déstabilisateurs des taux d'intérêt et des cours de change. Il faut, en particulier, leur associer ce qui leur a le plus fait défaut par le passé : le soutien de la politique budgétaire et de réformes structurelles.

D'une façon générale, la politique budgétaire devrait être assainie, tant dans les pays industrialisés que dans le monde émergent, ce qui aura notamment pour effet de restaurer la marge de manœuvre. Cela est particulièrement nécessaire aux États-Unis et dans les autres pays affichant un lourd déficit des finances publiques et des transactions courantes. L'adoption d'un programme de discipline budgétaire crédible pour le moyen terme montrerait, en outre, aux créanciers étrangers que leurs intérêts sont préservés sur la durée. Indirectement, cela apporterait aussi un soutien utile à un processus d'ajustement ordonné du dollar.

Du côté des réformes structurelles, vu l'ampleur des déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde, il semblerait hautement souhaitable de favoriser un transfert de ressources entre le secteur des biens non échangeables et celui des biens échangeables. Cela rendrait moins nécessaires d'importantes corrections, potentiellement déstabilisatrices, du cours de change nominal. Aux États-Unis, il ne sera pas si facile de redynamiser le secteur des biens échangeables, car, pour certains produits, le tissu industriel a largement disparu. Néanmoins, la flexibilité notoire de l'économie américaine permet d'être optimiste. En outre, les aides fiscales pourraient être diminuées de manière à freiner l'expansion de l'immobilier résidentiel, type même de bien non échangeable ; une taxe à la consommation, sous une forme ou une autre, pourrait, de plus, faciliter le relèvement du taux d'épargne des ménages, clé du problème du déficit courant. Ailleurs, il convient de mettre en place des incitations à la consommation et à la production de biens non échangeables. Dans de nombreux pays – Chine surtout, mais aussi Allemagne et Japon –, la croissance reste trop dépendante des exportations. Il faut repenser les réglementations et autres systèmes d'incitations qui favorisent cette tendance, en particulier au moment où le vieillissement rapide de la population impose à ces trois pays d'augmenter la productivité dans le secteur des services domestiques.

Dans la situation actuelle, il conviendrait que, partout, la politique monétaire aille dans le sens d'un resserrement, pour contrer à la fois la montée des tensions inflationnistes à court terme et la menace que

représentent les déséquilibres pour la soutenabilité de la croissance à long terme. Cela dit, les pays sont soumis à un degré variable de tensions dans ces deux domaines. Ainsi, en Europe continentale, les capacités excédentaires restent plus élevées, et les déséquilibres financiers, moins patents qu'aux États-Unis et dans plusieurs pays industrialisés à objectif d'inflation, où le degré de resserrement plus prononcé semble donc approprié. Les positions extérieures conduisent à la même conclusion : les pays enregistrant un déficit extérieur doivent faire baisser la demande intérieure, et la hausse des taux d'intérêt est un moyen d'y parvenir.

La recommandation générale étant faite, il reste à préciser les modalités du resserrement monétaire, ce qui n'est pas chose aisée. L'une des principales difficultés réside dans le choix de la mesure d'inflation permettant d'évaluer la tendance sous-jacente ; sur ce point, les avis diffèrent beaucoup. Dans les pays industrialisés, le problème tient surtout à une modification ample et durable des prix relatifs : forte hausse pour l'immobilier résidentiel et l'énergie, et modération pour les biens manufacturés. Les autorités devraient-elles juger que l'inflation affichée finira par redescendre au niveau de l'inflation sous-jacente, ou que l'inverse se produira ? Les économies émergentes sont confrontées à des difficultés similaires, aggravées par l'importance d'une autre composante volatile de l'indice des prix : les denrées alimentaires. Dans ces conditions, peut-être les autorités devraient-elles éviter de trop prêter attention aux objectifs quantitatifs à court terme, pour s'intéresser davantage aux tendances de long terme.

Une autre complication provient de l'évolution des indicateurs dont se servent les banques centrales pour régler les taux d'intérêt. Avec l'essor de la mondialisation, les mesures de la sous-utilisation des capacités au niveau mondial serviront sans doute de plus en plus à compléter les estimations nationales classiques des tensions inflationnistes. Parallèlement, il convient de porter une attention accrue à l'évaluation des déséquilibres financiers, étant donné les préoccupations grandissantes quant à leurs effets sur la croissance et l'inflation. En outre, il est de plus en plus couramment admis que les processus économiques pourraient comporter des caractéristiques non linéaires : les anticipations d'inflation, même bien ancrées, pourraient décrocher ; des déséquilibres, en apparence anodins, pourraient entraîner un repli soudain sur les marchés financiers, etc. Enfin, dans le contexte de la mondialisation, il faut tenir davantage compte des politiques mises en œuvre ailleurs. Si les grands pays industrialisés devaient appliquer simultanément un durcissement monétaire marqué, il pourrait en résulter un effet désinflationniste global beaucoup plus important que la somme de ses composantes. Ainsi, bien qu'il semble souhaitable quasiment partout, le resserrement devra être mené avec prudence et mesure.

Dans la plupart des pays, la conduite de la politique monétaire sera aussi influencée, en partie, par le problème des déséquilibres extérieurs et son incidence ultime sur les cours de change. Une préoccupation récurrente est celle d'une correction désordonnée, surtout pour les marchés des principales monnaies, où est conclu le gros des transactions. Le risque en serait réduit si la charge de l'ajustement à la hausse était répartie en fonction de l'ampleur de

l'excédent courant. Autrement dit, les monnaies d'Asie doivent s'apprécier davantage. Fort heureusement, les banques centrales de la région semblent l'avoir reconnu : nombre d'entre elles ont, d'ores et déjà, limité leurs interventions. Seule exception, la Chine, qui a accumulé plus de \$200 milliards de réserves en 2005. Dans ce pays, comme ailleurs en Asie, une plus grande souplesse du change pourrait, en outre, élargir la marge de manœuvre pour le resserrement monétaire. Cela serait salubre, étant donné le risque général de surchauffe domestique et, pour la Chine, les craintes liées à la mauvaise allocation des capitaux.

Au vu des politiques mises en place, ou dont on a tout lieu de croire qu'elles le seront, il serait manifestement erroné de penser que les risques concernant l'ajustement extérieur ont bien été éliminés. Nombre des principaux protagonistes privilégient encore presque exclusivement la dimension intérieure – économique pour certains, politique pour d'autres –, et une nouvelle aggravation des déséquilibres extérieurs est donc à prévoir. Une solution concertée serait tout indiquée dans ce contexte, chacun des grands pays consentant des compromis au plan intérieur, pour le bien commun, en échange de concessions semblables. Les stratégies requises ne sont pas difficiles à définir, pour la plupart, et ont déjà été évoquées plus haut.

Le vrai problème est celui de la mise en œuvre. Comme préalable, il conviendrait que tous les grands pays reconnaissent que le coût ultime de l'inaction dépasserait sans doute de beaucoup celui de la coopération. Ainsi, une forte dépréciation du dollar pourrait raviver l'inflation aux États-Unis et, dans les pays créanciers d'Europe et d'Asie, menacer la situation financière et les perspectives de croissance. Elle pourrait, en outre, accentuer les tendances protectionnistes néfastes apparues dans le monde. La simple reconnaissance de ces risques devrait favoriser une concertation qui, avec un peu de chance, pourrait suffire à éviter les écueils qui se profilent à l'horizon.

Que faire si les risques se matérialisent ?

Il est impossible de dire où et quand pourraient se matérialiser les risques implicites dans les déséquilibres actuels. Néanmoins, deux scénarios, déjà évoqués, paraissent envisageables : un choc violent sur les marchés financiers internationaux ou une période prolongée d'atonie économique durant la correction graduelle des déséquilibres. En réalité, le dénouement des tensions pourrait associer ces deux scénarios.

Imaginons que se produise un événement particulier de nature à déstabiliser les marchés financiers. Comment se préparer à faire face à une telle éventualité ? Il faudrait tout d'abord, au plan national, s'assurer du bon fonctionnement des circuits de communication entre les principaux établissements financiers, leurs superviseurs, la banque centrale et les opérateurs des composantes d'importance systémique de l'infrastructure financière. Il faudrait ensuite veiller à ce qu'il existe une semblable ouverture au niveau international. Les discussions actuelles, entre régulateurs de différents pays, sur la répartition précise des responsabilités entre pays d'accueil et pays d'origine font avancer le dialogue, de même que divers

protocoles d'entente sur les modalités pratiques. Des exercices de simulation de crises internationales nécessitant une intervention des pouvoirs publics ont déjà été organisés par plusieurs instances de coopération en Europe et ont permis de tirer de précieux enseignements. À l'échelle mondiale, le Forum sur la stabilité financière, qui rassemble les banquiers centraux, les régulateurs et les responsables des ministères des Finances d'un bon nombre de grandes économies ainsi que les représentants d'institutions financières internationales et de comités spécialisés, a déjà apporté une contribution significative à la prévention des crises. Sans doute pourrait-il aussi jouer un rôle utile dans leur gestion et leur résolution.

De nombreuses améliorations restent toutefois possibles et souhaitables. Les législations nationales qui entravent l'échange rapide d'informations entre pays restent un obstacle important à la gestion de crise. L'absence d'accord international de partage des tâches en cas de turbulences l'est peut-être plus encore. Que ce soient l'assurance des dépôts, les mécanismes d'octroi de liquidités d'urgence ou la restructuration d'une banque internationale, les coûts ultimes pourraient être substantiels. Sans accord préalable sur la répartition de tels coûts, la gestion de crise pourrait aisément perdre de son efficacité si les autorités nationales accordent la priorité à ce qu'elles considèrent être l'intérêt du pays.

En principe, on pourrait également évaluer à l'avance l'aptitude des établissements financiers à faire front. La simulation de crise est désormais pratiquée par la quasi-totalité des sociétés financières, ce dont on peut se féliciter. Pourtant, cet exercice repose sur des hypothèses simplificatrices qui, forcément, ne rendent pas intégralement compte de la complexité du monde réel. Les établissements financiers ne devraient pas perdre de vue ces imperfections au moment où ils élaborent leur dispositif de riposte en cas de difficultés et où ils vérifient l'adéquation de leurs fonds propres. Il importerait surtout qu'ils envisagent les conséquences, sur la dynamique de marché, d'une réaction identique de tout le secteur financier à un choc donné, réaction peut-être même recommandée par les régulateurs, et qu'ils en tirent les conséquences. Les régulateurs pourraient, eux aussi, réfléchir à cette éventualité. Pour le moins, les établissements devraient partager les résultats de ces évaluations avec leurs contreparties et leurs régulateurs.

Ces exercices de préparation à la crise compléteraient les divers autres dispositifs mis en place au fil des ans pour renforcer en profondeur la solidité des établissements financiers, des marchés et des systèmes de paiement et de règlement. Une suggestion récente mérite, par ailleurs, qu'on s'y intéresse de plus près : la possibilité de créer des « banques de secours » en anticipation des difficultés. Il s'agirait de constituer une personne morale capable d'assumer très vite les fonctions vitales d'un établissement défaillant et d'atténuer ainsi les réactions en chaîne provoquées par sa fermeture. Ce serait une autre façon de limiter le degré de tolérance des autorités prudentielles, qui a souvent posé problème dans le passé.

Que pourrait faire la politique monétaire une fois la crise déclarée ? La riposte classique consiste à fournir des liquidités à des établissements ciblés. Cela soulève toutefois certaines questions dans un monde en mutation rapide.

Premièrement, quels acteurs faudrait-il soutenir dans un système financier toujours plus axé sur le marché : les banques nationales seulement, ou aussi les banques étrangères, les établissements réglementés, les structures de titrisation, ou d'autres encore ? Deuxièmement, quelles sûretés seraient éligibles : la banque centrale est-elle en droit d'accepter des titres étrangers ou dont la valeur peut chuter en période de crise ? Troisièmement, faudrait-il convenir au préalable d'un ensemble de critères d'octroi ? Il n'y a pas si longtemps, il était d'usage de parler d'une nécessaire « ambiguïté constructive » pour éviter le risque subjectif, mais les banquiers centraux raisonnent désormais de plus en plus en termes de « clarté constructive ». Il s'agit d'encourager les banques elles-mêmes à faire tout leur possible pour assurer leur solidité, si elles souhaitent pouvoir compter sur le soutien des autorités en dernier recours.

Dans un monde dominé par les forces de marché, il est plus probable que, en cas de grave incident financier, les autorités décident de généraliser les injections de liquidités et d'abaisser les taux d'intérêt. C'est d'ailleurs ce qu'elles ont fait à plusieurs reprises dans le passé récent. Mais une différence de degré dans leur action, d'un pays à l'autre, pourrait entraîner des variations de change indésirables. Améliorer la communication entre banques centrales, notamment sur leur stratégie face aux chocs, fournirait, en l'occurrence, une partie de la solution. Une autre série de problèmes peut surgir lorsque les taux d'intérêt ont été maintenus à un bas niveau sur une longue période, bien au-delà de la durée nécessaire pour un retour à la normale sur les marchés. Ces questions relèvent plutôt du deuxième scénario, celui d'une phase prolongée d'atonie de l'activité mondiale, conjuguée, éventuellement mais pas nécessairement, à des difficultés majeures au sein du système financier.

Quelle serait la riposte appropriée aux menaces pesant sur les perspectives de croissance ? L'expérience révèle quatre facteurs dont l'interaction peut avoir des effets vraiment néfastes. Premièrement, les taux d'intérêt réels peuvent rester trop élevés pour permettre une reprise économique, surtout si les taux nominaux touchent le seuil du taux zéro et si les prix diminuent. Deuxièmement, les salaires réels peuvent augmenter et les bénéfiques se contracter, tout particulièrement si les salaires nominaux sont rigides à la baisse et si les prix reculent. Troisièmement, un haut niveau d'endettement peut imposer un lourd service de la dette et peser sur la demande. Quatrièmement, l'atonie de l'économie réelle peut rejaillir sur le système financier, avec pour effet de restreindre le crédit et de freiner encore la demande. Dans ces conditions, comment utiliser la politique monétaire pour s'opposer à chacune de ces évolutions, sachant que toute recommandation présentera des avantages et des inconvénients ?

En cas de repli conjoncturel, il semblerait tout à fait logique d'abaisser les taux d'intérêt pour stimuler la demande globale. Toutefois, vu les niveaux élevés d'endettement accumulés durant la phase antérieure d'accommodation, le plein succès de cette orientation n'est pas garanti. Au Japon, une détente monétaire et budgétaire sans précédent n'a pas suffi à faire repartir l'économie dans les années 90. Aux États-Unis, malgré un assouplissement d'une ampleur tout aussi inégalée après 2001, la reprise a été

l'une des plus modestes de l'après-guerre, surtout en termes d'investissement fixe et d'emploi.

Il faut aussi reconnaître que des taux d'intérêt nominaux très bas peuvent avoir d'importantes répercussions négatives, surtout sur l'offre globale. Après une période de hausse excessive de la demande, de faibles coûts de financement peuvent permettre à des entreprises moribondes de reconduire leur dette à échéance et de survivre (comme au Japon) au détriment des entreprises saines. Ils peuvent également stimuler les fusions-acquisitions, même si les données historiques montrent que celles-ci ont davantage tendance à détruire de la valeur qu'à en créer. Le bas niveau des taux opère, en outre, un transfert de richesse des créanciers vers les débiteurs, ce qui, en érodant l'épargne et la formation de capital, finit par menacer l'élévation du niveau de vie. Et il ne faut pas négliger ses effets négatifs sur les marchés financiers. La quête de rendement peut entraîner de graves distorsions et accroître le risque d'instabilité, car les investisseurs acquièrent des actifs par nature plus risqués et ont, pour ce faire, recours à un effet de levier accru. Par ailleurs, la stratégie de sortie d'une telle politique n'est pas facile à définir. C'est à ce genre de difficultés que nous sommes confrontés aujourd'hui, et elles iront en s'aggravant au cours du prochain cycle si l'endettement s'alourdit encore.

De telles considérations montrent que, en cas d'atonie prolongée de l'activité mondiale, il conviendrait de compléter la politique de soutien monétaire et budgétaire par des mesures de nature plus structurelle. Sachant que les entreprises ont besoin d'une rentabilité durable pour relancer l'investissement, une stratégie consistant à contenir les salaires et à accroître la productivité présente quelque attrait. Elle comporte aussi plusieurs désavantages. Premièrement, comme pour l'assouplissement monétaire, son succès n'est pas garanti. Au Japon, les salaires ont très peu augmenté pendant des années, mais l'investissement n'est parvenu à se redresser que tout récemment. Deuxièmement, baisser les rémunérations et réduire les effectifs aboutit, dans un premier temps, à une contraction de la masse salariale, et donc à une diminution des revenus et de la demande des ménages. Au Japon, ces effets ont été atténués par une chute du taux d'épargne des ménages, mais ce ne pourrait guère être le cas là où ce taux est déjà très bas (aux États-Unis, par exemple).

Une riposte consistant à s'attaquer directement à l'excès d'endettement peut aussi contribuer à éviter les problèmes de long terme. De fait, la tendance à la titrisation des créances comme les nouveaux instruments de transfert du risque de crédit pourraient déjà être à l'origine d'une multiplication des faillites d'entreprises, alors que les relations personnalisées de l'emprunteur avec sa banque sont plus propices à des « réaménagements ordonnés ». Il conviendrait d'effectuer un diagnostic précoce de l'insolvabilité effective d'un débiteur et d'y apporter une solution rapide. Ce serait une façon d'éliminer une bonne part d'incertitude dans le système. En outre, mettre en place des processus garantissant la maximisation de la valeur des autres actifs présente un grand attrait. Si, ce faisant, les capacités de production pouvaient être réduites dans des secteurs où les bénéfices sont tombés très bas, cela aiderait à résorber les déséquilibres accumulés du côté de l'offre.

Comme pour les autres ripostes déjà examinées, une réduction explicite de l'endettement présente également certains inconvénients. Le premier et le plus évident est le risque d'aléa moral, mais la législation sur les faillites peut être conçue de façon à le limiter. Le deuxième est que, s'il est reconnu rapidement et explicitement que le débiteur ne peut assurer le service de sa dette, le système bancaire pourrait en souffrir. Dans les circonstances actuelles, avec une dette aussi largement titrisée dans les pays industrialisés, cela ne devrait pas constituer un problème majeur. Cependant, les prêts hypothécaires et les crédits à la consommation pourraient encore constituer une source de perturbations. Par ailleurs, dans les économies émergentes, un allègement généralisé de la dette ou des mises en règlement judiciaire pourraient menacer la solvabilité de certains établissements financiers, voire la viabilité du système bancaire tout entier.

Si l'on relève ce défi, alors les perspectives deviennent favorables. Dans la mesure où le système bancaire assume les pertes, et les reconnaît explicitement comme telles, les coûts des excès antérieurs sont pris en compte, et leur traitement s'en trouve facilité. Il est possible, en particulier, de recapitaliser le système bancaire et de faire en sorte que les établissements deviennent ensuite rentables. Un système dont la solidité serait ainsi rétablie pourrait jouer pleinement son rôle dans le financement d'une reprise de l'expansion. L'expérience des pays nordiques, confrontés à une telle situation à la fin des années 80, montre ce qui peut être réalisé, à condition que la volonté politique existe.

Pouvons-nous prévenir pareils risques à l'avenir ?

Personne aujourd'hui ne remettrait en cause les substantiels avantages économiques qu'a procurés la réduction de l'inflation, après les sommets des années 70. Pourtant, à mesure que le temps passe, il est aisé d'oublier combien cette tâche paraissait difficile à l'époque. Dans les années 60 et 70, les autorités estimaient généralement que les répercussions sur l'emploi d'une baisse de l'inflation seraient à la fois graves et durables, et qu'elles en annuleraient complètement les avantages. Elles se trompaient. Des analyses novatrices ont ensuite souligné le rôle des anticipations d'inflation et montré comment une politique monétaire crédible pouvait les modérer et les maintenir à un faible niveau, pour un coût bien inférieur à ce qu'on avait d'abord imaginé. Les excellents résultats économiques des pays industrialisés, ces vingt ou trente dernières années, confirment le discernement de ceux qui ont décidé de mettre en pratique les résultats de ces analyses.

Toutefois, prétendre qu'un environnement de faible inflation suffit à conjurer tous les problèmes macroéconomiques serait nier la réalité historique. Ces dernières décennies, nous avons observé toutes sortes de perturbations, en partie liées à la levée des contraintes dans des économies en situation de répression financière. Prenons, par exemple, la crise financière mexicaine de 1994, la crise asiatique de 1997, le moratoire russe et la faillite de LTCM en 1998, ainsi que le krach boursier de 2001. Aucun de ces épisodes n'a été précédé par un niveau significatif d'inflation. Remontons plus loin dans

le passé : ni les États-Unis durant les années 20, ni le Japon dans les années 80 ne présentaient de vives tensions inflationnistes. De toute évidence, une faible inflation, certes très bénéfique, n'a pas toujours suffi à garantir de bons résultats économiques.

Dans le même ordre d'idées, il est manifeste, depuis quelque temps, qu'une chute des prix n'a pas systématiquement de graves répercussions macroéconomiques. Tout dépend de son origine. Ces dernières années, la hausse de la productivité et l'intensification de la concurrence mondiale ont émoussé le pouvoir de marché des entreprises, mais la part des profits s'est malgré tout renforcée. Ce constat est corroboré par des travaux historiques qui révèlent maintes périodes de coexistence harmonieuse entre déflation et croissance vive. Ces études montrent d'ailleurs que la grande dépression aux États-Unis est restée un épisode unique.

