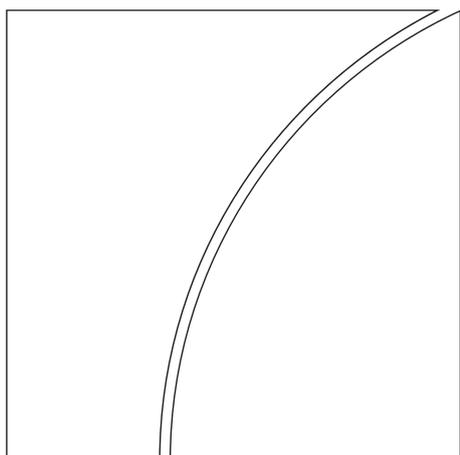




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



77^e Rapport annuel

1^{er} avril 2006–31 mars 2007

Bâle, 24 juin 2007

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, 2007. 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 92-9131-250-9 (version imprimée)

ISBN 92-9197-250-9 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

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

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| Lettre introductive | 1 |
| I. Introduction : rassembler les pièces du puzzle | 3 |
| Considérations d'offre et de demande | 5 |
| Conditions monétaires et financières | 7 |
| Cours de change, déséquilibres mondiaux et gestion des réserves | 10 |
| II. Économie mondiale | 12 |
| Faits marquants | 12 |
| Bilan de l'économie mondiale | 13 |
| <i>Panorama</i> | 13 |
| <i>Évolution marquée de l'activité économique mondiale</i> | 15 |
| <i>Le monde s'est-il affranchi de la croissance américaine ?</i> | 16 |
| <i>Amélioration des soldes budgétaires structurels</i> | 19 |
| <i>Stabilisation des soldes des paiements courants, mais</i> <i>persistance des déséquilibres sous-jacents</i> | 20 |
| Consommation des ménages dans les économies industrielles avancées | 21 |
| <i>Modifications du patrimoine et des emprunts des ménages</i> | 22 |
| « <i>Financiarisation</i> » et consommation des ménages | 24 |
| <i>La situation financière des ménages est-elle tenable ?</i> | 26 |
| <i>Engagements budgétaires latents</i> | 27 |
| <i>Perspectives d'évolution de la consommation et de l'épargne</i> | 28 |
| Évolution de l'inflation | 30 |
| <i>Baisse de l'inflation grâce au recul du prix de l'énergie</i> | 30 |
| <i>Incertitude persistante quant aux tensions inflationnistes sous-jacentes</i> ... | 31 |
| <i>Le rôle des anticipations d'inflation</i> | 34 |
| Vers une modération salutaire de la croissance et de l'inflation ? | 35 |
| III. Les économies émergentes | 37 |
| Faits marquants | 37 |
| Évolutions économiques | 38 |
| <i>Perspectives et défis en matière de politiques à mener</i> | 39 |
| <i>Politique monétaire</i> | 43 |
| Ajustement budgétaire à moyen terme et gestion de la dette | 47 |
| <i>Stabilisation et réduction de la dette</i> | 47 |
| <i>Gestion de la dette</i> | 49 |
| Flux de devises et prix des actifs dans les économies émergentes | 50 |
| <i>Synthèse des observations</i> | 50 |
| <i>Conséquences pour les marchés d'actifs dans les économies</i> <i>émergentes</i> | 54 |
| Échanges commerciaux de la Chine : synthèse des observations et conséquences | 57 |
| <i>Modification des courants d'échanges</i> | 58 |
| <i>Conséquences à moyen terme : impact de la Chine sur le commerce</i> | 60 |
| <i>Exposition et résistance aux chocs en Asie (hors Chine)</i> | 62 |
| <i>Incidences sur les politiques de change</i> | 63 |

| | |
|--|---------|
| IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés ... | 65 |
| Faits marquants | 65 |
| Synthèse des évolutions | 65 |
| <i>États-Unis</i> | 65 |
| <i>Zone euro</i> | 68 |
| <i>Japon</i> | 70 |
| <i>Pays à objectif d'inflation</i> | 73 |
| Rôle des agrégats de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire | 77 |
| <i>Évolution du rôle de la monnaie et du crédit avant les années 1980</i> | 78 |
| <i>Déclin du rôle des agrégats monétaires depuis les années 1980</i> | 79 |
| <i>Adoption croissante du ciblage de l'inflation</i> | 81 |
| <i>Un récent renouveau ?</i> | 82 |
| <i>Regain d'attention pour le crédit</i> | 83 |
| <i>Prise en compte de l'évolution de la monnaie et du crédit</i> | 85 |
| V. Marchés des changes | 86 |
| Faits marquants | 86 |
| Synthèse des évolutions | 87 |
| <i>Niveaux des cours de change sur longue période</i> | 89 |
| <i>Conditions sur les marchés des changes</i> | 89 |
| Variations de change : déterminants | 90 |
| <i>Écarts de taux d'intérêt et rôle des stratégies de carry trade</i> | 90 |
| <i>Politique de change</i> | 95 |
| <i>Déséquilibres mondiaux</i> | 97 |
| <i>Cours des produits de base</i> | 98 |
| Accumulation de réserves et politiques de gestion | 99 |
| <i>Gestion des réserves de change : principales tendances</i> | 99 |
| <i>Principaux déterminants des tendances</i> | 101 |
| <i>Défis</i> | 102 |
| VI. Marchés financiers | 106 |
| Faits marquants | 106 |
| Les rendements affectés par des perspectives de croissance contrastées | 106 |
| <i>Aplatissement des courbes des rendements au Japon et dans la zone euro</i> | 107 |
| <i>Divergence des perspectives de croissance et modération des anticipations d'inflation</i> | 108 |
| <i>Les rendements affectés par la baisse de la prime d'échéance</i> | 109 |
| <i>Poursuite de la baisse de la volatilité implicite des taux</i> | 111 |
| Vigueur des marchés d'actions malgré des épisodes de volatilité | 112 |
| <i>Les marchés confortés par de bons résultats</i> | 113 |
| <i>Le marché soutenu par les fusions-acquisitions</i> | 114 |
| <i>Valorisations</i> | 115 |
| Des primes de risque proches de leurs planchers historiques | 116 |
| <i>Bonne tenue des titres à haut rendement</i> | 117 |
| <i>Regain de goût pour le risque</i> | 119 |
| <i>Bond des émissions de produits structurés</i> | 120 |
| <i>Retournement du cycle ?</i> | 121 |
| Forte demande d'actifs des économies émergentes | 124 |
| <i>Les actifs des économies émergentes vont-ils perdre leur spécificité ?</i> | 125 |