Toutes ces considérations suggèrent qu'il y aurait lieu d'affiner l'approche conventionnelle de la stabilité des prix. Avec une prévision d'inflation contenue à horizon de un à deux ans (perspective habituelle des banques centrales), le risque est que les taux directeurs pourraient être conservés à des niveaux très bas par rapport aux rendements attendus sur les placements. Les chocs d'offre positifs amplifient ce risque en maintenant l'inflation à un faible niveau et en nourrissant l'optimisme des agents économiques. Les chefs d'entreprise sont alors incités à recourir davantage au crédit pour acquérir des actifs financiers et investir en capital physique et en produits de base. De même, le bas niveau des taux directeurs (et donc du coût de l'emprunt) pourrait encourager les ménages à effectuer leurs achats plus tôt que prévu, y compris de logement ou de biens de consommation durables. Dans une large mesure, bien entendu, l'incidence de tels processus sur la demande et l'emploi pourrait être jugée très salutaire. Mais, passé un certain seuil, le danger provient du fait que la montée des prix des actifs attise la spéculation et encourage l'emprunt en fournissant les sûretés nécessaires à les garantir. Tous les épisodes d'expansion-contraction déjà évoqués partagent bon nombre d'éléments de cette dynamique.

Pour tenir compte de telles éventualités, il conviendrait de modifier le cadre analytique keynésien, qui reste la référence standard de la plupart des banquiers centraux. Il est maintenant nécessaire de se fonder sur un ensemble d'indicateurs bien plus large pour fixer les taux, en recourant en particulier à des mesures des déséquilibres financiers, tant intérieurs qu'extérieurs. Sur le long terme, de tels déséquilibres peuvent faire planer une menace plus grande et plus lourde de conséquences sur la stabilité financière que les « tensions » inflationnistes, plus éphémères et plus banales, tels les écarts de production. Il semble donc que nous devrions allonger l'horizon sur lequel nous jugeons l'impact de la politique monétaire sur la stabilité des prix, de manière à en apprécier pleinement tous les effets. Dans certains cas, un relèvement des taux d'intérêt pourrait provisoirement faire baisser l'inflation en deçà de l'objectif, mais cela reste peut-être préférable à un scénario d'expansion-contraction, qui aboutit au même phénomène, en plus prononcé et plus durable. On pourrait aussi, pour rapprocher les deux termes du dilemme, faire appel à d'autres instruments, de caractère plus réglementaire, afin de prévenir, dès l'origine,

l'accumulation des déséquilibres liés au crédit. De telles suggestions nécessiteraient, toutefois, une évolution significative de la culture des autorités de régulation et de la nature des relations entre banques centrales et autres instances publiques.

Table des matières

Organisation, gouvernance et activités	165
Organisation et gouvernance de la Banque	165
<i>La Banque, sa structure de gouvernance et ses actionnaires</i>	165
<i>Organigramme de la BRI au 31 mars 2006</i>	167
Coopération financière et monétaire internationale :	
contribution de la BRI en 2005/06	167
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i>	167
<i>Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération</i>	
<i>entre banques centrales</i>	169
<i>Bureaux de représentation</i>	174
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	176
Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière	177
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	177
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	179
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	180
<i>Comité des marchés</i>	181
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i>	182
Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large	182
<i>Groupe des Dix</i>	182
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	183
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	184
<i>Association internationale de protection des dépôts</i>	185
Services financiers de la Banque	186
<i>Services bancaires</i>	186
<i>Opérations du Département bancaire en 2005/06</i>	187
<i>Graphique : Ressources : placements de la clientèle, par produit</i> ...	188
<i>Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)</i>	188
Aspects institutionnels et administratifs	189
<i>Modification de la structure de gouvernance de la BRI</i>	189
<i>Administration de la Banque</i>	190
Bénéfice net et répartition	192
<i>Bénéfice net</i>	192
<i>Révision de la politique de dividende</i>	193
<i>Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice</i>	193
<i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i>	194
 Conseil d'administration et Direction	 196
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque	197
 Banques centrales membres de la BRI	 199
 États financiers	 201
Bilan	202
Compte de profits et pertes	203
Tableau des flux de trésorerie	204
Proposition d'affectation du bénéfice	205
Évolution des réserves statutaires de la Banque	205
Évolution des fonds propres de la Banque	206
Notes annexes	207
 Rapport des commissaires-vérificateurs	 237
 Récapitulatif des cinq derniers exercices	 238

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 structure de gouvernance et ses actionnaires

La BRI est une organisation internationale qui œuvre à la coopération monétaire et financière internationale et fait office 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 554 personnes ressortissantes 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 instances 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*) dans le cadre d'opérations financières internationales.

La Banque accueille par ailleurs 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 ses banques centrales actionnaires.

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 monétaire et économique, Département bancaire et Secrétariat général. S'y ajoutent le Service juridique, les fonctions Conformité, 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.

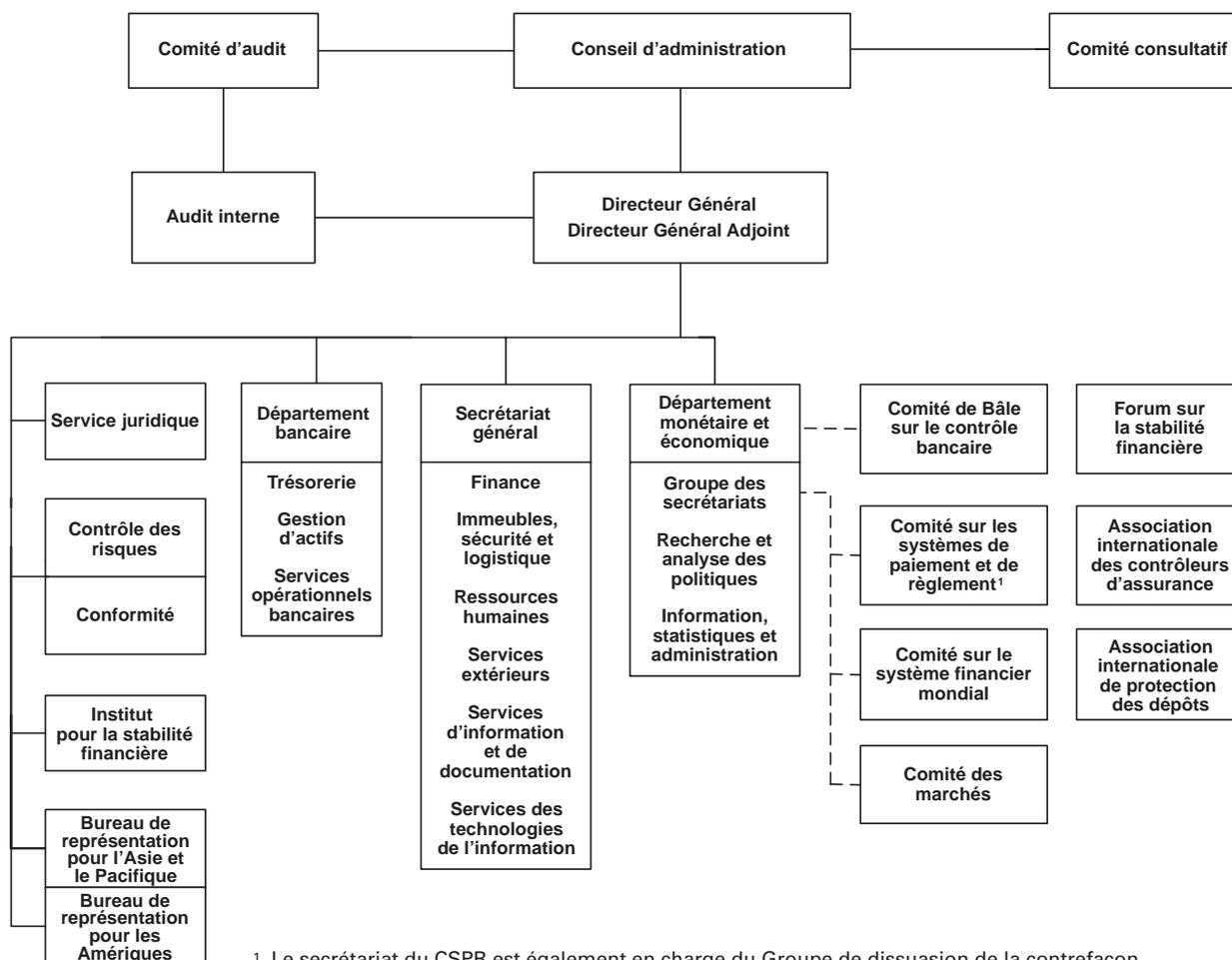
La BRI possède trois grands organes de gouvernance et d'administration :

- l'Assemblée générale, à laquelle 55 banques centrales ou autorités monétaires disposent 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 2005, elle a réuni 110 banques centrales, dont 84 étaient représentées par leur gouverneur ou président. De plus, 21 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.

Lors d'une Assemblée générale extraordinaire tenue le même jour que l'Assemblée générale ordinaire 2005, il a été décidé de modifier les Statuts de la Banque afin de simplifier ses pratiques de gouvernance. Cette décision faisait suite à un réexamen entrepris par la BRI, l'année précédente, en vue de renforcer la transparence de ses activités et de sa structure. En conséquence, le poste de Président de la Banque a été supprimé, avec effet au 27 juin 2005. Il est à noter que, depuis 1948, les fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque étaient exercées par une même personne. Ce réexamen a, par ailleurs, permis d'officialiser le mandat du Comité exécutif (ExCo), reconnu statutairement comme organe consultatif auprès du Directeur Général, et d'élaborer les chartes du Conseil d'administration et de plusieurs autres comités opérationnels.

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 2006



Coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI en 2005/06

Début 2006, à l'issue d'une vaste consultation auprès des banques centrales d'Asie membres de la Banque, la BRI a annoncé plusieurs initiatives visant à tisser des relations plus étroites avec ses partenaires stratégiques en Asie : un programme de recherche de trois ans sur les questions monétaires et financières en Asie-Pacifique ; le développement des activités de l'Institut pour la stabilité financière (ISF) dans la région ; un élargissement des services bancaires du Bureau de représentation de Hong-Kong RAS.

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 BRI 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 sur les marchés financiers. La Réunion des gouverneurs des pays du G 10 et la Réunion des principales économies émergentes abordent fréquemment des questions conjoncturelles les intéressant plus spécifiquement. 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 est organisée à l'intention des gouverneurs des banques centrales qui ne participent pas directement aux autres réunions, 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 2005/06, les thèmes suivants ont été abordés :

- évolutions récentes sur le marché pétrolier ;
- marchés des changes ;
- Bâle II – contrôle par le pays d'origine et le pays d'accueil ;
- révision des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace ;
- financement du logement ;
- relations entre la banque centrale et le gouvernement.

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 :

- banques centrales et stabilité financière – objectifs, instruments et responsabilité ;
- effets de la mondialisation sur la formation des prix et des salaires – évolution et conséquences ;
- marchés de la dette, produits financiers complexes et gestion du risque ;
- MCE II et adhésion à la zone euro – questions et perspectives ;
- mesure de l'inflation pour la politique monétaire.

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 préserver la solidité et le bon fonctionnement du système financier.

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 2005 a traité de l'évolution du processus inflationniste ;

- 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, au développement du système bancaire dans les économies émergentes.

Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération entre banques centrales

Recherche

La BRI fournit des documents préparatoires pour les réunions des hauts responsables des banques centrales et assure le secrétariat des comités ; elle contribue également à la coopération monétaire et financière internationale en menant des travaux de recherche et d'analyse sur des questions intéressant les banques centrales et, de plus en plus, les autorités des marchés financiers. Ces travaux paraissent dans les publications 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 ; la plupart peuvent être consultés sur le site www.bis.org.

Conformément à la mission de la Banque, les questions de stabilité monétaire et financière constituent l'objet premier de ses travaux de recherche. Ont été plus spécifiquement étudiés :

- changements affectant le processus d'inflation, en particulier lien entre inflation et mondialisation ainsi que rôle du cours de change ;
- mesure et tarification du risque de crédit, notamment telles qu'elles se reflètent dans les nouveaux instruments financiers comme les dérivés de crédit ;
- évaluation de l'appétence pour le risque et effet sur la valorisation des actifs financiers ;
- tendances de l'activité bancaire internationale ;
- coordination des orientations monétaires et prudentielles ;
- corrélation entre gestion du risque, comptabilité et réglementation prudentielle.

La BRI organise également des conférences et séminaires réunissant, en général, hauts responsables, universitaires et acteurs du marché. En juin 2005, dans le cadre des célébrations marquant le 75^e anniversaire de la Banque, la quatrième Conférence annuelle BRI a traité de l'histoire et de l'avenir de la coopération entre banques centrales. En novembre, un séminaire pour hauts responsables a été consacré à l'analyse des relations entre comptabilité, gestion des risques et réglementation prudentielle.

Coopération dans le domaine statistique

Dans le domaine statistique, la décision de la BRI, en janvier 2006, d'assurer le secrétariat de l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) a constitué un développement important. L'IFC est un forum mondial

rassemblant des utilisateurs et des fournisseurs de statistiques dans les banques centrales et fonctionnant de façon informelle, depuis 1997, sous l'égide de l'Institut International de Statistique (IIS). Il est actuellement présidé par Jan Smets, Directeur de la Banque nationale de Belgique et Administrateur Suppléant de la BRI. En avril 2005, l'IFC a organisé plusieurs réunions à l'occasion de la 55^e session de l'IIS, à Sydney. En juin 2005, il a également coparrainé, avec la Banque du Canada, un atelier sur les données nécessaires à l'analyse de la stabilité et de la vulnérabilité des systèmes financiers matures. En avril 2006, il a mis sur pied un séminaire sur le point de vue et les préoccupations des banques centrales concernant la mesure de l'IPC, auquel ont participé la plupart des banques centrales représentées à la Réunion sur l'économie mondiale. L'IFC prépare actuellement sa troisième Conférence, qui se tiendra à la BRI fin août 2006 et portera sur la mesure de la situation financière des ménages. Des informations sur l'IFC, et notamment sur sa gouvernance, ainsi que les documents de ses diverses réunions sont disponibles sur le site www.ifcommittee.org.

L'appui offert par la BRI à l'IFC témoigne de l'importance grandissante que les banques centrales accordent aux données statistiques et aux questions méthodologiques qui s'y rattachent, dans une perspective de stabilité monétaire et financière. Accueillir le secrétariat de l'IFC était donc le prolongement logique des services déjà fournis par la BRI à l'appui des activités statistiques des banques centrales, comme, par exemple, la base de données BRI (BIS Data Bank) et la collecte de nombreuses statistiques financières internationales.

L'an dernier, quatre nouvelles banques centrales (Argentine, Brésil, Chine et Inde) sont devenues contributrices à la base de données BRI, portant à 39 le total des participants, dont la plupart sont des banques centrales actionnaires de la BRI. En outre, les banques centrales actionnaires ne contribuant pas à la base de données ont été invitées à communiquer à la BRI un petit nombre d'indicateurs économiques clés en vue de la préparation des réunions bimestrielles de la BRI.

En octobre 2005, 35 banques centrales ont participé à la Réunion bisannuelle des experts sur les statistiques financières internationales de la BRI, qui a examiné plusieurs questions analytiques et techniques. L'an dernier, le cadre de déclaration a été élargi aussi bien pour les statistiques bancaires consolidées (afin d'étoffer les informations sur l'exposition au risque final, et notamment d'y inclure les éléments de transfert de risque figurant au hors-bilan) que pour les dérivés de gré à gré (données relatives aux contrats dérivés sur défaut). Les statistiques bancaires territoriales de la BRI comportent désormais des données fournies par la Corée, et les statistiques sur les titres domestiques, des informations provenant de la Croatie et du Pakistan. Fin 2005, la BRI a, par ailleurs, décidé de publier une version préliminaire de ses statistiques bancaires internationales plusieurs semaines avant leur parution officielle dans le *Rapport trimestriel BRI*. Les travaux préparatoires en vue de la prochaine enquête triennale sur les marchés des changes et dérivés (prévue pour 2007) ont commencé ; les banques centrales d'une cinquantaine de pays devraient y participer.

L'an dernier, la BRI a collaboré étroitement avec la Banque mondiale, le FMI et l'OCDE, dans le cadre du Groupe de coordination des institutions chargées des statistiques financières, à la création d'une plateforme commune sur les statistiques de la dette extérieure. Le nouveau système d'information, lancé en mars 2006 (www.jedh.org), rassemble des données plus complètes, qui émanent des pays créanciers aussi bien que du marché, et des statistiques fournies par les agences nationales.

La plateforme applique pleinement les normes techniques, lignes directrices orientées contenu et outils de mise en œuvre développés dans le cadre du programme Échange de données et métadonnées statistiques (SDMX). La BRI prend part à SDMX au nom des banques centrales contribuant à ses activités statistiques, en association avec la Banque mondiale, la BCE, Eurostat, le FMI, l'Organisation des Nations unies et l'OCDE. Fin mars 2006, les principales composantes de SDMX étaient disponibles sur le site Internet www.sdmx.org. Cette version intègre un certain nombre de spécifications techniques avalisées par l'Organisation internationale de normalisation (ISO). Des consultations préliminaires avec XBRL International, qui offre un cadre similaire de normes pour les informations comptables, ont permis de confirmer qu'il était possible de relier les deux systèmes d'échange de données statistiques et comptables ; les travaux devraient se poursuivre dans ce sens. La BRI présidera le Comité de parrainage de SDMX en 2006–07.

Gouvernance des banques centrales

La BRI est active dans ce domaine depuis plus de dix ans. Son objectif est de fournir aux banques centrales, en temps utile, des informations précises et des analyses très ciblées. En mai 2005, ces travaux ont été formalisés par les gouverneurs des banques centrales membres de la BRI, qui ont approuvé la Charte constitutive du Forum sur la gouvernance des banques centrales. L'objet de ce Forum, dont le secrétariat est assuré par la BRI, est de favoriser la bonne gouvernance des banques centrales dans l'accomplissement de leur mission d'intérêt public. Il se compose d'un Groupe de gouvernance et d'un Réseau de gouvernance.

Le Groupe de gouvernance est constitué des gouverneurs d'un large éventail de banques centrales représentatives. Ses membres débattent de questions d'actualité relatives à la gouvernance des banques centrales. Ils invitent également des gouverneurs d'autres banques centrales à participer à leurs discussions lorsque les thèmes abordés les concernent plus particulièrement. Au cours de l'année écoulée, le Groupe s'est intéressé à des sujets tels que : législation sur la liberté d'information et banques centrales ; rôle du gouverneur en tant que président des principaux conseils et comités de la banque centrale ; relations entre banque centrale et gouvernement. Suivant les recommandations du Groupe de gouvernance, la Banque accorde la priorité aux questions de gouvernance essentielles au bon fonctionnement d'autorités monétaires indépendantes et responsables.

Le Réseau de gouvernance rassemble plus de 45 grandes banques centrales et autorités monétaires à travers le monde. Ses membres contribuent

activement à l'échange d'informations sur les approches adoptées par les banques centrales concernant les questions institutionnelles et organisationnelles. Cet exercice collégial permet la collecte d'informations sur les banques centrales (missions, pouvoirs, opérations et dispositions relatives à leur obligation de rendre compte), que celles-ci peuvent utiliser pour renforcer leurs institutions.

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

L'an dernier, le Groupe des experts informaticiens et son Groupe d'étude sur les questions de sécurité ont tenu chacun deux réunions, qui ont essentiellement porté sur les sujets suivants : gouvernance informatique ; planification de la continuité d'exploitation ; protection des systèmes internes face à des menaces externes ; informatique nomade ou accès à distance. En partageant avec leurs homologues d'autres organismes leur expérience de divers modèles de gouvernance informatique interne, les membres du Groupe ont pu réaliser un équilibre adéquat entre innovation et normalisation et comprendre les raisons profondes de l'échec de nombre de ces modèles.

La planification de la continuité d'exploitation a reçu une attention toute particulière en raison de la nécessité d'intensifier les préparatifs pour le cas où surviendrait une pandémie de grippe aviaire, laquelle affecterait avant tout la disponibilité des ressources humaines (y compris chez les fournisseurs externes), plutôt que celle des systèmes informatiques.

Les menaces sur la sécurité, quoique toujours importantes, ont entraîné légèrement moins de dysfonctionnements que les années précédentes, sans doute grâce au plus grand nombre d'outils et de mesures disponibles pour détecter et éliminer ces menaces, en particulier les virus. De même, les solutions pour lutter contre les courriers électroniques publicitaires non sollicités sont désormais beaucoup plus répandues, ce qui en réduit la capacité de nuisance. L'informatique nomade et les risques associés appellent une attention constante, à la fois du fait des attentes de la profession et de l'évolution du marché.

Parmi les autres sujets abordés lors des réunions, on peut mentionner les modèles de fourniture de services, les avantages des audits informatiques internes et la conformité aux normes informatiques de meilleures pratiques (ITIL, par exemple).

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. De plus, deux fois par 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.

En juin 2005, la BRI a participé à la 19^e Conférence annuelle plénière des responsables de l'audit interne, dont la Banque du Japon était l'hôte.

Figuraient notamment à l'ordre du jour : rôle de l'audit interne dans l'éthique et questions de déontologie au sein d'une organisation ; conséquences de la loi Sarbanes-Oxley ; audit de la gouvernance d'entreprise ; rôle de l'audit interne dans le cadre de la gouvernance des technologies de l'information ; audit de la gestion de la continuité d'exploitation (sur ce dernier point, la BRI a coordonné les efforts d'un groupe de travail du G 10).

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'informations avec ces institutions.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

Le Groupe des coordinateurs de coopération et de formation techniques, créé au début des années 90 pour coordonner l'assistance technique aux banques centrales des ex-économies planifiées, a tenu son assemblée générale annuelle à Saint-Pétersbourg, en juin 2005, à l'invitation de la Banque centrale de la Fédération de Russie. La réunion a confirmé que la nature de la coopération technique entre banques centrales évoluait à plusieurs égards. Les formes traditionnelles d'assistance technique sont remplacées par des activités de formation et divers types de coopération bilatérale et multilatérale qui prennent de plus en plus d'importance. En outre, beaucoup des anciens bénéficiaires de cette assistance technique en Europe orientale sont désormais engagés dans des actions de coopération technique avec des États de la CEI et des Balkans. Enfin, la coopération technique avec des banques centrales d'autres régions, et notamment d'Asie, se renforce.

La BRI a continué d'apporter son soutien à divers groupes régionaux de banques centrales en organisant ponctuellement des réunions conjointes ou en envoyant des conférenciers. L'an dernier, elle a notamment coopéré avec les groupes suivants :

- SEACEN (South East Asian Central Banks) ;
- CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos) ;
- des banques centrales d'Europe orientale et de la CEI, dans le cadre de l'Institut multilatéral de Vienne ;
- le Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG), parrainé, entre autres, par la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) ;
- MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa).

Communication

Le 75^e anniversaire de la BRI, en 2005, a été l'occasion de mieux faire connaître le rôle joué par la Banque depuis 1930 dans la promotion de la coopération financière internationale.

- Une exposition (« this is the biz »), inaugurée par le Président du Conseil d'administration, Nout Wellink, lors de la 75^e Assemblée générale ordinaire, a été ouverte au public pendant deux semaines en juillet 2005 ; elle a accueilli au total 6 000 visiteurs extérieurs. Outre de nombreux documents et illustrations d'époque sur la BRI, cette exposition présentait

une série d'entretiens filmés avec plusieurs gouverneurs de banque centrale ; une présentation multimédia retraçait l'histoire de la Banque et expliquait ses fonctions actuelles.

- L'intégralité des *Rapports annuels* de la BRI de 1930 à 2005, dans les quatre langues officielles de la Banque, a été publiée sur DVD. Ce support, qui permet un accès facile aux informations, sera également mis à la disposition des bibliothèques et des chercheurs.

Présenté en janvier 2006, le nouveau format du site Internet BRI améliore encore l'accès aux travaux de recherche des banques centrales et aux discours des principaux gouverneurs. La section *Research Hub*, plateforme de recherche des banques centrales créée en 2004, regroupe aujourd'hui 40 institutions.

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, d'une part, de renforcer les relations entre banques centrales et instances prudentielles régionales et, d'autre part, de favoriser la coopération au sein de chaque région. Leurs principales tâches consistent à : organiser des réunions ; encourager l'échange d'informations et de données ; contribuer aux travaux de recherche financière et économique de la Banque sur les deux régions. L'an dernier, cette contribution, axée sur l'évolution du marché obligataire, les marchés des changes régionaux et la gestion des réserves de change a donné lieu à plusieurs publications.

Dans leur région, les Bureaux participent à l'offre des services bancaires BRI en assurant des visites régulières aux responsables de la gestion des réserves des banques centrales et en organisant des rencontres aussi bien avec les experts techniques que les hauts responsables.

Asie-Pacifique

En Asie, la salle des opérations de Trésorerie régionale a encore amélioré les services bancaires à la clientèle locale, grâce à ses activités de marché quotidiennes ; à cette fin, deux membres du postmarché ont été transférés du siège. La salle des opérations joue également un rôle de tout premier plan dans la gestion des nouveaux produits sur dollar australien et des placements de la Banque en monnaies d'Asie.

La BRI a participé, en qualité d'administrateur, à la création et à l'introduction partielle en bourse de fonds de placement dans le cadre du second Fonds obligataire Asie (ABF2) de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks). Les onze banques centrales membres de l'EMEAP ont placé une partie de leurs réserves de change dans des obligations en monnaie locale émises par des emprunteurs souverains ou quasi souverains de huit économies EMEAP. Durant la période, la BRI a soutenu l'ouverture à un financement public du Pan-Asia Bond Index Fund de l'ABF et le lancement des premiers fonds obligataires échangés sur un marché organisé à Hong-Kong RAS,

en Malaysia, à Singapour et en Thaïlande. En outre, le gestionnaire du fonds ABF1 a été transféré au Bureau d'Asie, dont les économistes ont continué d'appuyer ces initiatives par leurs travaux de recherche sur les marchés obligataires asiatiques.

Le Comité consultatif Asie (CCA) s'est réuni à deux reprises en réponse aux propositions de la Direction de la BRI visant à consolider le lien entre les banques centrales membres d'Asie et la Banque. Ces propositions prévoient un programme de recherche sur trois ans impliquant un fort engagement du personnel, un élargissement des services bancaires et une intensification des travaux de l'Institut pour la stabilité financière (ISF) appuyée par la présence à plein temps d'un membre de l'ISF au Bureau d'Asie. La réunion du CCA de juin 2005, à Bâle, a porté sur les grandes lignes d'une nouvelle stratégie en Asie et la suivante, tenue en février 2006 à Shanghai, a approuvé certaines propositions. À l'occasion de cette deuxième réunion, le CCA a transmis au Conseil d'administration de la BRI le compte rendu de sa réflexion sur le rôle des banques centrales d'Asie au sein de la BRI (commencée lors d'une retraite antérieure du CCA). Immédiatement après cette réunion, la huitième Réunion spéciale des gouverneurs des banques centrales d'Asie, en présence de plusieurs gouverneurs extérieurs à la région, a examiné les perspectives économiques et l'évolution des marchés d'obligations d'entreprise.

Le Bureau d'Asie a organisé ou coorganisé plusieurs réunions ayant trait à la politique monétaire, l'évolution financière et la stabilité financière :

- réunion sur la réglementation des titres, à l'attention des autorités de contrôle bancaire, en collaboration avec l'Institut pour la stabilité financière (mai 2005) ;
- dixième et onzième réunions du Forum EMEAP sur les marchés des changes et d'autres marchés financiers (juin et décembre 2005) ;
- réunion sur l'intégration monétaire en Asie, organisée avec le Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR) (octobre 2005) ;
- réunion des gestionnaires de réserves des banques centrales, à la Banque de Réserve d'Australie, à Sydney (octobre 2005) ;
- réunion sur les objectifs et la mise en œuvre de la politique monétaire en Asie, conjointement avec le HKIMR (novembre 2005) ;
- réunion sur l'évolution des marchés d'obligations d'entreprise, coorganisée avec la Banque populaire de Chine, à Kunming (novembre 2005) ;
- quatrième réunion des experts des banques centrales sur les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire (mars 2006).

Amériques

Durant sa troisième année d'activité, le Bureau des Amériques s'est particulièrement employé à étendre et approfondir la coopération avec les banques centrales et les instances prudentielles de la région. Il a également accueilli ou appuyé une série de réunions de haut niveau à Mexico et dans d'autres villes, parfois conjointement avec des banques centrales régionales et diverses institutions. Ses principales activités en ce sens ont été les suivantes :

- réunion consultative régionale sur le rapport du CSPR exposant des recommandations générales pour la mise au point d'un système de paiement national (*General guidance for national payment system development*), en coopération avec la Banque centrale de la République dominicaine et le Consejo Monetario Centroamericano (août 2005, République dominicaine) ;
- séminaire conjoint de l'ISF et de l'ASBA (Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas) à l'intention des autorités de contrôle bancaire sur le risque de crédit dans le cadre de Bâle II (septembre 2005, Mexico) ;
- séminaire sur l'attitude des autorités face aux mouvements internationaux de capitaux (septembre 2005, Mexique), à l'invitation du CEMLA ;
- réunion du Groupe d'étude sur la politique monétaire en Amérique latine (octobre 2005, Argentine) ;
- séminaire conjoint ISF-CEMLA à l'intention des autorités de contrôle bancaire sur le processus de surveillance prudentielle de Bâle II (novembre 2005, Argentine) ;
- réunion de haut niveau sur l'évolution des systèmes bancaires, ses enjeux et ses implications pour la politique monétaire et la stabilité financière, ciblée sur les petites économies ouvertes (janvier 2006, Jamaïque) ;
- séminaire conjoint ISF-ASBA sur la validation des systèmes fondés sur les notations internes selon Bâle II (février 2006, Pérou) ;
- séminaire régional du Groupe de travail du CSFM sur le lien entre stabilité financière et marchés obligataires en monnaie locale (mars 2006, Mexico) ;
- création d'un espace de communication virtuel sécurisé pour les juristes des banques centrales de la région sur la plateforme eBIS de la Banque.

Institut pour la stabilité financière

L'ISF a pour mandat d'aider les autorités du secteur financier à renforcer leurs systèmes financiers ainsi que de promouvoir la stabilité financière dans le monde. Son programme est destiné à diffuser les normes et bonnes pratiques essentiellement auprès des superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance.

Le premier volet de ce programme existe de longue date ; il comprend des séries de séminaires, de conférences et de réunions de haut niveau qui ont lieu aussi bien à Bâle qu'ailleurs dans le monde. En 2005, l'Institut a organisé 51 événements sur un large éventail de sujets ayant trait à la surveillance du secteur financier ; plus de 1 700 représentants de banques centrales et d'instances prudentielles y ont participé. Il s'agit, par ces réunions, de favoriser l'échange d'informations, de recenser les problèmes et de consolider les contacts transfrontières dans le domaine prudentiel. L'ISF poursuit également sa série de réunions de haut niveau visant à promouvoir l'échange d'informations entre autorités prudentielles des diverses régions sur les questions et projets suscités par la mise en œuvre de Bâle II. Les banques

commerciales sont parfois représentées lors de ces réunions, ce qui permet à la communauté prudentielle de se tenir informée sur les problèmes de mise en œuvre rencontrés par les banques.

Le second volet du programme de l'ISF est FSI Connect, outil d'information et de formation en ligne à l'intention des superviseurs bancaires de tous niveaux de compétence et d'expérience. Cet outil propose actuellement plus de 100 modules sur une grande diversité de sujets, et l'offre est régulièrement élargie. Une quarantaine de modules ayant trait aux fonds propres et à Bâle II sont en cours de traduction en français et en espagnol, pour toucher une plus large audience dans le monde entier. Plus de 120 banques centrales et autorités prudentielles d'environ 105 juridictions sont actuellement abonnées à FSI Connect, ce qui représente environ 8 000 utilisateurs.

Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Sous la présidence de Jaime Caruana, Gouverneur de la Banque d'Espagne, auquel succédera Nout Wellink, Président de la Banque des Pays-Bas, à compter du 1^{er} juillet 2006, le CBCB œuvre à renforcer les dispositifs de supervision bancaire et à promouvoir les meilleures pratiques de gestion des risques dans le secteur bancaire.

Mise en œuvre du dispositif révisé d'adéquation des fonds propres (Bâle II)

Après une très large consultation, le Comité, en étroite collaboration avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), a annoncé en juillet 2005 plusieurs perfectionnements au traitement des opérations de négociation proposé dans Bâle II. De plus, il a publié les résultats d'une étude consacrée à l'impact de Bâle II sur les exigences réglementaires de fonds propres. Menée au quatrième trimestre 2005 par des banques de la plupart des pays membres et de quelques pays non membres, cette étude a confirmé le facteur scalaire de 1,06 % à appliquer aux évaluations des banques par la méthode des notations internes.

La cohérence de la mise en œuvre de Bâle II au niveau international demeure l'une des priorités du Comité. À cet égard, le Groupe chargé de l'application de l'accord (GAA) continue d'encourager la collaboration et l'homogénéité. Les membres du GAA partagent régulièrement leur expérience avec d'autres autorités prudentielles en vue d'établir des stratégies d'application adaptées aux activités des banques d'envergure internationale. À cette fin, ils ont mis au point en juin 2006, en coopération avec des pays non membres du Comité, des recommandations pour un échange d'informations efficace entre autorités de contrôle des pays d'origine et d'accueil dans le cadre de Bâle II. Le Comité a également fait connaître ses vues sur la validation des portefeuilles à faible taux de défaut, le recours aux produits offerts par des prestataires externes et le risque opérationnel.

Gouvernance d'entreprise pour les banques

La gouvernance d'entreprise a continué de susciter un grand intérêt dans le monde entier après la défaillance retentissante de plusieurs processus de gouvernance, qui ont conduit l'OCDE à publier une version révisée de ses principes de gouvernance d'entreprise en 2004. En février 2006, le CBCB a diffusé une version mise à jour et sensiblement remaniée de son document de 1999 intitulé *Renforcement de la gouvernance d'entreprise pour les organisations bancaires*, qui prend en compte les spécificités du secteur bancaire.

Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace

En avril 2006, le CBCB a diffusé, pour consultation, deux documents révisés et mis à jour, les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* et la *Méthodologie* qui les accompagne. Les *Principes fondamentaux*, publiés pour la première fois en septembre 1997, sont utilisés par les autorités nationales et des évaluateurs externes comme référence pour déterminer la qualité des systèmes prudentiels du point de vue du respect des principes fondamentaux. La *Méthodologie*, dont la version initiale remonte à 1999, a été conçue pour améliorer l'objectivité et la comparabilité de ces évaluations. De nombreux utilisateurs et spécialistes ont participé à l'adaptation de ces documents. Depuis 1997, en effet, la réglementation bancaire a beaucoup évolué, les divers pays appliquant les principes fondamentaux ont acquis une plus large expérience et de nouvelles questions se sont posées.

Comptabilité et audit

Au cours de l'exercice écoulé, le Comité s'est efforcé de contribuer à la mise au point de normes internationales de comptabilité et d'audit. Grâce à une concertation à un haut niveau avec les instances de normalisation et les principaux acteurs de ces deux domaines, il peut, à un stade précoce du processus d'élaboration des normes, prendre position en toute connaissance de cause et faire en sorte que les préoccupations prudentielles en matière de comptabilité et d'audit soient mieux comprises.

Le Comité a mis au point des recommandations destinées à résoudre les problèmes prudentiels des banques qui, pour évaluer leurs instruments financiers, choisissent d'adopter l'option de comptabilisation à la juste valeur, récemment publiée par l'International Accounting Standards Board (IASB). Il a publié des recommandations pour de bonnes pratiques d'évaluation du risque de crédit et de valorisation des prêts dans lesquelles est examinée la possibilité d'utiliser des données et procédures communes pour l'évaluation du risque de crédit, la comptabilité et l'adéquation des fonds propres. Enfin, le Comité a formulé des commentaires sur les normes internationales d'audit révisées et a participé au développement des organismes de surveillance de la profession.

Participation accrue des pays non membres aux travaux du Comité

Depuis mai 2006, le Comité communique ses ordres du jour, programmes d'action et documents de travail aux présidents des groupes régionaux

de contrôleurs bancaires, qui peuvent les faire circuler à leur entière discrétion. Il publie de plus en plus d'informations sur le site Internet BRI. Il participe activement à l'organisation de la prochaine Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, qui se tiendra à Mexico en octobre 2006.

Comité sur le système financier mondial

Le CSFM, qui se réunit quatre fois par an, a pour mandat de suivre l'évolution des marchés financiers internationaux et d'en rendre compte aux gouverneurs des banques centrales des pays du G 10. Ses membres entreprennent également des projets communs à plus long terme dans le cadre de groupes d'étude ou de travail portant sur des sujets qui revêtent une importance particulière en ce qui concerne l'évolution des marchés financiers. Ce comité comprend des représentants du haut encadrement des banques centrales du G 10 (BCE comprise) ainsi que des représentants de quelques autres banques centrales des économies et centres financiers parmi les plus importants.

Suivi des marchés financiers

Les consultations du Comité dans ce domaine ont porté principalement sur l'évolution des conditions macroéconomiques et des marchés financiers, en particulier :

- conséquences, pour l'économie mondiale, d'un retournement du cycle du crédit et de la hausse des prix des produits de base ;
- implications du resserrement généralisé de la politique monétaire pour les banques des économies émergentes ;
- accumulation de réserves de change dans de nombreuses économies émergentes et conséquences locales ;
- baisse des rendements obligataires longs, rôle joué par les fonds de pension en la matière et ses implications ;
- impact de l'ouragan Katrina sur le secteur mondial de la réassurance ;
- raisons du rétrécissement des écarts de rendement sur les marchés émergents ;
- causes et effets de l'augmentation récente du nombre de fusions-acquisitions ;
- origines de la faiblesse de l'investissement des entreprises dans certaines économies.

Groupes de travail et autres activités

En janvier 2006, le CSFM a publié sous le titre *Housing finance in the global financial market* le rapport d'un groupe de travail chargé d'étudier les facteurs structurels déterminant l'offre et la demande de financement dans le domaine du logement. Les principales conclusions de l'étude ont été les suivantes : l'évolution du marché du financement du logement a conduit à une amélioration des conditions d'octroi et de tarification des crédits qui a accru la stabilité financière et macroéconomique ; des simulations de crise, menées par plusieurs banques centrales notamment, indiquent que le niveau actuel

d'endettement est soutenable et que la majorité des emprunteurs seraient en mesure de faire face à une baisse éventuelle des prix des logements et à une hausse des taux d'intérêt ; le fait que les logements soient de plus en plus financés sur les marchés des capitaux pourrait renforcer le lien entre l'évolution des marchés financiers mondiaux et les marchés du logement domestiques.

Le CSFM travaille actuellement aux projets suivants :

- atelier, avec des intervenants du marché, consacré aux raisons des changements récemment intervenus sur les marchés du crédit (développement des dérivés de crédit et des produits structurés) et à leurs conséquences ;
- groupe d'étude sur la volatilité appelé à analyser les facteurs expliquant la faible volatilité récemment observée sur les marchés financiers, qui pourrait inciter les intervenants à prendre des risques excessifs, ce qui pourrait constituer une menace pour la stabilité financière ;
- groupe de travail sur la stabilité financière et les marchés obligataires en monnaie locale, chargé d'examiner dans quelle mesure l'émission de dette en monnaie locale améliore l'intermédiation financière domestique et contribue à la stabilité financière ;
- groupe de travail sur les investisseurs institutionnels, destiné à analyser l'influence exercée par les changements de normes réglementaires et comptables ainsi que par les réformes structurelles des systèmes publics de retraite sur l'allocation d'actifs et la prise de risque par les investisseurs institutionnels.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le CSFR contribue au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers en encourageant la mise en place de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces. Pendant la période sous revue, il a étendu sa coopération avec d'autres institutions et groupements internationaux, et associé à ses travaux un groupe de plus en plus large de banques centrales. Il est présidé par Timothy F. Geithner, Président et Chief Executive Officer de la Banque de Réserve fédérale de New York.

En mai 2005, le Comité a publié deux rapports, l'un sur la surveillance des systèmes de paiement et de règlement par les banques centrales, l'autre sur les nouveaux développements dans les systèmes de paiement de montant élevé. En janvier 2006, il a diffusé deux publications : un rapport sur les dispositifs de garantie transfrontières et des orientations générales pour le développement d'un système national de paiement. Ce second document a été enrichi par les commentaires issus de la consultation de mai 2005.

En février 2006, le Comité a annoncé la réalisation, au deuxième trimestre, d'une enquête sur les modalités de gestion, dans les banques et certains autres établissements, des risques associés au règlement des opérations de change. Prolongeant celles de 1996 et de 1997 dont les résultats ont été présentés dans *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report*, cette enquête tient compte des derniers développements importants en matière de pratiques de règlement.

En mars 2006, le Comité et la Banque mondiale ont soumis à consultation un rapport, intitulé *Services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants–Principes généraux*, qui analyse ce domaine sous l’angle des systèmes de paiement. Pour aider les pays qui souhaitent améliorer les services de transfert de fonds, il formule cinq principes généraux, portant sur : la transparence et la protection des consommateurs ; l’infrastructure des systèmes de paiement ; le cadre juridique et réglementaire ; la structure des marchés et la concurrence ; la gouvernance et la gestion des risques.

Le Comité a continué de renforcer sa coopération avec les banques centrales hors G 10, en particulier dans les économies émergentes, afin d’élargir son champ d’intervention. Il a également fait bénéficier de son soutien et de son expérience des ateliers et des séminaires organisés par la BRI, en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

Comité des marchés

Le CM rassemble de hauts responsables des opérations de marché dans les banques centrales du G 10. Ses réunions bimestrielles sont l’occasion de procéder à des échanges de vues sur l’évolution conjoncturelle et les modifications structurelles 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. Le Comité convie à ses débats des représentants de grandes économies : Australie, Brésil, Chine, Corée, Espagne, Hong-Kong RAS, Mexique, Singapour et, depuis début 2006, la Banque de Réserve d’Inde.

Les thèmes abordés ont été les suivants :

- variations récentes des principaux cours de change bilatéraux et influence de l’évolution des perspectives de la politique monétaire dans les trois grandes zones monétaires ;
- conséquences de la réforme du régime de change en Chine ;
- incidence, sur le fonctionnement des marchés des changes, du recours croissant à des plateformes électroniques de négociation ;
- défis présentés par un environnement de faible volatilité ;
- facteurs à l’origine du renchérissement récent des matières premières, de l’or en particulier ;
- mouvements des rendements obligataires sur les principaux marchés, en mettant l’accent sur le rôle des facteurs d’offre et de demande (influence des investisseurs institutionnels et impact des modifications de la réglementation des fonds de pension, notamment) ainsi que sur l’hétérogénéité accrue des évolutions pour toutes les catégories d’emprunteurs ;
- conséquences, pour les marchés financiers, de l’accumulation de réserves de change.

Les membres du CM se sont également penchés sur des sujets plus spécifiques : préparation de la prochaine étude triennale BRI sur les marchés

des changes et dérivés (avril 2007) ; défis que pose aux banques centrales la continuité d'exploitation ; divers aspects de la mise en œuvre de la politique monétaire. Hiroshi Nakaso, Directeur Général de la Banque du Japon, a succédé à Sheryl Kennedy, Sous-Gouverneur de la Banque du Canada, comme Président du Comité des marchés, avec effet au 1^{er} juin 2006.

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 défini des caractéristiques destinées à empêcher la reproduction de billets au moyen de photocopieurs couleur ou d'autres appareils faisant appel à la technologie numérique (ordinateurs personnels, imprimantes, scanners). La BRI apporte son assistance au GDC en hébergeant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large

Groupe des Dix

La Banque a continué de contribuer activement aux travaux des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale 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.

En septembre 2005 a été publié un rapport, préparé à la demande des suppléants du G 10, sur les conséquences, pour les marchés financiers et les politiques économiques, du vieillissement des populations et de la réforme des systèmes de retraite. Ce rapport indique que les modifications en passe d'être apportées aux régimes de pension publics et privés pourraient augmenter notablement l'influence, sur les marchés financiers, de l'épargne-retraite et des mouvements de capitaux connexes. Il recommande que les dispositifs réglementaires et prudentiels visent à renforcer la tendance actuelle à une gestion plus rigoureuse des risques et, s'agissant des fonds de pension, à accroître leur transparence et améliorer leurs pratiques de gouvernance, notamment en veillant à la cohérence entre règles de financement, exigences prudentielles et normes comptables. La réglementation fiscale ne devrait pas empêcher les fonds de pension privés de constituer des réserves, mais elle devrait limiter le recours aux exemptions fiscales. Par ailleurs, devant l'ampleur croissante des transferts de risques vers les particuliers, il convient d'améliorer l'éducation financière des bénéficiaires et le conseil à leur endroit pour protéger leurs intérêts. Le Groupe a également engagé des travaux en vue de pérenniser certaines fonctions essentielles assurées par des institutions financières du secteur privé.

Forum sur la stabilité financière

Créé en 1999, le FSF s'emploie à favoriser la stabilité financière internationale en renforçant l'échange d'informations et la coopération en matière de supervision et de surveillance financières. 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, dont la BRI abrite le secrétariat, rassemble de hauts responsables des ministères des Finances, des banques centrales et les superviseurs des principales places financières ainsi que les représentants d'institutions internationales des domaines économique et financier (Banque mondiale, BRI, FMI et OCDE), de régulateurs internationaux (AICA, Comité de Bâle, IASB et OICV) et de groupes d'experts des banques centrales (CSFM et CSPR). Des informations supplémentaires sont disponibles sur www.fsforum.org.

Le FSF tient chaque année deux sessions plénières ; les dernières se sont tenues à Londres, en septembre 2005, et à Sydney, en mars 2006. Il organise aussi des rencontres régionales destinées à favoriser de plus larges échanges de vues sur les vulnérabilités du système financier et encourager les travaux engagés au plan national et international pour y remédier. Les plus récentes ont eu lieu à Mexico en novembre 2005, pour l'Amérique latine, et à Sydney en mars 2006, pour l'Asie-Pacifique.

En outre, le FSF a examiné divers sujets durant l'exercice : état de préparation des grands établissements financiers face aux mutations de l'environnement économique et financier ; enseignements tirés des épisodes de tensions sur la liquidité de marché ; principes permettant d'assurer la continuité des activités des sociétés financières et des autorités ; répercussions possibles de la pandémie de grippe aviaire sur la stabilité économique et financière ; bilan de l'application des normes et codes internationaux ; solidité du processus de détermination des normes financières internationales ; préoccupations suscitées par l'excès de régulation.

La vive expansion du secteur des fonds spéculatifs ces dernières années a attiré l'attention des marchés et des autorités. En novembre 2005, le FSF a donc tenu deux ateliers informels, réunissant des responsables de premier plan des fonds spéculatifs, de leurs contreparties et d'autorités financières, dans le but de favoriser le dialogue. Ces ateliers ont eu pour thèmes : tendances du secteur ; risques dans l'environnement de marché actuel ; enjeux de la gestion des risques pour les fonds spéculatifs et leurs contreparties ; aspects opérationnels.

Le FSF a également soutenu les efforts consacrés au renforcement des normes et pratiques internationales en matière de comptabilité et d'audit, notamment en facilitant les échanges de vues entre parties prenantes. Dans ce but, la Fédération internationale des comptables (International Federation of Accountants – IFAC), le FSF et l'IASB (International Accounting Standards Board) ont, en février 2006, organisé une table ronde sur plusieurs thèmes : bilan de la première année de mise en œuvre des normes internationales d'information financière (IFRS) ; processus de convergence entre l'IASB et les autres régulateurs ; questions liées à la comptabilisation à la juste valeur ;

risques associés à la communication financière. Cette table ronde a réuni de hauts responsables qui représentaient les autorités nationales compétentes en matière d'information financière, les associations professionnelles de comptables et d'auditeurs, les régulateurs, les intervenants de marché (banques, sociétés financières, entreprises industrielles et commerciales ainsi qu'investisseurs), les instances internationales de réglementation et les institutions financières internationales.

Prolongeant les initiatives nationales et internationales de certains de ses membres et ses propres travaux antérieurs, le FSF a lancé, en mars 2005, un processus pour favoriser de nouvelles améliorations dans les places franches financières (PFF). Il a établi un groupe chargé d'assurer le suivi des travaux menés par les membres du FSF pour veiller à ce que les PFF répondent aux normes internationales et pour remédier aux lacunes qui subsistent dans plusieurs d'entre elles, notamment en ce qui concerne la coopération et l'échange d'informations transfrontière, mais aussi l'adéquation des ressources prudentielles. Ce groupe de suivi a tenu sa première réunion officielle en février 2006 et a rendu compte de ses activités au FSF réuni en séance plénière.

Fin avril 2006, Roger W. Ferguson Jr a quitté la présidence du FSF en raison de son départ de la Réserve fédérale ; Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie, lui a succédé.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

La BRI accueille le Secrétariat de l'AICA depuis qu'il a été constitué, en janvier 1998. L'AICA joue, dans le secteur de l'assurance, un rôle semblable à celui du Comité de Bâle en matière de contrôle bancaire. Elle a pour objet de contribuer à la stabilité financière mondiale en renforçant la surveillance du secteur de l'assurance, en élaborant des normes et en développant la coopération internationale à travers l'échange d'informations 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 (dans le cadre de l'Instance conjointe Comité de Bâle-OICV-AICA). En outre, elle participe activement aux travaux du Forum sur la stabilité financière. L'augmentation constante du nombre de membres et observateurs témoigne de la reconnaissance grandissante du rôle de l'AICA. Des informations supplémentaires sont disponibles sur www.iaisweb.org.

L'évolution du paysage financier a amené l'AICA à prendre, l'an passé, plusieurs initiatives majeures en vue de l'élaboration et de l'harmonisation de normes applicables au secteur de l'assurance, principalement en matière de comptabilité, d'adéquation des fonds propres et de solvabilité, ainsi que de réassurance.

En matière de comptabilité, l'AICA a publié, en juin 2005, un document intitulé *Issues arising as a result of the IASB's insurance contracts project – Phase II: initial IAIS observations*, qui émet de premières observations sur certaines questions précises de mesure, communes aux états financiers destinés à la publication et remis aux autorités prudentielles, et que l'IASB devrait, selon elle, intégrer dans ses réflexions sur la phase II de son projet sur

les contrats d'assurance, notamment en ce qui concerne l'évaluation des passifs d'assurance.

Concernant l'adéquation des fonds propres et la solvabilité, l'AICA a approuvé, en octobre 2005, un document stratégique sur le nouveau dispositif de surveillance de l'assurance (*A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*), qui explique la logique et les composantes de ce dispositif. Simultanément, l'AICA a approuvé son document fondamental intitulé *Towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency: cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements*, qui décrit les grandes lignes de la structure et des normes communes du dispositif, en mettant en évidence quelques-uns des principaux fondements de la formulation d'exigences prudentielles financières. En février 2006 a été publié un autre document normatif de portée générale, intitulé *Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*, qui dresse une « feuille de route » pour l'établissement du nouveau dispositif de surveillance de l'assurance.

En octobre 2005 également, l'AICA a approuvé un document intitulé *Guidance paper on risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*. En décembre, l'AICA a publié son deuxième rapport annuel sur le marché mondial de la réassurance, *Global reinsurance market report*, qui rend compte de la santé financière du secteur en 2004, année marquée par de nombreuses catastrophes naturelles, notamment quatre ouragans dévastateurs aux États-Unis et plusieurs typhons au Japon. Le rapport examine ensuite brièvement les grands sinistres de 2005, surtout l'ouragan Katrina, qui a eu de lourdes conséquences sur la réassurance ; il conclut que, malgré une baisse significative des bénéficiaires, le secteur dans son ensemble n'aura pas à subir de détérioration significative de ses fonds propres.

La formation demeure une priorité pour l'AICA. L'an dernier, elle a organisé 20 séminaires, conférences et ateliers dans le monde, dont certains avec, notamment, l'Institut pour la stabilité financière (ISF). Parallèlement, avec l'assistance de la Banque mondiale, elle a, dans le cadre du projet à l'intention des contrôleurs d'assurance, élaboré 25 modules de formation à une application poussée des principes fondamentaux de l'AICA.

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. Elle regroupe 61 organismes du monde entier (44 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. L'Association est présidée par Jean Pierre Sabourin, également Président du Conseil exécutif, et a pour Secrétaire Général John Raymond LaBrosse.

Au cours de sa quatrième année d'existence, l'IADI a continué de promouvoir et d'élargir les contacts internationaux entre organismes de garantie des dépôts et autres parties intéressées. Ainsi, sa quatrième

Conférence annuelle, tenue à Taipei en septembre 2005, a réuni 150 responsables de 49 pays, qui ont pu débattre des réponses à apporter aux défis posés par les faillites bancaires.

Par ailleurs, l'IADI a créé la Semaine internationale de l'assurance-dépôt, dont la première édition s'est accompagnée d'une exposition qui a permis à 32 organismes de présenter les principales caractéristiques des systèmes de protection des dépôts existant dans différents pays. L'Association a également institué le prix de l'organisme d'assurance-dépôt de l'année, qu'elle attribuera à l'un de ses membres pour couronner une réussite majeure et/ou récompenser une contribution à la promotion des objectifs de l'IADI.

Dans le cadre de son deuxième objectif, l'IADI a publié des documents d'orientation sur :

- la création et la structure de systèmes de protection des dépôts ;
- la mise en place de régimes à primes différenciées ;
- la promotion de relations efficaces entre les divers participants au filet de sécurité financier ;
- la liquidation des banques (*Bank resolutions consultation paper*).

À l'échelon régional, l'IADI organise des conférences, séminaires et réunions, dont les plus récents ont eu lieu à Almaty, Cartagena, Manille, Abuja, Taipei, Prague et Marrakech. En collaboration avec la Banque asiatique de développement, elle a préparé un séminaire international sur l'intégration de la surveillance financière et du rôle des organismes de protection des dépôts, qui s'est tenu en février 2006.

L'IADI présente ses activités sur son site (www.iadi.org) et dans sa lettre bimestrielle.

Services financiers de la Banque

Services bancaires

La BRI propose une gamme étendue de services financiers, spécifiquement conçus à l'intention des banques centrales et autres autorités monétaires pour les aider à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle est actuellement constituée de quelque 130 institutions nationales auxquelles s'ajoutent plusieurs institutions internationales.

Sécurité et liquidité sont les qualités essentielles des services d'intermédiation de crédit de la Banque, lesquels s'appuient sur un dispositif rigoureux de gestion interne des risques. Conformément aux meilleures pratiques, une unité de contrôle des risques indépendante, faisant 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 placements, en termes de monnaies, de liquidité et d'échéances. Outre sa gamme classique de produits de court terme, tels que comptes à vue/à préavis et dépôts à terme, elle 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. L'offre standard de la BRI comporte également des MTI avec option de remboursement anticipé et d'autres instruments comportant des caractéristiques optionnelles.

En outre, la Banque réalise 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, ou fonds commun de placement à capital variable (BIS Investment Pool – BISIP). Les deux fonds obligataires Asie (Asian Bond Fund 1 et 2) sont administrés par la BRI dans le cadre de la structure BISIP, le premier étant géré par la Banque elle-même, et le second, par des gestionnaires externes.

Deux salles de marché interconnectées exécutent les opérations financières 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 2005/06

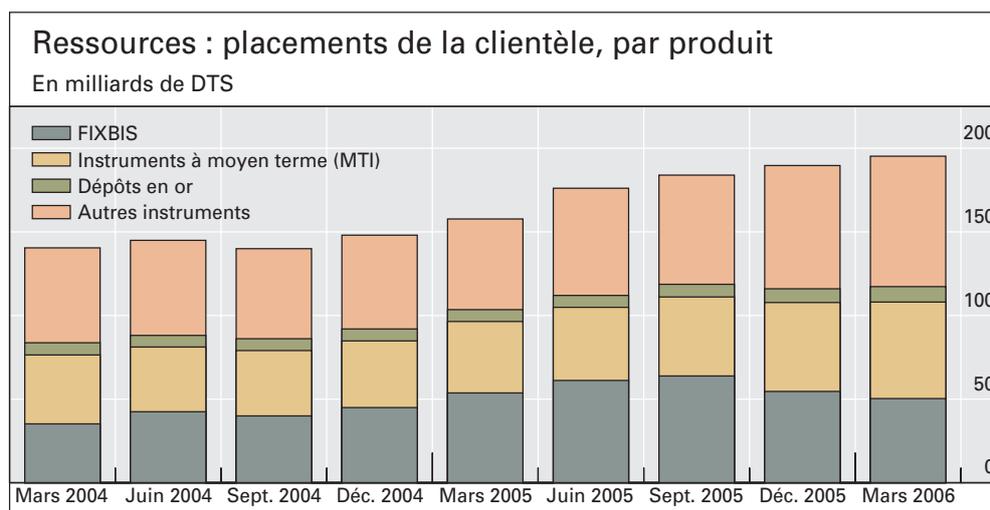
Le bilan de la BRI a poursuivi son expansion en 2005/06, inscrivant un record de fin d'exercice, le 31 mars 2006, à DTS 220,1 milliards. La hausse de DTS 39,6 milliards, soit 22 %, par rapport à l'exercice précédent est attribuable, pour DTS 2,7 milliards, aux variations de change résultant notamment de l'appréciation du dollar EU contre DTS et, pour DTS 3,7 milliards, à la montée du cours de l'or.

Passif

La taille du bilan de la BRI est essentiellement déterminée par les placements de sa clientèle. Au 31 mars 2006, ceux-ci (hors opérations de pension) se chiffraient à DTS 195,2 milliards, contre DTS 157,7 milliards un an auparavant.

Les placements de la clientèle sont libellés en monnaies à hauteur de quelque 95 % et, pour le reste, en or. Les dépôts en monnaies se sont accrus, passant de DTS 150,6 milliards il y a un an à DTS 186,0 milliards au 31 mars 2006, soit l'équivalent d'environ 6 % du total des réserves de change mondiales. La part du dollar EU s'élève à 65 %, et celle de l'euro, à 20 %. L'expansion des dépôts en or, passés de DTS 7,1 milliards à DTS 9,2 milliards, s'explique essentiellement par des effets de valorisation (renchérissement de l'or).

L'augmentation des dépôts a surtout bénéficié aux instruments à moyen terme (MTI), produit privilégié par la clientèle, laquelle a intensifié ses souscriptions de 35 %, et aux dépôts à terme, qui se sont accrus de plus de 40 % – en partie au détriment du FIXBIS, instrument plus liquide mais moins rémunéré.



La source géographique des dépôts en monnaies indique une baisse relative des apports de la clientèle d'Asie et une hausse de celle d'autres parties du monde (Europe, en particulier).

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. De plus, la Banque détient 165 tonnes d'or fin, après avoir cédé 15 tonnes durant l'exercice. La BRI gère prudemment son exposition au risque de crédit : au 31 mars 2006, plus de 99,7 % de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A- (note 4E des états financiers).

Les avoirs sous forme de dépôts en monnaies et de titres, y compris titres pris en pension, totalisaient DTS 199,2 milliards le 31 mars 2006, contre DTS 165,4 milliards un an auparavant. Ces fonds supplémentaires ont été principalement investis en bons du Trésor, dépôts à terme auprès des banques et titres de dette émis par des banques commerciales.

La BRI utilise divers instruments dérivés pour optimiser la gestion de ses actifs et passifs (note 9 des états financiers).

Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)

Mandataire (trustee) d'emprunts publics internationaux

Durant l'exercice, la BRI 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 Banque fédérale d'Allemagne, en tant qu'agent payeur, a notifié à la BRI que la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Administration fédérale allemande des titres) avait fait procéder, en 2005, à un versement d'approximativement €4,9 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 par la BWV de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young, 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

Dans le cadre d'un accord de restructuration de la dette extérieure, signé en octobre 2005 entre la République fédérale du Nigeria et quinze pays créanciers membres du Club de Paris, la BRI a conclu, le 31 octobre 2005, une Convention de dépôt et de séquestre avec la Banque centrale du Nigeria, en vertu de laquelle elle détient des fonds et les distribue à chaque pays créancier après que celui-ci ait conclu un accord bilatéral avec le Nigeria.

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 2005–06 ont concerné 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

Modification de la structure de gouvernance de la BRI

En 2004, la BRI 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 spécifique de la BRI en tant qu'organisation internationale (*75^e Rapport annuel*, juin 2005).

Le réexamen a été effectué par trois experts indépendants de grande renommée : le Professeur Klaus J. Hopt, membre du Directoire de l'Institut Max Planck pour le droit étranger et international privé, à Hambourg ; le Professeur Reinier H. Kraakman, Faculté de droit de l'Université Harvard ; le Professeur Jean-Victor Louis, ancien Conseiller juridique de la Banque nationale de Belgique et Professeur émérite à l'Université Libre de Bruxelles.

En novembre 2004, les experts ont soumis au Conseil d'administration de la BRI leur rapport définitif, disponible sur le site (www.bis.org), dans lequel ils concluaient qu'il était possible d'améliorer les Statuts de la Banque et ses pratiques de gouvernance sur certains points. Le Conseil a alors créé un comité, constitué de plusieurs de ses membres, chargé d'examiner les questions soulevées dans le rapport et de formuler des propositions concrètes. Les modifications recommandées par le comité pour améliorer la gouvernance de la Banque et accroître sa transparence ont été approuvées par le Conseil, puis adoptées lors d'une Assemblée générale extraordinaire, le 27 juin 2005.

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 rapprochement de ces programmes d'activité détaillés et des objectifs avec les ressources disponibles aboutit à l'élaboration d'un budget financier provisoire. Celui-ci doit être approuvé par le Conseil avant le début de l'exercice.

Lors de l'établissement du budget, une distinction est faite entre frais d'administration et dépenses d'investissement. Comme dans d'autres organisations comparables, les charges au titre de la Direction et du personnel, 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 le poste immeubles et équipement. Les dépenses d'investissement, qui concernent principalement les immeubles et l'équipement informatique, peuvent varier notablement d'un exercice à l'autre. Le règlement de la plupart des dépenses administratives et d'investissement de la Banque s'opère en francs suisses.

Pour l'exercice 2005/06, les frais d'administration avant amortissement se sont établis à 223,6 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 1,2 % au budget de 226,3 millions de francs suisses¹, tandis que les dépenses d'investissement, à 23,8 millions de francs suisses, ont été inférieures de 3,2 millions au budget. La sous-utilisation des fonds inscrits au budget administratif est principalement due à une première diminution des effectifs consécutive à la revue d'activité de la Banque (voir ci-après), qui a entraîné une réduction des charges au titre de la Direction et du personnel. La majeure partie des dépenses d'investissement a été consacrée à l'amélioration des systèmes de sécurité physique de la Banque et à la sécurité des bâtiments.

L'écart entre dépenses et dotations a été le plus faible de ces dernières années, ce qui confirme l'amélioration de la gestion budgétaire, essentiellement attribuable à deux facteurs : le resserrement du budget et le renforcement du suivi trimestriel de la réalisation des objectifs des unités opérationnelles, institué au cours de l'exercice 2004/05. Par ailleurs, la Direction a procédé à un réexamen approfondi des activités de la Banque au cours de l'exercice, qui a permis d'identifier plusieurs domaines dans lesquels des gains de productivité et une réduction des effectifs pouvaient être réalisés.

Les dépenses administratives et d'investissement ont également reflété les priorités du budget 2005/06 : renforcement des fonctions Contrôle des risques, Audit interne et Conformité ; poursuite de l'amélioration de la sécurité.

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 section Bénéfice net et répartition).

En mars 2006, le Conseil a approuvé, pour l'exercice suivant, une hausse de 2,5 % du budget administratif, à 232,0 millions de francs suisses, et une baisse de 1,1 million de francs suisses du budget d'investissement, à 25,9 millions. Les budgets correspondants pour 2006/07 ont été établis sur la base des principaux objectifs que la Banque s'est assignés :

- étendre son offre de services afin de développer ses relations avec les banques centrales de la région Asie-Pacifique. Cette initiative inclut un programme de recherche stratégique sur trois ans, traitant des questions liées au secteur monétaire et financier en Asie, et la poursuite du développement des services bancaires pendant les heures ouvrées en Asie ;
- mettre en œuvre les recommandations résultant de la revue d'activité effectuée en 2005/06. Dans un premier temps, cette restructuration se traduira par une baisse du nombre de postes administratifs au siège, ce qui procurera à la Banque une marge de manœuvre suffisante pour poursuivre son initiative asiatique dans un cadre budgétaire maîtrisé ;
- prévoir la rénovation des salles de réunions dans les locaux de la Tour, à Bâle, et des bâtiments du Sport-Club.

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. Périodiquement, la Banque réévalue sa grille des traitements en la comparant à celle qui est appliquée dans des institutions ou des segments de marché similaires, en tenant compte des différences de régime fiscal des agents des institutions considérées. En appliquant les résultats de cette analyse, la Banque retient la moitié supérieure de la fourchette de référence, afin d'attirer des personnes hautement qualifiées.

Dans l'intervalle des révisions périodiques, la grille des traitements est ajustée en fonction du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes réels, dans les économies des grands pays industrialisés. L'ajustement effectué en juillet 2005 a été de 1,2 %. 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.

Les agents, y compris les membres de la Direction, 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 scolarité pour leurs enfants². En outre, les agents BRI bénéficient, par l'intermédiaire de 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

² Certains agents engagés par la Banque avant 1997 reçoivent une indemnité d'expatriation de 25 %, mais ne peuvent prétendre à l'indemnité de scolarité.

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 2005, la rémunération annuelle des hauts responsables, hors indemnité d'expatriation, s'établissait ainsi :

- Directeur Général 718 370 francs suisses
- Directeur Général Adjoint 607 850 francs suisses
- Chefs de département 552 590 francs suisses

Le Directeur Général bénéficie également d'une indemnité de représentation et d'un régime de pension particulier.

La rémunération des membres du Conseil d'administration est approuvée par l'Assemblée générale. Des ajustements sont effectués tous les trois ans ; le dernier, avec effet au 1^{er} juillet 2005, a porté à un total de 895 800 francs suisses la rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration. En outre, les membres du Conseil reçoivent un jeton de présence pour chacune des séances auxquelles ils participent. Dans l'hypothèse où les administrateurs sont tous présents à l'ensemble des séances, le total annuel de ces jetons de présence est de 824 160 francs suisses.

Bénéfice net et répartition

Bénéfice net

Le bénéfice net du 76^e exercice s'est établi à DTS 599,2 millions, contre DTS 370,9 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 573,4 millions, contre DTS 458,4 millions pour l'exercice précédent. Trois grandes tendances expliquent cette évolution.

- Les ressources supplémentaires provenant des souscriptions d'actions et du bénéfice non distribué ont augmenté les éléments des fonds propres de la Banque libellés en monnaies, ce qui a accru les produits d'intérêts sur titres de placement de la Banque. L'accroissement des produits d'intérêts s'explique également par la hausse des taux d'intérêt.
- Le produit net sur les dépôts reçus par la Banque a augmenté en raison d'importants apports de la clientèle. Les marges d'intermédiation sont demeurées pratiquement inchangées par rapport à l'exercice précédent.
- Une perte de change de DTS 25,2 millions, soit DTS 9,3 millions de moins qu'au cours de l'exercice précédent, a été enregistrée, du fait principalement de l'incidence de la hausse du cours de l'or sur la valeur de marché des contrats à terme pour la vente d'actifs de placement en or³.

³ La perte de change de DTS 34,5 millions en 2004/05 résultait de l'incidence de l'appréciation du franc suisse vis-à-vis du DTS en 2004 sur l'excédent de passifs par rapport aux actifs en francs suisses, qui existait avant que les actions des émissions belge et française ne soient redistribuées à leurs banques centrales respectives à l'automne 2004.

Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation (note 28 des états financiers) se sont établies à DTS 146,9 millions, soit une progression de 1,3 % sur l'exercice précédent (DTS 145,0 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont chiffrés à DTS 133,6 millions, en hausse de 3,3 % par rapport au montant de DTS 129,3 millions enregistré en 2004/05. La dotation aux amortissements s'est contractée, revenant de DTS 15,7 millions à DTS 13,3 millions.

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 426,5 millions, en hausse de 36,1 % par rapport à 2004/05 (DTS 313,4 millions).

Un gain net de DTS 58,2 millions sur ventes de titres de placement a été obtenu lors du réaligement du portefeuille de la Banque sur son portefeuille de référence ; il résulte de la cession de titres qui avaient été acquis à un moment où les taux d'intérêt étaient plus élevés.

Le gain matérialisé de DTS 114,5 millions sur ventes d'actifs de placement en or correspond à la cession de 15 tonnes d'or, sur un total de 180 tonnes détenu par la BRI au 31 mars 2005.

Révision de la politique de dividende

Au cours de l'exercice, le Conseil d'administration a revu la politique de dividende en considérant les besoins en fonds propres de la Banque et l'intérêt de ses actionnaires à obtenir un rendement juste et durable de leurs placements en actions BRI. Après avoir analysé les perspectives d'évolution du bénéfice de la Banque, le Conseil d'administration a conclu que l'augmentation du dividende de DTS 10 par an pratiquée actuellement paraissait, dans l'ensemble, compatible avec ces objectifs. Le dividende passerait ainsi de DTS 235 par action en 2004/05 à DTS 245 en 2005/06.

Le Conseil d'administration a également décidé de revoir la politique de dividende tous les deux ou trois ans, afin de tenir compte, au besoin, de l'évolution de la situation.

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 599,2 millions pour l'exercice 2005/06 :

1. DTS 132,4 millions au paiement d'un dividende de DTS 245 par action ;
2. DTS 46,7 millions à transférer au Fonds de réserve générale⁴ ;
3. DTS 6,0 millions à transférer au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
4. DTS 414,1 millions, soit le reliquat du bénéfice net disponible, à transférer

⁴ Le Fonds de réserve générale a atteint le quadruple du capital libéré de la Banque au 31 mars 2005. L'article 51 des Statuts de la BRI dispose que, dans ce cas, 10 % du bénéfice après paiement du dividende est affecté à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital libéré.

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 3 juillet 2006 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque le 31 mars 2006, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, selon les instructions des actionnaires. Le dividende proposé pour 2005/06, DTS 245 par action, est en hausse de 4,3 % par rapport à 2004/05.

Le dividende sera payé en totalité sur 510 192 actions. Les 35 933 actions de l'émission américaine qui étaient détenues en propre par la Banque et qui ont été redistribuées le 31 mai 2005 seront rémunérées au prorata à compter de cette date. Les actions émises et libérées sont au nombre de 547 125, dont 1 000 actions – les actions suspendues de l'émission albanaise – détenues en propre au 31 mars 2006. Les actions détenues en propre ne reçoivent pas de dividende.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Les états financiers de la Banque ont été dûment vérifiés par Deloitte AG, qui a confirmé que ces états donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2006 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Le rapport des commissaires-vérificateurs figure à la suite des états financiers.

Conseil d'administration

Jean-Pierre Roth, Zurich
Président du Conseil d'administration

Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Vice-Président

Ben S. Bernanke, Washington
Pierluigi Ciocca, Rome
David Dodge, Ottawa
Mario Draghi, Rome
Toshihiko Fukui, Tokyo
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, Londres
Stefan Ingves, Stockholm
Mervyn King, Londres
Jean-Pierre Landau, Paris
Christian Noyer, Paris
Guy Quaden, Bruxelles
Vicomte Alfons Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francfort-sur-le-Main
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Suppléants

Giovanni Carosio ou Ignazio Visco, Rome
Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Wolfgang Mörke, 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
Hervé Hannoun	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
Daniel Lefort	Directeur juridique
Már Gudmundsson	Chef Adjoint du Département monétaire et économique
Jim Etherington	Secrétaire Général Adjoint
Louis de Montpellier	Chef Adjoint du Département bancaire
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque

Lors de l'Assemblée générale extraordinaire tenue le 27 juin 2005, il a été décidé de supprimer le poste de Président de la BRI. Nout Wellink, Président de la Banque des Pays-Bas, qui avait été réélu aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la BRI avec effet au 1^{er} mars 2005, a conservé son mandat de Président du Conseil, avant de quitter ce poste, le 28 février 2006. À sa séance de janvier 2006, le Conseil a élu Jean-Pierre Roth, Président du Directoire de la Banque nationale suisse, à la présidence du Conseil d'administration pour une période de trois ans commençant le 1^{er} mars 2006.

Le 7 novembre 2005, le mandat d'administrateur de Vincenzo Desario, Directeur Général de la Banque d'Italie, est arrivé à son terme. Suite à la démission d'Antonio Fazio de son poste de Gouverneur de la Banque d'Italie le 19 décembre 2005, et dans l'attente de la prise de fonctions de son successeur, M. Desario a assumé le rôle de Gouverneur intérimaire de la Banque d'Italie et celui d'administrateur d'office du Conseil de la BRI, du 20 décembre 2005 au 15 janvier 2006. Pour le remplacer au poste d'administrateur qu'il laissait vacant, M. Desario, par courrier daté du 23 décembre 2005, a nommé Pierluigi Ciocca, Directeur Général Adjoint de la Banque d'Italie, pour une période de trois ans qui s'achèvera le 22 décembre

2008. Le 16 janvier 2006, Mario Draghi a été nommé Gouverneur de la Banque d'Italie, devenant ainsi administrateur d'office.

Fin décembre 2005, Lars Heikensten a renoncé à son poste de Gouverneur de la Banque de Suède, laissant vacant son siège au Conseil. Lors de sa séance de novembre 2005, le Conseil a élu Stefan Ingves, successeur de M. Heikensten au poste de Gouverneur de la Banque de Suède, membre du Conseil d'administration, avec effet au 1^{er} janvier 2006, pour la période non écoulée du mandat de M. Heikensten, soit jusqu'au 31 mars 2008. Au cours de la même séance, Axel Weber, Président de la Banque fédérale d'Allemagne, a reconduit Hans Tietmeyer dans ses fonctions d'administrateur pour une nouvelle période de trois ans qui s'achèvera le 31 décembre 2008 ; le Conseil a en outre réélu Hans Tietmeyer Vice-Président du Conseil, avec effet au 1^{er} janvier 2006, jusqu'à la fin de son mandat d'administrateur.

Le 1^{er} février 2006, Ben S. Bernanke a succédé à Alan Greenspan au poste de Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, devenant ainsi administrateur d'office du Conseil. Le 1^{er} mars 2006, Guy Quaden, Gouverneur de la Banque nationale de Belgique, a confirmé Alfons Verplaetse dans ses fonctions de membre du Conseil pour une nouvelle période de trois ans, qui prendra fin le 28 février 2009.

Le 31 décembre 2005, Hervé Hannoun a renoncé à son poste de Premier Sous-Gouverneur de la Banque de France et a laissé vacant son siège d'administrateur de la BRI. Le 27 avril 2006, Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France, a nommé Jean-Pierre Landau comme successeur de M. Hannoun au Conseil de la BRI, pour la durée restant à courir du mandat de M. Hannoun, c'est-à-dire jusqu'au 27 novembre 2006.

Axel Weber, Président de la Banque fédérale d'Allemagne, a choisi Wolfgang Mörke pour succéder à Stefan Schönberg comme deuxième Suppléant, à compter de juillet 2005. Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie, a nommé Giovanni Carosio comme premier Suppléant et Ignazio Visco comme deuxième Suppléant, à compter de janvier 2006.

S'agissant des membres de la Direction de la BRI, Hervé Hannoun a été nommé Directeur Général Adjoint, avec effet au 1^{er} janvier 2006, pour remplacer André Icard, parti en retraite ; Daniel Lefort a été nommé Directeur juridique, avec effet au 1^{er} janvier 2006, en remplacement de Mario Giovanoli.

C'est avec une profonde tristesse que la Banque a appris la disparition d'Antonino Occhiuto, Directeur Général honoraire de la Banque d'Italie, le 27 juin 2005. M. Occhiuto avait siégé au Conseil à titre d'administrateur nommé entre 1975 et 1980.

C'est également avec une profonde tristesse que le Conseil a appris le décès de Wim Duisenberg, le 31 juillet 2005. M. Duisenberg avait siégé au Conseil en qualité d'administrateur de 1982 à 1997, et en tant que Président de la Banque et Président du Conseil d'administration de 1988 à 1990 et de 1994 à 1997.

Banques centrales membres de la BRI⁵

Banque de Réserve d'Afrique du Sud	Banque centrale et autorité de contrôle des services financiers d'Irlande
Banque d'Algérie	Banque centrale d'Islande
Banque fédérale d'Allemagne	Banque d'Israël
Agence monétaire d'Arabie Saoudite	Banque d'Italie
Banque centrale 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	Banque des Pays-Bas
Banque populaire de Chine	Banque centrale des Philippines
Banque de Corée	Banque nationale de Pologne
Banque nationale croate	Banque du Portugal
Banque nationale du Danemark	Banque nationale de Roumanie
Banque d'Espagne	Banque d'Angleterre
Banque d'Estonie	Banque centrale de la Fédération de Russie
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Autorité monétaire de Singapour
Banque centrale européenne	Banque nationale de Slovaquie
Banque de Finlande	Banque de Slovénie
Banque de France	Banque de Suède
Banque de Grèce	Banque nationale suisse
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque nationale tchèque
Banque centrale de Hongrie	Banque de Thaïlande
Banque de Réserve 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 2006

Les états financiers (pages 202 à 236) pour l'exercice clos le 31 mars 2006 ont été approuvés le 8 mai 2006. 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 26 juin 2006.

Jean-Pierre Roth
Président du Conseil

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 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	2006	2005
Actif			
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	5	33,0	25,8
Or et dépôts en or	6	11 348,0	8 617,0
Bons du Trésor	7	47 311,9	31 307,4
Titres pris en pension	7	19 519,2	14 034,3
Dépôts à terme et avances aux banques	8	87 898,5	80 316,5
Emprunts d'État et autres titres	7	44 436,4	39 779,6
Instruments dérivés	9	1 956,0	2 188,0
Créances à recouvrer	10	7 444,7	4 028,6
Terrains, immeubles et équipement	11	188,4	189,2
Total actif		220 136,1	180 486,4
Passif			
Dépôts en monnaies	12	185 991,5	150 618,8
Dépôts en or	13	9 235,6	7 110,8
Titres donnés en pension	14	1 222,4	1 159,4
Instruments dérivés	9	2 674,9	3 440,6
Engagements à payer	15	9 251,3	7 752,2
Autres passifs	16	169,4	151,3
Total passif		208 545,1	170 233,1
Fonds propres			
Capital	17	683,9	683,9
Réserves statutaires	18	9 071,7	8 743,2
Compte de profits et pertes		599,2	370,9
Moins : actions détenues en propre	20	(1,7)	(396,2)
Autres comptes de fonds propres	21	1 237,9	851,5
Total fonds propres		11 591,0	10 253,3
Total passif et fonds propres		220 136,1	180 486,4

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	2006	2005
Produits d'intérêts	23	6 239,1	4 058,8
Charges d'intérêts	24	(5 569,1)	(3 384,1)
Variation nette d'évaluation	25	(74,1)	(183,1)
Produit d'intérêts net		595,9	491,6
Produit net d'honoraires et de commissions	26	2,7	1,3
Perte de change nette	27	(25,2)	(34,5)
Total produits d'exploitation		573,4	458,4
Charges d'exploitation	28	(146,9)	(145,0)
Bénéfice d'exploitation		426,5	313,4
Gain net sur ventes de titres de placement	29	58,2	7,0
Gain net sur ventes d'actifs de placement en or	30	114,5	50,5
Bénéfice net de l'exercice		599,2	370,9
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	31	1 108,5	762,1

Tableau des flux de trésorerie

pour l'exercice clos le 31 mars 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	2006	2005
Flux provenant des/(affectés aux) activités opérationnelles			
Bénéfice d'exploitation		426,5	313,4
Produits d'exploitation hors trésorerie			
Amortissement des terrains, immeubles et équipement	11	13,3	15,7
Actifs et passifs d'exploitation – variation nette			
Dépôts en monnaies		31 732,0	15 329,4
Actifs bancaires en monnaies		(30 719,4)	(16 371,2)
Dépôts en or au passif		2 124,8	(182,7)
Actifs bancaires en or, or et dépôts		(2 118,0)	322,6
Créances à recouvrer		0,3	1,3
Autres passifs/créances à recouvrer		19,6	17,5
Dérivés, flux net		(533,7)	234,0
Flux net provenant des/(affecté aux) activités opérationnelles		945,4	(320,0)
Flux provenant des/(affectés aux) activités de placement			
Instruments en monnaies – variation nette	7B	(1 676,9)	207,2
Titres donnés en pension		63,0	(65,9)
Or – variation nette	6B	187,9	110,7
Achats nets de terrains, immeubles et équipement	11	(12,6)	(14,9)
Flux net provenant des/(affecté aux) activités de placement		(1 438,6)	237,1
Flux provenant des/(affectés aux) activités de financement			
Paiement du dividende		(114,4)	(104,0)
Redistribution des actions détenues en propre	20	468,2	536,7
Rachat d'actions en 2001 – paiement aux anciens actionnaires	16	(1,5)	(10,6)
Flux net provenant des/(affecté aux) activités de financement		352,3	422,1
Flux net total		(140,9)	339,2
Effet de change net sur trésorerie et quasi-trésorerie		108,0	(10,1)
Trésorerie et quasi-trésorerie – variation nette		(248,9)	349,3
Trésorerie et quasi-trésorerie – hausse/(baisse) nette		(140,9)	339,2
Trésorerie et quasi-trésorerie, début d'exercice		3 005,5	2 666,3
Trésorerie et quasi-trésorerie, fin d'exercice		2 864,6	3 005,5

Proposition d'affectation du bénéfice

pour l'exercice clos le 31 mars 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	2006
Bénéfice net de l'exercice		599,2
Dotation au Fonds de réserve légale	18	–
Dividende proposé :		
Sur 510 192 actions, DTS 245 par action		(125,0)
Sur 35 933 actions détenues en propre redistribuées, au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	17	(7,4)
		(132,4)
Dotations proposées aux réserves :		466,8
Fonds de réserve générale	18	(46,7)
Fonds spécial de réserve de dividendes	18	(6,0)
Fonds de réserve libre	18	(414,1)
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 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	2006 Total réserves statutaires
Solde au 31 mars 2005		68,3	2 815,4	130,0	5 729,5	8 743,2
Affectation du bénéfice 2004/05	18	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Redistribution des actions détenues en propre	20	–	72,0	–	–	72,0
Solde au 31 mars 2006 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		68,3	2 913,1	136,0	5 954,3	9 071,7
Dotations proposées aux réserves	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
Solde au 31 mars 2006, après affectation proposée du bénéfice		68,3	2 959,8	142,0	6 368,4	9 538,5

Évolution des fonds propres de la Banque

sur l'exercice clos le 31 mars 2006

<i>En millions de DTS</i>	Note	Capital libéré	Réserves statutaires	Profits et pertes	Actions détenues en propre	Autres comptes de fonds propres	Total fonds propres
Fonds propres au 31 mars 2004		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0
Produits :							
Bénéfice net pour 2004/05		-	-	370,9	-	-	370,9
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	21B	-	-	-	-	(74,0)	(74,0)
Variation nette d'évaluation sur titres de placement	21A	-	-	-	-	(86,3)	(86,3)
Total produits comptabilisés		-	-	370,9	-	(160,3)	210,6
Paie ment du dividende 2003/04		-	-	(104,0)	-	-	(104,0)
Affectation du bénéfice 2003/04		-	432,1	(432,1)	-	-	-
Redistribution des actions détenues en propre	20	-	80,3	-	456,4	-	536,7
Fonds propres au 31 mars 2005		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Produits :							
Bénéfice net pour 2005/06		-	-	599,2	-	-	599,2
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	21B	-	-	-	-	582,9	582,9
Variation nette d'évaluation sur titres de placement	21A	-	-	-	-	(196,5)	(196,5)
Total produits comptabilisés		-	-	599,2	-	386,4	985,6
Paie ment du dividende 2004/05		-	-	(114,4)	-	-	(114,4)
Affectation du bénéfice 2004/05		-	256,5	(256,5)	-	-	-
Redistribution des actions détenues en propre	20	-	72,0	-	396,2	-	468,2
Reclassification d'un prêt à un consortium de banques centrales	20	-	-	-	(1,7)	-	(1,7)
Solde au 31 mars 2006 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		683,9	9 071,7	599,2	(1,7)	1 237,9	11 591,0
Dividende proposé		-	-	(132,4)	-	-	(132,4)
Dotations proposées aux réserves		-	466,8	(466,8)	-	-	-
Solde au 31 mars 2006, après affectation proposée du bénéfice		683,9	9 538,5	-	(1,7)	1 237,9	11 458,6

Au 31 mars 2006, les réserves statutaires comprenaient des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions (comme au 31 mars 2005).

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 : l'un à Hong-Kong, Région administrative spéciale de la République populaire de Chine (pour l'Asie et le Pacifique) et l'autre à Mexico, Mexique (pour les Amériques).

Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (*trustee*) ou agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Cinquante-cinq banques centrales sont actuellement membres de la Banque. Elles exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions BRI émises dans leurs pays respectifs. Le Conseil d'administration de la BRI est composé des gouverneurs 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

Sauf indication contraire, les conventions comptables appliquées aux deux exercices présentés sont celles décrites ci-après.

A. Éléments des états financiers

Les états financiers comprennent tous les actifs et passifs contrôlés par la Banque, et dont c'est principalement la Banque qui retire l'avantage économique, exerce les droits et assume les obligations.

Les actifs et passifs au nom de la Banque, mais non contrôlés par cette dernière, ne sont pas pris en compte. La note 35 fournit des informations sur les éléments de hors-bilan.

B. Désignation des instruments financiers

Lors de sa comptabilisation initiale, chaque instrument financier est affecté à l'une des catégories suivantes en fonction de sa nature et de sa finalité :

- prêts et créances
- instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes
- actifs disponibles à la vente

L'affectation de l'instrument financier à l'une de ces catégories détermine son traitement comptable, selon les règles ci-après.

Lorsqu'un instrument est désigné comme instrument à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, cette désignation n'est plus modifiée ultérieurement par la Banque.

C. Monnaie fonctionnelle et de présentation

La monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque est le Droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international (FMI).

Le DTS est calculé à partir d'un panier de grandes monnaies en application de la Règle O-1 adoptée par le Conseil d'administration du FMI le 30 décembre 2005, avec effet au 1^{er} janvier 2006. Un DTS équivaut actuellement à la somme des éléments suivants : USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 et GBP 0,0903. Avant le 1^{er} janvier 2006, la pondération de ces monnaies était : USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 et GBP 0,0984. Au 31 décembre 2005, la valeur du nouveau panier était équivalente à celle de l'ancien ; le changement de composition du DTS n'a donc engendré ni gain ni perte significatif(ve). Le FMI procède à une révision de la composition de ce panier tous les cinq ans ; la prochaine aura lieu en décembre 2010.

Sauf indication contraire, les chiffres figurant dans les présents états financiers sont exprimés en millions de DTS.

D. Conversion des monnaies

Les actifs et passifs monétaires sont convertis en DTS aux cours de change à la date des états financiers. Les autres actifs et passifs sont enregistrés en DTS aux cours de change à la date de transaction. Les profits et pertes sont convertis en DTS à un cours moyen. Les variations de change résultant de la reconversion des actifs et passifs monétaires et du règlement des opérations sont comptabilisées comme gains ou pertes de change nets au compte de profits et pertes.

E. Actifs et passifs monétaires à très court terme

Les actifs monétaires à très court terme se composent de l'encaisse et des comptes à vue auprès des banques ainsi que des comptes à vue et à préavis (figurant au bilan sous Dépôts à terme et avances aux banques). Les passifs à très court terme recouvrent les dépôts à vue et à préavis (inscrits sous Dépôts en monnaies). Ces instruments, assortis d'un préavis de trois jours au maximum, sont désignés comme prêts et créances.

Ils sont inscrits au bilan à la date de règlement, à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux Produits d'intérêts (actifs) ou aux Charges d'intérêts (passifs), selon le principe de la comptabilité d'exercice.

F. Or et dépôts en or

Par « or », on entend les barres détenues sur des comptes à vue. Les dépôts en or à l'actif désignent les prêts d'or à terme à des banques commerciales. Les dépôts en or au passif recouvrent les dépôts à vue et à terme reçus de banques centrales. Ils sont désignés comme prêts et créances.

Ces instruments 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.

Les éléments d'actif et de passif en or sont comptabilisés à la date de transaction. Les achats et ventes d'or sont pris en compte à la date de règlement. Les achats et ventes d'or à terme sont traités comme des dérivés jusqu'à la date de règlement.

Les intérêts relatifs aux dépôts en or sont incorporés aux Produits d'intérêts (actifs) ou aux Charges d'intérêts (passifs), selon le principe de la comptabilité d'exercice. Le traitement des gains/pertes de réévaluation matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s dépend de la désignation des dépôts en or, comme précisé ci-après.

1. Dépôts en or au passif et actifs bancaires en or correspondants

La Banque effectue des opérations sur or pour le compte de sa clientèle de banques centrales, dans le cadre desquelles elle assume un degré restreint de risque lié à la variation du cours de l'or. Ces instruments sont désignés comme prêts et créances. Les gains ou pertes résultant de ces opérations sont comptabilisé(e)s sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de transaction net(te).

Les gains ou pertes relatifs à la reconversion de la position nette en or au titre des opérations bancaires sont comptabilisé(e)s sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de conversion net(e).

2. Actifs de placement en or

L'or détenu en propre par la Banque est désigné comme actif disponible à la vente. Les gains ou pertes non matérialisé(e)s sur les actifs de placement en or de la Banque par rapport à leur coût d'acquisition sont porté(e)s au compte de réévaluation de l'or, figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût 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 matérialisé(e)s sur cessions d'actifs de placement en or sont comptabilisé(e)s sous Gain net sur ventes d'actifs de placement en or au compte de profits et pertes.

G. Actifs de placement en monnaies

Les actifs de placement en monnaies comprennent les titres pris en pension et les emprunts d'État et autres titres. Détenus à long terme, mais pas nécessairement jusqu'à leur échéance, ces titres sont désignés comme actifs disponibles à la vente.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les Produits d'intérêts.

Après la date de transaction, les actifs de placement en monnaies sont réévalués à la juste valeur, les gains/pertes non matérialisé(e)s étant porté(e)s au compte de réévaluation des titres, qui figure au bilan sous Autres comptes de fonds propres. Les gains matérialisés sur cessions sont comptabilisés sous Gain net sur ventes de titres de placement au compte de profits et pertes.

H. Titres donnés en pension

Lorsque ces passifs correspondent à la gestion d'actifs bancaires en monnaies, ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Lorsqu'ils correspondent à des actifs de placement en monnaies, ils sont classés comme prêts et créances.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus sur ces derniers est inclus dans les Charges d'intérêts.

Après la date de transaction, les passifs désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes sont réévalués à la juste valeur, les gains ou pertes non matérialisé(e)s étant porté(e)s sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

I. Instruments dérivés

Les dérivés sont utilisés par la Banque pour gérer son risque de marché ou à des fins de négociation. Ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les Produits d'intérêts.

Après la date de transaction, les dérivés sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur matérialisés et non matérialisés étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

Les dérivés sont inscrits à l'actif ou au passif, selon que la juste valeur du contrat est positive ou négative pour la Banque.

J. Dépôts en monnaies au passif et actifs bancaires correspondants

Parmi ces instruments financiers, qui forment l'essentiel du bilan de la Banque, figurent bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, emprunts d'État et autres titres, et dépôts en monnaies.

La comptabilisation des dépôts en monnaies au passif à très court terme est exposée à la section E supra.

La Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains de ses dépôts en monnaies au passif, sur lesquels elle enregistre des profits et des pertes matérialisés.

Conformément à ses politiques de gestion des risques, la Banque gère le risque de marché inhérent à ces opérations de manière globale, sur la base de la juste valeur, pour la totalité des actifs, passifs et dérivés concernés détenus dans ses portefeuilles bancaires en monnaies. Les gains et pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur les dépôts en monnaies au passif sont ainsi dans l'ensemble compensé(e)s par les gains et pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur les actifs bancaires en monnaies, dérivés ou autres dépôts en monnaies au passif.

Pour éviter que la comptabilisation des profits et pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur des bases différentes ne donne lieu à des incohérences, la Banque désigne la totalité des actifs et passifs concernés de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, tous les instruments financiers concernés sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les Charges d'intérêts (dépôts en monnaies au passif) ou les Produits d'intérêts (actifs bancaires correspondants).

Après la date de transaction, les instruments sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur matérialisés et non matérialisés étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

K. Principes d'évaluation

La Banque comptabilise la majorité de ses instruments financiers à la juste valeur et enregistre la plupart des variations de juste valeur au compte de profits et pertes. La juste valeur d'un instrument financier se définit comme le montant pour lequel il pourrait être échangé entre des parties bien informées et agissant en toute liberté dans des conditions de concurrence normales. L'élément essentiel des conventions comptables de la Banque est sa méthode d'évaluation de la juste valeur de ses instruments financiers.

Pour déterminer la juste valeur, la BRI utilise des cotations fiables publiées par des places actives. En l'absence de place active ou lorsque les cotations ne sont pas disponibles, elle 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.

Bien que la détermination de la juste valeur repose, dans bien des cas, sur un certain nombre de postulats, la Banque estime que les justes valeurs enregistrées au bilan ainsi que leurs variations, portées au compte de profits et de pertes, sont adéquates et reflètent la situation économique sous-jacente.

L. 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.

M. 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.

N. Provisions

Des provisions sont constituées lorsque la Banque a une obligation actuelle, juridique ou implicite, résultant d'événements antérieurs à la date des états financiers et lorsqu'il est probable que des ressources économiques seront requises pour s'acquitter de cette obligation, à condition que son montant puisse être raisonnablement estimé. Le montant comptabilisé en provision est déterminé sur la base des meilleures estimations et hypothèses.

O. Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi

La BRI gère trois systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi : deux régimes de retraite, au bénéfice de ses agents et de ses administrateurs ; un système d'assurance maladie et accidents en faveur de ses agents actuels et anciens. Ces systèmes font chaque année l'objet d'une évaluation actuarielle indépendante.

Pensions des agents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime de retraite à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière, reposant sur un fonds sans personnalité juridique propre. Les actifs du fonds sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à y participer. La Banque est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du régime.

Le passif 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 juste valeur des actifs du Fonds à la date des états financiers, en tenant compte des ajustements pour gains et pertes actuariels non comptabilisés et des coûts des prestations pour services passés. Cette obligation est calculée selon la méthode de répartition des prestations projetées. La valeur actualisée de l'obligation est calculée à partir d'une estimation des sorties de fonds futures. La Banque détermine le taux servant à actualiser les flux de trésorerie à partir du rendement de marché de titres de dette d'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. Le passif correspondant est porté au bilan sous Autres passifs.

Pensions des administrateurs

La Banque gère, au bénéfice de ses administrateurs, un régime non capitalisé à prestations déterminées. Le passif, l'obligation de prestations déterminées et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime de retraite des administrateurs sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

Prestations d'assurance maladie et accidents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime non capitalisé de prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi. Le passif, l'obligation de prestations déterminées et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime d'assurance maladie et accidents sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

Principe du corridor

Des gains ou pertes actuariel(le)s résultent 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 Fonds de pension. Lorsque les gains ou pertes actuariel(le)s non comptabilisé(e)s cumulés dépassent le montant le plus élevé entre soit l'obligation de prestations,

soit tous les actifs utilisés pour capitaliser l'obligation d'un montant supérieur aux limites d'un corridor de 10 %, le montant hors de ce corridor est amorti sur la période de service résiduelle estimée des agents concernés.

P. Tableau des flux de trésorerie

La Banque établit son tableau des flux de trésorerie par une méthode indirecte en se fondant sur les variations du bilan, ajustées pour tenir compte des variations au titre des opérations financières en instance de recouvrement.

La trésorerie et la quasi-trésorerie recouvrent l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques ainsi que les comptes à vue et à préavis, 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, exerce son discernement et émet des hypothèses.

Elle exerce son discernement en choisissant les conventions comptables de la Banque et en les mettant en application. Les principes qui sous-tendent la désignation et l'évaluation des instruments financiers sont déterminants pour la compréhension des états financiers.

Les hypothèses qu'elle émet prennent la forme d'estimations prospectives relatives à l'évaluation des actifs et passifs, des obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi et des provisions et passifs éventuels, par exemple.

Les chiffres effectifs peuvent différer sensiblement de ces estimations.

4. 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. Structure de gestion des risques

Structure opérationnelle

La Banque a pour objet de servir la communauté des banques centrales tout en dégageant un revenu adéquat lui permettant de préserver sa solidité financière.

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 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 et les 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 internes 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. La fonction Audit interne est placée sous l'autorité immédiate du Directeur Général et du Directeur Général Adjoint.

Les fonctions Contrôle des risques et Conformité sont placées sous l'autorité du Directeur Général Adjoint.

Les chefs des fonctions Conformité et Audit interne rendent régulièrement compte au Comité d'audit du Conseil d'administration.

Structure des actifs et passifs

Les actifs et passifs sont répartis en deux portefeuilles.

1. Un portefeuille bancaire constitué des dépôts en monnaies et en or au passif et des actifs et dérivés correspondants.

Dans ce cadre, la Banque assume un degré restreint de risques sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

2. Un portefeuille de placements composé des actifs, passifs et dérivés liés principalement au placement des fonds propres de la Banque.

La Banque détient ses fonds propres pour l'essentiel sous forme d'instruments financiers libellés en monnaies du panier du DTS, gérés par référence à un portefeuille obligataire de durée fixe, et, pour le reste, en or.

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 liées aux expositions, à toute date donnée, avec un niveau de confiance statistique déterminé de façon à permettre à la Banque de conserver la plus haute qualité de crédit. Les limites et rapports internes de la Banque, couvrant les risques de crédit, de marché et opérationnel, sont, pour la plupart, 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 probabilité de perte encourue par la Banque à la suite de ce 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 de perte opérationnelle compilés par la Banque ainsi que 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 de 1 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 2006.

Au 31 mars		
En millions de DTS	2006	2005
Capital	683,9	683,9
Réserves statutaires	9 071,7	8 743,2
Moins : actions détenues en propre	(1,7)	(396,2)
Fonds propres de base	9 753,9	9 030,9
Compte de profits et pertes	599,2	370,9
Autres comptes de fonds propres	1 237,9	851,5
Total fonds propres	11 591,0	10 253,3

Les ratios de Bâle mesurent l'adéquation des fonds propres éligibles par rapport aux actifs (et instruments dérivés) pondérés en fonction des risques. Les actifs pondérés sont déterminés en appliquant un certain nombre de pondérations de risque aux actifs de la Banque, sur la base de l'Accord de Bâle. La BRI présente des ratios de capital élevés, car ses actifs comportent une forte proportion de dette souveraine (degré zéro de risque). Le ratio des fonds propres de base s'élevé à 32,4 % au 31 mars 2006 (2005 : 35,8 %).

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 contractuelles définies par la transaction. Le risque de défaut est encouru sur les actifs financiers et instruments dérivés ainsi que sur les 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 en raison de restrictions à l'accès au marché de la 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 la Direction de la Banque dans le cadre d'un dispositif fixé 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 détaillée et 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.

Le risque de défaut sur les titres détenus par la Banque 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. Au 31 mars 2005, la Banque détenait ainsi des titres souverains G 10 d'une valeur nominale de DTS 93,6 millions aux fins de garantie sur dérivés de gré à gré. Au 31 mars 2006, elle ne disposait d'aucune garantie sur ces instruments.

La politique de crédit de la Banque garantit que ses avoirs sont investis dans une large majorité auprès de gouvernements du G 10 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.

Au 31 mars		
Secteur	2006	2005
En % du total		
Émetteurs souverains	34,1	32,5
Établissements financiers	63,1	61,7
Divers	2,8	5,8
	100,0	100,0

Au 31 mars		
Notation interne BRI (exprimée en équivalent-note à long terme)	2006	2005
En % du total		
AAA	26,5	26,3
AA	54,7	57,0
A	18,5	16,1
BBB+ et moins/sans note	0,3	0,6
	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 règles 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 couvrant le risque de marché sont calculés et gérés de manière globale sur l'ensemble du risque. La Direction assigne à la Banque des limites pour risque de marché dans le cadre d'un dispositif fixé par le Conseil d'administration.

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 juste valeur en DTS des actifs et passifs. La Banque y est exposée principalement sur ses actifs de placement en or. Ceux-ci, qui totalisent 165 tonnes (2005 : 180 tonnes), sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2006, les fonds propres étaient constitués en or à hauteur de 19 % environ (31 mars 2005 : 16 %). 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 juste valeur 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, ajustée pour tenir compte des actifs de placement en or.

Actifs nets au 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Franc suisse	(140,6)	(137,0)
Dollar EU	26,7	21,3
Euro	(20,0)	4,3
Yen	21,3	36,7
Livre sterling	17,1	12,7
Couronne suédoise	56,4	58,1
Dollar australien	34,7	0,7
Autres monnaies	4,4	3,2

La position en francs suisses est essentiellement attribuable aux obligations de la Banque au titre des avantages postérieurs à l'emploi (note 22).

3. Risque de taux d'intérêt

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation des taux sur la juste valeur 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 référence à un portefeuille obligataire 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 justes valeurs aux mouvements des taux. Elle atténue le risque de marché grâce à la méthodologie des fonds propres économiques, à un modèle VeR et des simulations de crise.

Les tableaux suivants montrent l'incidence sur les fonds propres de la Banque d'une hausse de 1 % de la courbe des rendements.

Au 31 mars 2006

<i>En millions de DTS</i>	Moins de 6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-3 ans	3-4 ans	4-5 ans	Plus de 5 ans
Euro	(3,7)	(4,7)	(5,9)	(9,2)	(22,3)	(19,7)	(70,3)
Yen	0,4	0,1	(5,4)	(5,0)	(7,1)	(6,5)	(14,1)
Livre sterling	-	(5,3)	(3,9)	(4,9)	(6,4)	(9,5)	(12,3)
Franc suisse	(0,5)	(0,9)	(1,3)	-	(0,4)	(0,1)	-
Dollar EU	(4,7)	(23,9)	(32,3)	(18,4)	(17,8)	(26,2)	(78,3)
Autres monnaies	(1,8)	7,8	(15,1)	(22,4)	(0,3)	(6,6)	(0,2)
Total	(10,3)	(26,9)	(63,9)	(59,9)	(54,3)	(68,6)	(175,2)

Au 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	Moins de 6 mois	6-12 mois	1-2 ans	2-3 ans	3-4 ans	4-5 ans	Plus de 5 ans
Euro	(4,6)	(4,5)	(11,6)	(11,1)	(11,2)	(17,8)	(67,8)
Yen	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Livre sterling	(0,8)	1,6	(9,8)	(6,1)	(5,4)	(9,9)	(12,1)
Franc suisse	(0,3)	0,3	0,1	-	-	-	-
Dollar EU	16,2	21,0	(46,4)	(7,4)	(9,0)	(17,4)	(56,6)
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 juste valeur, 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 la détention d'actifs liquides. Le ratio de liquidité de la BRI se situe bien au-dessus de son seuil minimal.

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 2006

<i>En millions de DTS</i>	Moins de 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéterminée	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	33,0	-	-	-	-	-	-	-	33,0
Or et dépôts en or	7 312,1	329,4	608,0	268,0	156,0	2 569,8	104,7	-	11 348,0
Bons du Trésor	14 215,7	22 411,8	7 614,5	1 801,6	1 268,3	-	-	-	47 311,9
Titres pris en pension	19 474,6	44,6	-	-	-	-	-	-	19 519,2
Dépôts à terme et avances aux banques	38 682,6	16 856,1	13 981,8	9 046,6	9 264,1	67,3	-	-	87 898,5
Emprunts d'État et autres titres	3 535,1	7 919,3	1 771,7	2 203,0	3 938,7	17 327,6	7 741,0	-	44 436,4
Créances à recouvrer	7 441,1	-	-	-	-	3,6	-	-	7 444,7
Terrains, immeubles et équipement	-	-	-	-	-	-	-	188,4	188,4
Total	90 694,2	47 561,2	23 976,0	13 319,2	14 627,1	19 968,3	7 845,7	188,4	218 180,1
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours									
	(12 646,4)	(15 448,5)	(17 430,3)	(15 872,5)	(8 429,0)	(34 217,9)	(3 970,7)	-	(108 015,3)
Autres dépôts en monnaies									
	(50 941,0)	(5 048,0)	(6 618,4)	(7 604,0)	(7 601,4)	(163,4)	-	-	(77 976,2)
Dépôts en or									
	(7 420,9)	(198,7)	(568,1)	(160,5)	(39,3)	(743,5)	(104,6)	-	(9 235,6)
Titres donnés en pension									
	(1 177,6)	(44,8)	-	-	-	-	-	-	(1 222,4)
Engagements à payer									
	(9 251,3)	-	-	-	-	-	-	-	(9 251,3)
Autres passifs									
	(27,7)	-	-	-	-	-	-	(141,7)	(169,4)
Total	(81 464,9)	(20 740,0)	(24 616,8)	(23 637,0)	(16 069,7)	(35 124,8)	(4 075,3)	(141,7)	(205 870,2)
Instruments dérivés nets	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	-	(718,9)
Asymétrie	9 425,1	26 950,7	(708,2)	(10 515,1)	(1 648,8)	(15 773,0)	3 813,6	46,7	11 591,0

Au 31 mars 2005

<i>En millions de DTS</i>	Moins de 1 mois	1-3 mois	3-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéterminée	Total
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
Emprunts d'État 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

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 :

- erreur humaine ou fraude (effectif insuffisant, compétences déficientes, formation inadaptée, contrôle inadéquat, perte de personnel essentiel, programme de succession inadapté, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie) ;
- procédure défaillante ou inadéquate (par exemple, politique ou procédure insuffisante, déficiente dans sa conception ou inadéquate, imparfaitement documentée, comprise, mise en œuvre, appliquée ou contrôlée) ;
- systèmes défaillants ou inadaptés (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 au moyen de 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 des fonds propres économiques à la couverture du risque opérationnel sur la base d'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. La mise en place progressive de ce programme devrait être intégralement achevée fin 2006. Une étude de faisabilité a été menée en vue d'évaluer les possibilités d'utiliser les résultats de ce programme pour quantifier le risque opérationnel. Ces dernières années, la BRI a renforcé son dispositif de contrôle en donnant une importance accrue aux fonctions Contrôle des risques, Audit interne et Conformité ; un projet de dispositif de gestion du risque opérationnel est en cours d'élaboration.

5. 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.

6. Or et dépôts en or

A. Total des avoirs en or

Composition de l'actif en or de la Banque :

Au 31 mars		
<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Barres détenues auprès de banques centrales	7 132,0	5 170,2
Total dépôts à terme en or	4 216,0	3 446,8
Total or et dépôts en or à l'actif	11 348,0	8 617,0
Dont :		
Actifs de placement en or	2 259,5	1 646,5
Actifs bancaires en or, or et dépôts	9 088,5	6 970,5

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 21B. Le gain net sur ventes d'actifs de placement en or est présenté à la note 30.

Le tableau ci-après analyse la variation de la valeur des actifs de placement en or de la Banque.

Pour l'exercice clos le 31 mars		
<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	1 646,5	1 780,7
Actifs de placement en or – variation nette		
Dépôts	382,0	400,5
Cessions d'or	(187,2)	(108,6)
Placements échus et divers	(382,7)	(402,6)
	(187,9)	(110,7)
Opérations en instance de règlement	103,5	–
Effet de la variation du cours de l'or	697,4	(23,5)
Solde de clôture	2 259,5	1 646,5

Au 1^{er} avril 2005, les actifs de placement en or de la Banque étaient constitués de 180 tonnes d'or fin, dont 15 tonnes ont été cédées durant l'exercice (note 30). Au 31 mars 2006, le solde s'établit à 165 tonnes d'or fin.

7. Actifs bancaires et de placement en monnaies

A. Total

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, prêts à terme, emprunts d'État et autres titres. Les actifs 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.

Les actifs bancaires en monnaies sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, les actifs de placement en monnaies, comme actifs disponibles à la vente.

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 contre le risque de crédit. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction et il y a un engagement irrévocable de restituer les titres correspondants, sous réserve du remboursement du dépôt. La juste valeur de la sûreté est suivie pendant toute la durée du contrat et, le cas échéant, la Banque obtient une sûreté supplémentaire.

Prêts à terme : placements auprès de banques centrales, institutions internationales et banques commerciales, dont avances aux banques centrales et institutions internationales dans le cadre de lignes de crédit avec ou sans engagement. Le total des Dépôts à terme et avances aux banques figurant au bilan comprend également les comptes à vue et à préavis (note 8).

Emprunts d'État 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.

Au 31 mars	2006			2005		
	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total
<i>En millions de DTS</i>						
Bons du Trésor	47 311,9	–	47 311,9	31 307,4	–	31 307,4
Titres pris en pension	18 296,8	1 222,4	19 519,2	13 071,5	962,8	14 034,3
Prêts à terme et avances aux banques	85 066,9	–	85 066,9	77 336,8	–	77 336,8
Emprunts d'État et autres titres						
État	3 469,0	6 717,5	10 186,5	7 766,3	5 569,7	13 336,0
Établissements financiers	24 617,4	957,5	25 574,9	16 629,7	876,4	17 506,1
Divers (dont secteur public)	7 578,4	1 096,6	8 675,0	7 934,2	1 003,3	8 937,5
	35 664,8	8 771,6	44 436,4	32 330,2	7 449,4	39 779,6
Total actifs bancaires et de placement en monnaies	186 340,4	9 994,0	196 334,4	154 045,9	8 412,2	162 458,1

B. Actifs de placement en monnaies

Les actifs de placement de la Banque sont désignés comme actifs disponibles à la vente.

Pour une description du compte de réévaluation des titres, voir la note 21A. Le Gain net sur ventes de titres de placement est présenté à la note 29.

Le tableau ci-dessous analyse l'évolution des actifs de placement en monnaies.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Solde d'ouverture	8 412,2	8 762,6
Actifs de placement en monnaies – variation nette		
Acquisitions	21 358,5	14 133,8
Cessions	(3 214,1)	(3 384,2)
Placements échus et divers	(16 467,5)	(10 956,8)
	1 676,9	(207,2)
Opérations en instance de règlement – variation nette	43,2	(63,9)
Juste valeur et divers	(138,3)	(79,3)
Solde de clôture	9 994,0	8 412,2

8. Dépôts à terme et avances aux banques

Les dépôts à terme et avances aux banques comprennent les prêts à terme et les comptes à vue et à préavis.

Les prêts à terme sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les comptes à vue et à préavis sont désignés comme prêts et créances, et assimilés à la trésorerie et quasi-trésorerie. Il s'agit d'actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de trois jours au maximum, portés au bilan à leur coût amorti.

Au 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Prêts à terme et avances aux banques	85 066,9	77 336,8
Comptes à vue et à préavis	2 831,6	2 979,7
Total dépôts à terme et avances aux banques	87 898,5	80 316,5

9. 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 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 par le marché organisé. 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 liquidités, 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 contrats à terme: contrats conférant à l'acquéreur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un contrat à terme à un prix fixé à l'avance durant une période déterminée.

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 d'option 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 juste valeur des instruments dérivés dans le portefeuille de la Banque.

Au 31 mars	2006			2005		
	Montant notionnel	Juste valeur		Montant notionnel	Juste valeur	
		Actif	Passif		Actif	Passif
<i>En millions de DTS</i>						
Contrats à terme sur obligations	381,3	–	(0,4)	721,1	1,0	(1,2)
Contrats à terme sur taux	42 923,3	0,1	(0,3)	19 195,0	1,4	(0,2)
Contrats garantie de taux	37 290,0	11,9	(7,5)	45 074,2	5,3	(3,2)
Instruments à terme sur devises et sur or	4 212,5	18,8	(29,4)	1 297,6	16,0	(9,0)
Options sur contrats à terme	15 228,8	1,2	(0,2)	3 306,0	0,9	(0,5)
Options sur devises	213,3	–	(0,3)	2 276,2	0,7	(4,4)
Options sur obligations	168,0	–	(1,5)	82,7	0,7	–
Options sur swaps	1 803,2	–	(20,5)	2 818,0	0,9	(16,6)
Swaps de taux	250 096,2	1 274,3	(1 668,6)	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)
Swaps de taux et de devises	8 058,3	189,2	(803,8)	10 619,0	246,7	(2 221,7)
Swaps sur devises et sur or	38 674,9	460,5	(142,4)	31 993,1	480,6	(145,3)
Total	399 049,8	1 956,0	(2 674,9)	320 302,5	2 188,0	(3 440,6)
Montant net			(718,9)			(1 252,6)

10. Créances à recouvrer

Au 31 mars	2006	2005
<i>En millions de DTS</i>		
Opérations financières en instance de recouvrement	7 436,4	4 018,1
Divers	8,3	10,5
Total créances à recouvrer	7 444,7	4 028,6

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).

11. Terrains, immeubles et équipement

Pour l'exercice clos le 31 mars				2006	2005
	Terrains	Immeubles	Équipement informatique et autre	Total	Total
<i>En millions de DTS</i>					
Coût historique					
Solde d'ouverture	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Dépenses d'investissement	-	-	12,6	12,6	14,9
Cessions et retraits	-	-	(0,6)	(0,6)	(16,8)
Solde de clôture	41,2	185,1	98,2	324,5	312,5
Amortissement					
Amortissement cumulé d'ouverture	-	72,5	50,8	123,3	124,4
Amortissement	-	4,0	9,3	13,3	15,7
Cessions et retraits	-	-	(0,5)	(0,5)	(16,8)
Solde de clôture	-	76,5	59,6	136,1	123,3
Valeur comptable nette en clôture	41,2	108,6	38,6	188,4	189,2

L'amortissement au titre de l'exercice clos le 31 mars 2006 comprend une dépréciation supplémentaire de DTS 1,0 million, suite au réexamen annuel de la dépréciation (2005 : DTS 2,4 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.

12. Dépôts en monnaies au passif

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque ; ils se décomposent comme suit.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Instruments de dépôt remboursables à 1-2 jours de préavis		
Instruments à moyen terme (MTI)	57 688,3	42 694,7
FIXBIS	50 327,0	53 712,0
	108 015,3	96 406,7
Autres dépôts en monnaies		
FRIBIS	3 247,1	3 192,4
Dépôts à terme	52 181,5	36 987,3
Comptes à vue et à préavis	22 547,6	14 032,4
	77 976,2	54 212,1
Total dépôts en monnaies	185 991,5	150 618,8
Dont :		
Désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	163 443,9	136 586,4
Désignés comme prêts et créances	22 547,6	14 032,4

Instruments à moyen terme (MTI) : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut atteindre dix ans (échéance en fin de trimestre). Certains MTI sont émis avec option de remboursement anticipé au pair, à l'initiative de la Banque ; leurs dates de remboursement anticipé sont comprises entre avril 2006 et mars 2007 (2005 : avril 2005 et mars 2007). Au 31 mars 2006, le montant des MTI avec option de remboursement anticipé figurant au bilan s'établit à DTS 6 262,9 millions (2005 : DTS 3 720,1 millions).

FIXBIS : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut aller d'une semaine à un an.

FRIBIS : placements à taux variable auprès de la BRI dont la durée est d'un an au moins, et dont le taux d'intérêt est ajusté en fonction des conditions du marché.

Dépôts à terme : placements à taux fixe auprès de la BRI de durée généralement inférieure à un an. La Banque accepte également des dépôts à terme qu'elle peut choisir de rembourser, à l'échéance, soit dans la monnaie initiale, soit pour un montant déterminé, dans une autre devise (dépôts en double devise). Au 31 mars 2006, le montant des dépôts en double devise figurant au bilan s'élève à DTS 231,1 millions (2005 : DTS 1 096,4 millions). Les échéances de ces dépôts sont comprises entre avril et juin 2006 (2005 : avril et septembre 2005).

Dépôts à vue et à préavis : passifs financiers à très court terme, assortis d'un préavis de trois jours au maximum. Désignés comme prêts et créances, ils sont portés au bilan à leur coût amorti.

La Banque s'engage à rembourser certains instruments de dépôt, en intégralité ou en partie, à la juste valeur, avec un

préavis de un ou deux jours ouvrés. Les gains ou pertes matérialisé(e)s résultant de cette activité sont porté(e)s au compte de profits et pertes sous Variation nette d'évaluation.

Conformément à ses politiques de gestion des risques, la Banque gère le risque de marché inhérent à ces opérations de manière globale, sur la base de la juste valeur pour la totalité des actifs, passifs et dérivés correspondants détenus dans ses portefeuilles bancaires en monnaies. Les gains et pertes matérialisé(e)s ou non matérialisé(e)s sur les dépôts en monnaies au passif sont ainsi, dans l'ensemble, compensé(e)s par les gains ou pertes matérialisé(e)s ou non matérialisé(e)s sur les actifs bancaires en monnaies, dérivés ou autres dépôts en monnaies au passif.

Pour éviter que la comptabilisation des profits et pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur des bases différentes ne donne lieu à des incohérences, la Banque désigne la totalité des actifs et passifs de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les dépôts en monnaies (hors dépôts à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à la juste valeur. Cette valeur diffère du montant que la Banque est tenue de payer à l'échéance au déposant. Augmenté des intérêts courus, ce montant s'élève à DTS 187 896,6 millions au 31 mars 2006 (2005 : DTS 151 115,9 millions).

La Banque a recours à des modèles financiers pour estimer la juste valeur 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 cotés (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 le 31 mars 2006, 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 6,0 millions (2005 : DTS 7,9 millions).

13. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales. Ils sont tous désignés comme prêts et créances.

14. Titres donnés en pension

Il s'agit d'opérations de mise en pension par lesquelles la Banque reçoit un dépôt à terme de la part d'une contrepartie à laquelle elle fournit une sûreté sous forme de titres. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction, et il y a un engagement irrévocable de rembourser le dépôt, sous réserve de la restitution de titres équivalents. Ces opérations sont exclusivement conclues avec des banques commerciales.

Au 31 mars 2006, comme l'année précédente, tous les titres donnés en pension étaient liés à la gestion d'actifs de placement en monnaies. Ils sont par conséquent tous désignés comme prêts et créances et portés au bilan à leur coût amorti.

15. 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).

16. Autres passifs

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi – note 22		
Pensions des administrateurs	4,1	4,2
Prestations d'assurance maladie et accidents	135,1	127,3
À payer aux anciens actionnaires	2,4	3,9
Divers	27,8	15,9
Total autres passifs	169,4	151,3

17. Capital

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
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 :

Au 31 mars	2006	2005
Actions émises	547 125	547 125
Moins : actions détenues en propre	(1 000)	(36 933)
Actions distribuées recevant un dividende	546 125	510 192
Dont :		
Recevant un dividende plein	510 192	470 073
Recevant un dividende au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	35 933	40 119
Dividende par action (en DTS)	245	235

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 détenues en propre (note 19).

18. Réserves statutaires

Les Statuts de la BRI disposent que, sur la proposition du Conseil d'administration, l'Assemblée générale décide de l'affectation du bénéfice net annuel de la Banque à trois fonds de réserve spécifiques : le Fonds de réserve légale, le Fonds de réserve générale et le Fonds spécial de réserve de dividendes ; le solde du bénéfice net, après paiement du dividende éventuel, est généralement transféré au Fonds de réserve libre.

Fonds de réserve légale. Ce fonds, qui représente actuellement 10 % du capital libéré de la Banque, a atteint son maximum.

Fonds de réserve générale. Après paiement du dividende, 10 % du solde du bénéfice net annuel de la Banque doivent être affectés à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital libéré, la contribution annuelle passant alors à 5 % du solde du bénéfice net annuel.

Fonds spécial de réserve de dividendes. Une part du solde du bénéfice net annuel peut être affectée au Fonds spécial de réserve de dividendes, destiné à verser, en cas de besoin, tout ou partie du dividende déclaré. Le paiement du dividende est généralement imputé au bénéfice net de la Banque.

Fonds de réserve libre. Une fois effectuées les affectations ci-dessus, tout solde du bénéfice net est généralement transféré au Fonds de réserve libre.

Le produit de la souscription des actions BRI est affecté au Fonds de réserve légale en tant que de besoin, pour le maintenir à son niveau maximum, et le solde est affecté au Fonds de réserve générale.

Le Fonds de réserve libre, le Fonds de réserve générale et le Fonds de réserve légale servent, dans cet ordre, à couvrir les pertes éventuellement subies par la Banque. En cas de liquidation de la BRI, les soldes des fonds de réserve (après règlement des obligations de la Banque et des frais de liquidation) sont répartis entre les actionnaires.

19. Rachat et redistribution ultérieure 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. Simultanément, la BRI a racheté à d'autres banques centrales 2 304 actions de ces trois émissions. Le montant total de l'indemnité versée s'élevait à CHF 23 977,56 par action, plus les intérêts sur ce montant.

La Banque a comptabilisé ces actions comme actions détenues en propre 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. Les 35 933 autres actions détenues par la BRI, correspondant à l'émission américaine, ont été vendues aux banques centrales actionnaires le 31 mai 2005 (note 20).

20. Actions détenues en propre

<i>En nombre d'actions</i>	2006	2005
Pour l'exercice clos le 31 mars		
Situation à l'ouverture		
Rachat d'actions durant l'exercice clos le 31 mars 2001	34 833	74 952
Autres actions	2 100	2 100
Total à l'ouverture	36 933	77 052
Redistribution d'actions entre les banques centrales actionnaires	(35 933)	(40 119)
Situation en clôture	1 000	36 933

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 19) 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 détenues en propre des émissions belge et française en les vendant aux banques centrales des pays respectifs. Le produit de la vente de ces 40 119 actions s'est élevé à CHF 962,0 millions, soit DTS 536,7 millions aux dates de transaction.

Le 31 mai 2005, la Banque a redistribué les 35 933 actions de l'émission américaine qu'elle détenait en les vendant aux banques centrales actionnaires au prix de CHF 23 977,56 par action. Le produit de cette vente s'est élevé à CHF 861,6 millions, soit DTS 468,2 millions à la date de transaction.

Ces montants ont été portés aux comptes de fonds propres de la Banque comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Actions détenues en propre	396,2	456,4
Fonds de réserve générale – variation de change	72,0	80,3
Total	468,2	536,7

Le montant de DTS 396,2 millions (2005: 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. Les états financiers du 75^e *Rapport annuel* (note 17) fournissent des informations plus détaillées sur le Tribunal arbitral de La Haye. Quand le produit de la vente de ces actions a été reçu, un gain de change de DTS 72,0 millions a été réalisé (2005: DTS 80,3 millions), en raison de l'appréciation du franc suisse vis-à-vis du DTS sur la période allant de 2001 aux dates de vente.

Les actions détenues en propre conservées au bilan sont constituées de 1 000 actions suspendues de l'émission albanaise.

Durant l'exercice clos le 31 mars 2006, un prêt de la BRI à un consortium de banques centrales, lié aux actions suspendues de l'émission albanaise et inscrit jusqu'alors avec les créances à recouvrer, a été reclassé en actions détenues en propre. Le montant correspondant se chiffre à DTS 1,7 million.

21. 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 6 et 7.

Autres comptes de fonds propres :

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Compte de réévaluation des titres	(104,3)	92,2
Compte de réévaluation de l'or	1 342,2	759,3
Total Autres comptes de fonds propres	1 237,9	851,5

A. Compte de réévaluation des titres

Ce compte présente la différence entre la juste valeur et le coût amorti des titres de placement de la Banque.

Ce compte a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	92,2	178,5
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(58,2)	(7,0)
Variation nette de la juste valeur et divers	(138,3)	(79,3)
	(196,5)	(86,3)
Solde de clôture	(104,3)	92,2

Les tableaux suivants montrent la composition du compte de réévaluation des titres.

Au 31 mars 2006	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	1 222,4	1 222,5	(0,1)	–	(0,1)
Emprunts d'État et autres titres	8 771,6	8 875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
Total	9 994,0	10 098,3	(104,3)	48,6	(152,9)

Au 31 mars 2005	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	962,8	962,8	–	–	–
Emprunts d'État 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)

B. Compte de réévaluation de l'or

Ce compte présente la différence entre la valeur comptable et le coût réputé des actifs de placement en or de la Banque. S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant 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.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	759,3	833,3
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(114,5)	(50,5)
Variation du cours de l'or	697,4	(23,5)
	582,9	(74,0)
Solde de clôture	1 342,2	759,3

22. Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi

La Banque gère trois systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi :

1. Un régime de retraite à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière au bénéfice de ses agents. Il repose sur un fonds sans personnalité juridique propre, sur lequel les prestations sont financées. Les actifs du fonds sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à participer. La Banque est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du régime.
2. Un régime non capitalisé à prestations déterminées au bénéfice de ses administrateurs, dont le droit à pension est basé sur une période de service minimale de quatre ans.
3. Un régime non capitalisé de prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi, dont les droits

sont en principe subordonnés à une période de service minimale de dix ans et jusqu'à l'âge de 50 ans.

Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation de ces régimes.

La Banque offre également un compte personnel de dépôts bloqué aux agents qui bénéficiaient auparavant de son fonds d'épargne, clôturé le 1^{er} avril 2003, aux conditions suivantes : les titulaires ne peuvent plus effectuer de dépôt sur leur compte, dont ils perçoivent le solde au moment de leur départ de la Banque. Ces comptes sont rémunérés à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents. Le solde des comptes bloqués totalise DTS 19,4 millions au 31 mars 2006 (2005 : DTS 21,2 millions). Ils figurent au bilan sous Dépôts en monnaies.

A. Montants comptabilisés au bilan

Au 31 mars	Pensions des agents		Pensions des administrateurs		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
<i>En millions de DTS</i>						
Valeur actualisée de l'obligation	(606,4)	(596,4)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Juste valeur des actifs du fonds	602,2	566,6	-	-	-	-
Position de capitalisation	(4,2)	(29,8)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Perte actuarielle non comptabilisée	46,8	77,9	0,3	0,1	57,2	62,4
Coût des services passés non comptabilisé	(42,6)	(48,1)	-	-	(8,6)	(9,9)
Passif	-	-	(4,2)	(4,2)	(135,2)	(127,3)

B. Valeur actualisée de l'obligation de prestations

Le rapprochement entre le solde d'ouverture et le solde de clôture de la valeur actualisée de l'obligation est établi comme suit.

Au 31 mars	Pensions des agents		Pensions des administrateurs		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
<i>En millions de DTS</i>						
Valeur actualisée de l'obligation à l'ouverture	596,4	527,8	4,3	4,6	179,8	129,3
Coût actuel des prestations	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Contributions des agents	3,2	3,2	-	-	-	-
Charges d'intérêts	18,5	18,9	0,1	0,2	5,7	4,7
Perte actuarielle	9,8	24,6	-	0,1	-	43,4
Effet de la modification du régime	-	-	-	-	-	(9,9)
Prestations versées	(23,3)	(25,3)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,7)
Variations de change	(24,5)	23,9	0,2	(0,5)	(7,4)	6,3
Valeur actualisée de l'obligation en clôture	606,4	596,4	4,5	4,3	183,8	179,8

C. Juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents

Le rapprochement entre le solde d'ouverture et le solde de clôture de la juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents est établi comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Juste valeur des actifs du fonds à l'ouverture	566,6	525,4
Rendement attendu des actifs	27,4	27,3
Gain/(perte) sur actifs	36,8	(2,7)
Contributions de l'employeur	15,0	15,1
Contributions des agents	3,2	3,2
Prestations versées	(23,3)	(25,3)
Variations de change	(23,5)	23,6
Juste valeur des actifs du fonds en clôture	602,2	566,6

D. Montants imputés au compte de profits et pertes

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	Pensions des agents		Pensions des administrateurs		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Coût actuel des prestations	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Charges d'intérêts	18,5	18,9	0,1	0,1	5,7	4,7
Moins : rendement attendu des actifs du fonds	(27,4)	(27,3)	-	-	-	-
Moins : coût des services passés	(3,4)	0,2	-	-	(1,0)	-
Perte actuarielle nette comptabilisée	1,2	-	-	-	2,8	0,3
Total porté aux charges d'exploitation	15,2	15,1	0,3	0,3	15,0	12,7

E. Principales catégories d'actifs du fonds

Au 31 mars

<i>En % du total des actifs du fonds</i>	2006	2005
Actions européennes	16,1	15,7
Autres actions	28,5	25,6
Titres à revenu fixe, Europe	26,9	28,2
Titres à revenu fixe, autres	24,0	23,5
Autres actifs	4,5	7,0
Rendement effectif des actifs du fonds	10,65%	4,30%

Le Fonds de pension des agents n'effectue aucun placement en instruments financiers émis par la Banque.

F. Principales hypothèses actuarielles utilisées dans les états financiers

Au 31 mars

	2006	2005
Applicables aux trois régimes de prestations postérieures à l'emploi		
Taux d'actualisation – taux de marché des obligations d'entreprises suisses de première qualité	3,25%	3,25%
Applicables aux régimes de retraite des agents et des administrateurs		
Augmentation présumée des pensions payables	1,50%	1,50%
Applicables uniquement au régime de retraite des agents		
Rendement attendu des actifs du fonds	5,00%	5,00%
Taux d'augmentation présumé des traitements	4,10%	4,10%
Applicables uniquement au régime de retraite des administrateurs		
Taux d'augmentation présumé de la rémunération des administrateurs servant de base au calcul des pensions	1,50%	1,50%
Applicables uniquement au régime d'assurance maladie et accidents postérieur à l'emploi		
Hypothèse de hausse tendancielle des frais médicaux	5,00%	5,00%

La hausse présumée du traitement des agents, de la rémunération des administrateurs et des pensions payables inclut une hypothèse d'inflation de 1,5 %.

Le rendement attendu des actifs du fonds est calculé à partir d'anticipations à long terme sur l'inflation, les taux d'intérêt, les primes de risque et la répartition des actifs. Cette estimation, établie conjointement avec les actuaires indépendants du Fonds de pension, tient compte des rendements historiques.

L'hypothèse de hausse des frais médicaux influe de manière significative sur les montants imputés au compte de profits et pertes. Le tableau suivant montre l'incidence d'une variation de 1 % de cette hypothèse par rapport au calcul effectué pour l'exercice 2005/06.

<i>En millions de DTS</i>	Hausse de 6 % des frais médicaux	Hausse de 4 % des frais médicaux
Hausse/(baisse) du coût total des prestations et des charges d'intérêts pour l'exercice clos le 31 mars 2006	4,3	(3,2)
Hausse/(baisse) du coût de l'obligation de prestations au 31 mars 2006	46,4	(37,8)

23. Produits d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Actifs de placement en monnaies désignés comme actifs disponibles à la vente		
Titres pris en pension	39,9	14,5
Emprunts d'État et autres titres	287,1	255,4
	327,0	269,9
Actifs bancaires en monnaies désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Bons du Trésor	465,3	335,5
Titres pris en pension	104,8	81,6
Dépôts à terme et avances aux banques	3 221,3	1 636,7
Emprunts d'État et autres titres	1 058,4	767,5
	4 849,8	2 821,3
Actifs désignés comme prêts et créances		
Comptes à vue et à préavis	96,6	56,7
Actifs de placement en or	20,4	23,4
Actifs bancaires en or	7,0	7,2
	124,0	87,3
Instruments dérivés désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	936,7	879,5
Autres produits d'intérêts	1,6	0,8
Total produits d'intérêts	6 239,1	4 058,8
Dont :		
Intérêts reçus durant l'exercice	6 392,4	3 981,1

24. Charges d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Passifs désignés comme prêts et créances		
Intérêts sur dépôts en or	5,4	5,8
Intérêts sur dépôts à vue et à préavis	462,1	272,7
Intérêts sur titres donnés en pension	37,0	13,5
	504,5	292,0
Passifs désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Intérêts sur autres dépôts en monnaies	5 064,3	3 091,5
Intérêts sur titres donnés en pension	0,3	0,6
	5 064,6	3 092,1
Total charges d'intérêts	5 569,1	3 384,1
Dont :		
Intérêts payés durant l'exercice	5 434,9	3 320,7

25. Variation nette d'évaluation

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Variation d'évaluation non matérialisée sur actifs bancaires en monnaies	(332,9)	(247,9)
Gain matérialisé sur actifs bancaires en monnaies	4,3	20,9
Variation d'évaluation non matérialisée sur passifs financiers	498,2	1 478,0
Gains/(pertés) matérialisé(s) sur passifs financiers	63,0	(16,7)
Variation d'évaluation sur instruments dérivés	(306,7)	(1 417,4)
Variation nette d'évaluation	(74,1)	(183,1)

26. Produit net d'honoraires et de commissions

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Produits d'honoraires et de commissions	5,8	4,3
Charges d'honoraires et de commissions	(3,1)	(3,0)
Produit net d'honoraires et de commissions	2,7	1,3

27. Perte de change nette

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Gain/(perte) de transaction net(te)	(23,4)	11,9
Perte de conversion nette	(1,8)	(46,4)
Perte de change nette	(25,2)	(34,5)

La perte nette pour l'exercice clos le 31 mars 2006 est principalement due à l'incidence de la hausse du cours de l'or sur la valeur de marché des contrats à terme relatifs à la vente d'actifs de placement en or. Cette perte a été compensée par une augmentation correspondante du gain matérialisé sur cessions d'actifs de placement en or de la Banque (note 30) quand ces opérations ont été réglées.

La perte nette pour 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 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 (tout comme 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 20).

28. 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.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de CHF</i>	2006	2005
Conseil d'administration		
Indemnités des administrateurs	1,7	1,6
Pensions versées aux anciens administrateurs	0,6	0,6
Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers	1,1	1,0
	3,4	3,2
Direction et personnel		
Rémunérations	102,3	97,1
Pensions	31,4	30,9
Autres dépenses de personnel	42,6	38,3
	176,3	166,3
Dépenses de bureau et dépenses diverses	68,9	64,5
<i>En millions de CHF</i>		
Frais d'administration	248,6	234,0
<i>En millions de DTS</i>		
Frais d'administration	133,6	129,3
Amortissement	13,3	15,7
<i>En millions de DTS</i>		
Charges d'exploitation	146,9	145,0

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2006, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'élevait à 520 (2005 : 526).

29. Gain net sur ventes de titres de placement

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Produit des cessions	3 214,1	3 384,2
Coût amorti	(3 155,9)	(3 377,2)
Gain net	58,2	7,0
Dont :		
Gain matérialisé brut	64,1	32,9
Perte matérialisée brute	(5,9)	(25,9)

30. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or

Le gain sur ventes d'actifs de placement en or se décompose comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Produit des cessions	187,2	108,6
Coût réputé – note 21B	(72,7)	(58,1)
Gain matérialisé brut	114,5	50,5

31. Bénéfice par action

Pour l'exercice clos le 31 mars

	2006	2005
Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS)	599,2	370,9
Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende	540 535	486 673
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	1 108,5	762,1

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2006 s'élève à DTS 245 par action (2005 : DTS 235).

32. Trésorerie et quasi-trésorerie

Aux fins du Tableau des flux de trésorerie, ce poste se décompose comme suit.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	33,0	25,8
Comptes à vue et à préavis	2 831,6	2 979,7
Total trésorerie et quasi-trésorerie	2 864,6	3 005,5

33. Impôts

Le statut juridique particulier de la BRI en Suisse est pour l'essentiel défini dans l'Accord de siège qu'elle a conclu avec le Conseil fédéral suisse. 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.

34. 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	
	2006	2005	2006	2005
USD	0,694	0,661	0,687	0,671
EUR	0,840	0,859	0,835	0,845
JPY	0,00589	0,00619	0,00607	0,00625
GBP	1,205	1,248	1,225	1,238
CHF	0,532	0,554	0,539	0,549
Or	404,4	282,7	327,7	277,9

35. Éléments de hors-bilan

Des transactions fiduciaires sont effectuées au nom de la BRI pour le compte et au risque de sa clientèle, sans possibilité de recours contre la Banque.

Elles ne figurent pas au bilan de la Banque.

Au 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Valeur nominale des titres détenus dans le cadre de :		
Conventions de dépôt	10 413,8	10 009,2
Contrats de nantissement	2 220,5	2 275,2
Mandats de gestion de portefeuille	5 012,1	3 769,4
Total	17 646,4	16 053,8

Les instruments financiers entrant dans le cadre des mandats ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

36. 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 2006, leur encours s'élevait à DTS 7 470,4 millions (2005 : DTS 5 480,4 millions), dont DTS 344,0 millions pour des engagements non assortis de garantie (2005 : DTS 315,0 millions).

37. Taux d'intérêt effectif

Le taux d'intérêt effectif est le taux qui actualise les flux de trésorerie estimés d'un instrument financier pour obtenir sa valeur comptable.

Les tableaux ci-dessous présentent les taux effectifs par monnaie des instruments financiers concernés.

Au 31 mars 2006

En %	USD	EUR	GBP	JPY	Autres monnaies
Actif					
Dépôts en or	-	-	-	-	0,61
Bons du Trésor	4,77	2,39	-	0,02	1,06
Titres pris en pension	4,78	2,63	4,57	-	-
Dépôts à terme et avances aux banques	4,75	2,51	4,59	-	4,25
Emprunts d'État et autres titres	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
Passif					
Dépôts en monnaies	4,23	2,55	4,32	-	4,85
Dépôts en or	-	-	-	-	0,28
Titres donnés en pension	4,63	-	4,27	-	-

Au 31 mars 2005

En %	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
Emprunts d'État 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	-	-	-	-

38. Analyse des concentrations

A. Total des passifs

Au 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Afrique	18 260,7	14 024,8
Amérique du Nord et du Sud	41 394,6	28 910,3
Asie et Pacifique	84 594,8	80 642,4
Europe	60 380,7	41 772,5
Institutions internationales	3 914,3	4 883,1
Total	208 545,1	170 233,1

Les dépôts en monnaies et en or auprès de la BRI, principalement de banques centrales et institutions internationales, constituent 93,6 % (2005 : 92,7 %) du total de ses passifs. Au 31 mars 2006, ces dépôts provenaient de 154 déposants (2005 : 159), avec une concentration significative : cinq d'entre eux contribuent chacun à hauteur de plus de 5 % du total, sur la base de la date de règlement (2005 : trois). La note 4 précise la façon dont la Banque gère le risque de concentration au titre de ses ressources.

B. Engagements de crédit

Au 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Asie et Pacifique	7 166,4	5 259,1
Europe	304,0	221,3
Total	7 470,4	5 480,4

Voir également la note 36.

C. Éléments de hors-bilan

Au 31 mars

En millions de DTS	2006	2005
Afrique	975,2	594,6
Amérique du Nord et du Sud	2 700,6	2 758,3
Asie et Pacifique	13 410,4	12 144,1
Europe	560,2	556,8
Total	17 646,4	16 053,8

Voir également la note 35.

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.

39. 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 postérieures à l'emploi sont présentés à la note 22.

A. Personnes

Le montant total des rémunérations et avantages accordés aux membres de la Direction de la Banque imputé au compte de profits et pertes s'élève à :

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de CHF	2006	2005
Traitements, primes et couverture médicale	6,4	6,7
Prestations postérieures à l'emploi	1,8	1,8
Total rémunérations et avantages, en millions de CHF	8,2	8,5
Équivalent en DTS	4,4	4,6

Voir également la note 28.

La Banque offre à l'ensemble de ses agents et administrateurs la possibilité d'ouvrir un compte personnel de dépôts. Elle gère également un compte personnel de dépôts bloqué pour les agents qui bénéficiaient auparavant de son fonds d'épargne, aux conditions suivantes : les titulaires ne peuvent plus effectuer de dépôt sur leur compte, dont ils perçoivent le solde au moment de leur départ de la Banque. Ces deux types de comptes sont rémunérés à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents. Le tableau ci-dessous indique l'évolution des comptes bloqués et de dépôts au nom des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque et leur solde total au 31 mars 2006.

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de CHF</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	18,7	19,8
Dépôts reçus, dont produits d'intérêts (nets d'impôts prélevés à la source)	6,6	6,2
Retraits	(12,0)	(7,3)
Solde de clôture, en millions de CHF	13,3	18,7
Equivalent en DTS	7,1	10,4
Charges d'intérêts sur dépôts, en millions de CHF	0,5	0,8
Equivalent en DTS	0,3	0,4

Les soldes des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration ou de la Direction de la Banque nommés durant l'exercice sont inclus dans les dépôts reçus. Ceux des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration ou de la Direction quittant leurs fonctions durant l'exercice sont incorporés aux retraits.

B. Banques centrales liées et institutions associées

La BRI offre des services bancaires aux banques centrales, institutions 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

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	39 806,9	34 030,3
Dépôts reçus	175 323,0	104 844,2
Placements échus, remboursements et variation de la juste valeur	(156 074,1)	(101 906,6)
Variation nette sur comptes à vue/à préavis	(5 775,8)	2 839,0
Solde de clôture	53 280,0	39 806,9
En % du total des dépôts en monnaies en clôture	28,6%	26,4%

Dépôts en or des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	4 808,6	5 049,1
Dépôts reçus	–	154,3
Retraits nets et variation du cours de l'or	1 458,7	(394,8)
Solde de clôture	6 267,3	4 808,6
En % du total des dépôts en or en clôture	67,9%	67,6%

Titres pris en pension des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

<i>En millions de DTS</i>	2006	2005
Solde d'ouverture	4 917,3	4 448,0
Dépôts reçus	1 095 001,1	1 200 762,4
Placements échus et variation de la juste valeur	(1 096 719,9)	(1 200 293,1)
Solde de clôture	3 198,5	4 917,3
En % du total des titres pris en pension en clôture	16,4%	35,0%

Autres expositions sur les banques centrales liées et institutions associées

La Banque détient des comptes à vue en monnaies auprès des banques centrales liées et institutions associées, dont le solde total se chiffre à DTS 10,8 millions au 31 mars 2006 (2005 : DTS 7,4 millions). L'or détenu dans des comptes à vue auprès des banques centrales liées et institutions associées totalise DTS 7 132,0 millions au 31 mars 2006 (2005 : DTS 5 170,3 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. Au 31 mars 2006, la valeur nominale de ces opérations totalise DTS 10 948,1 millions (2005 : DTS 4 184,5 millions).

40. 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 19).

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 importante.

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 examiné les états financiers (pages 202 à 236) de la Banque des Règlements Internationaux. Ces états financiers se composent du bilan, du compte de profits et pertes, présentés en application des Statuts, et des notes annexes. Les états financiers ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et avec les principes d'évaluation décrits dans les notes annexes sous Principales conventions comptables. Notre responsabilité, définie dans les Statuts de la Banque, consiste à former une opinion indépendante sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport. Les états financiers de l'exercice précédent ont été vérifiés par d'autres commissaires-vérificateurs. Ceux-ci ont délivré, dans leur rapport du 9 mai 2005, une opinion d'audit sans réserve.

Notre révision a été effectuée selon les *Normes internationales d'audit* (ISA). Ces normes requièrent de planifier et de réaliser la vérification de manière telle que les anomalies significatives dans les états financiers puissent être constatées avec une assurance raisonnable. Nous avons révisé les postes des états financiers et les indications fournies dans ceux-ci en procédant à des analyses et à des examens par sondages. En outre, nous avons apprécié la manière dont ont été appliquées les règles relatives à la présentation des comptes, les décisions significatives de la Direction en matière d'évaluation, ainsi que la présentation des états financiers dans leur ensemble. Nous avons obtenu tous les renseignements et explications que nous avons demandés pour obtenir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes sont exempts d'anomalie significative et estimons que notre révision constitue une base suffisante pour former notre opinion.

Selon notre appréciation, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2006 ainsi que du résultat de ses opérations pour l'exercice clos à cette date, en conformité avec les principes comptables définis dans les notes annexes aux états financiers et avec les Statuts de la Banque.

Deloitte AG

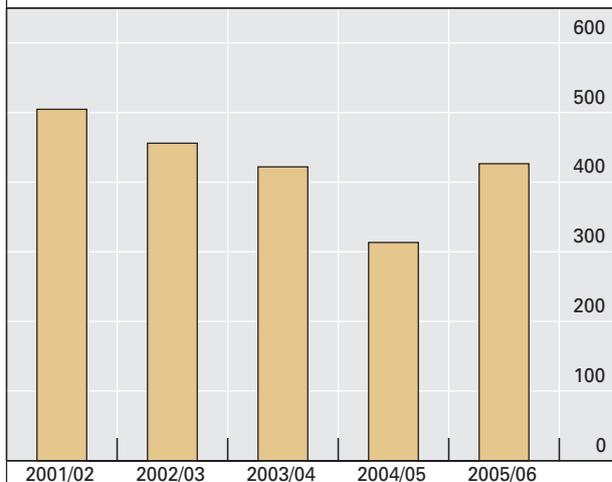
Dr Philip Göth
Zurich, 8 mai 2006

Pavel Nemecek

Récapitulatif des cinq derniers exercices¹

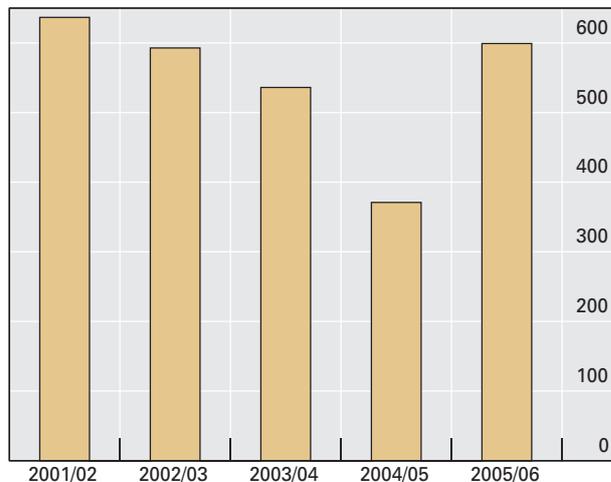
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



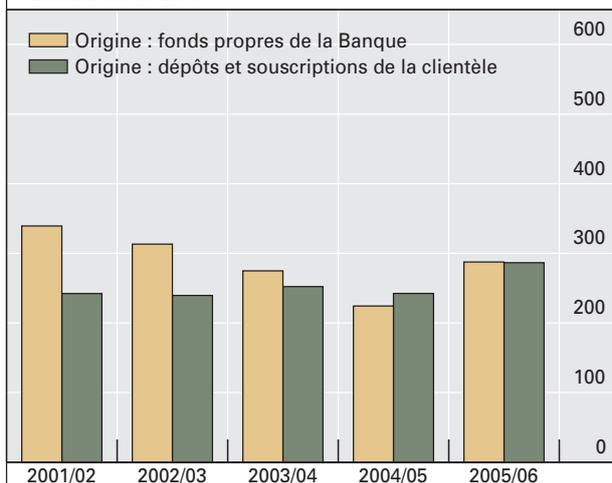
Bénéfice net

En millions de DTS



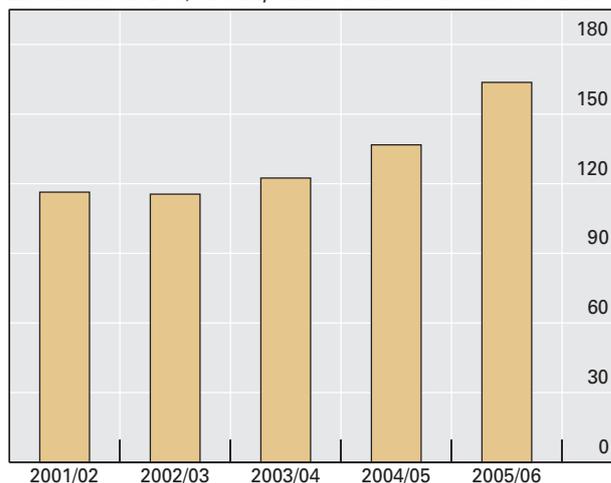
Produits d'intérêts nets sur placements en monnaies

En millions de DTS



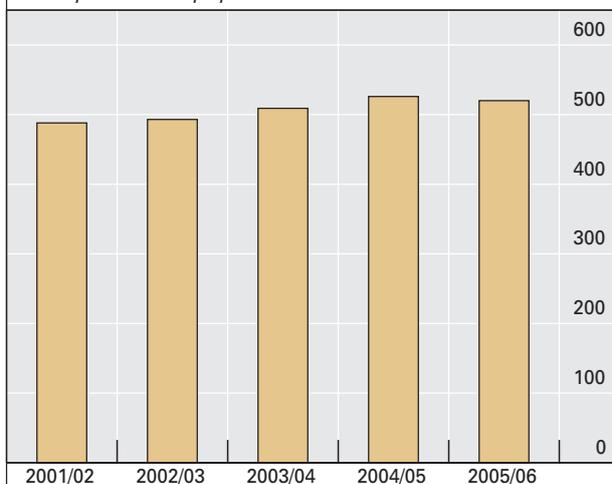
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, en comptabilité d'exercice à la date de valeur



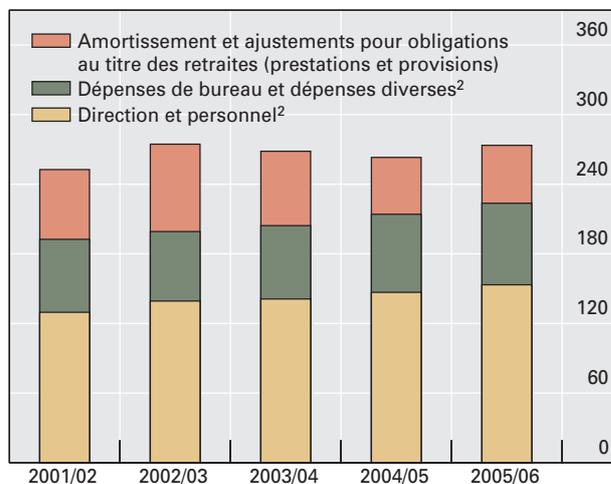
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de francs suisses



¹ Pour l'exercice 2001/02, l'information financière repose sur les meilleures estimations. ² Sur la base du budget.