| | |
|---|-----|
| VII. Le système financier dans les pays industriels avancés | 128 |
| Faits marquants | 128 |
| Résultats des établissements financiers | 128 |
| <i>Banques commerciales</i> | 129 |
| <i>Banques d'investissement</i> | 131 |
| <i>Fonds spéculatifs</i> | 132 |
| <i>Compagnies d'assurances</i> | 133 |
| Sources de vulnérabilité | 135 |
| <i>Expositions au risque immobilier</i> | 135 |
| <i>Immobilier résidentiel</i> | 135 |
| <i>Immobilier commercial</i> | 136 |
| <i>Financements à effet de levier</i> | 138 |
| <i>Le cycle du crédit</i> | 140 |
| Internationalisation de l'activité bancaire | 142 |
| <i>Tendances et évolutions</i> | 142 |
| <i>Défis en termes de stratégies</i> | 146 |
| <i>Niveau microéconomique</i> | 146 |
| <i>Niveau macroéconomique</i> | 148 |
| | |
| VIII. Conclusion : prévenir ou guérir ? | 150 |
| Motifs de préoccupation actuels pour les autorités | 151 |
| Défis pour la formulation de la politique monétaire | 157 |
| Quel cap pour les politiques macroéconomiques ? | 161 |
| <hr/> | |
| Organisation, gouvernance et activités | 167 |
| Conseil d'administration et Direction | 200 |
| Banques centrales membres de la BRI | 203 |
| États financiers | 205 |
| Rapport des commissaires-vérificateurs | 247 |
| Récapitulatif des cinq derniers exercices | 248 |

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 30 mai et le 7 juin 2007.

Graphiques

| | | |
|--------|---|-----|
| II.1 | Évolution macroéconomique mondiale | 12 |
| II.2 | Cours des produits de base et termes de l'échange | 13 |
| II.3 | Analyse du repli du marché du logement aux États-Unis | 16 |
| II.4 | Demande, production et corrélations sur le marché des actifs | 17 |
| II.5 | Propension à consommer | 22 |
| II.6 | Patrimoine et endettement des ménages | 23 |
| II.7 | Phases de baisse du prix des actifs | 27 |
| II.8 | Inflation, prix de l'alimentation et de l'énergie | 30 |
| II.9 | Sous-emploi des capacités et productivité : indicateurs | 31 |
| II.10 | Anticipations d'inflation | 34 |
| III.1 | Cours des produits de base et hausse des prix à la consommation .. | 40 |
| III.2 | Hausse des prix à la consommation | 42 |
| III.3 | Conditions monétaires | 43 |
| III.4 | Crédit au secteur privé | 44 |
| III.5 | Accumulation des réserves de change et conséquences monétaires .. | 46 |
| III.6 | Évolution de la dette | 47 |
| III.7 | Évolution des finances publiques | 48 |
| III.8 | Flux de capitaux dans les économies émergentes | 52 |
| III.9 | Prix des actifs | 54 |
| III.10 | Volatilité des actifs | 55 |
| III.11 | Corrélations sur les marchés d'actifs | 56 |
| III.12 | Échanges commerciaux | 57 |
| III.13 | Chine : commerce par partenaire et type de biens échangés | 59 |
| III.14 | Chine : commerce par degré de sophistication des biens | 60 |
| III.15 | Liens commerciaux | 63 |
| IV.1 | États-Unis : indicateurs économiques | 66 |
| IV.2 | Politique monétaire des États-Unis : perspectives | 67 |
| IV.3 | Zone euro : indicateurs économiques | 68 |
| IV.4 | Communication de la BCE et incertitude du marché | 70 |
| IV.5 | Japon : indicateurs économiques | 71 |
| IV.6 | Japon : déflation et reprise | 72 |
| IV.7 | Inflation et taux directeur : objectifs | 74 |
| IV.8 | Politique monétaire, liquidité mondiale et inflation | 77 |
| IV.9 | Écart de production, croissance monétaire et inflation | 79 |
| IV.10 | Agrégats monétaires : objectifs | 80 |
| IV.11 | Évolution de la vitesse de circulation de la monnaie | 81 |
| IV.12 | Pays industriels avancés : tendances de la croissance monétaire et de l'inflation | 82 |
| IV.13 | Japon : cycle expansion-contraction entre 1982 et 1993 | 84 |
| V.1 | Cours de change et écart de taux d'intérêt | 87 |
| V.2 | Cours de change effectif nominal | 88 |
| V.3 | Asie émergente : cours de change effectif nominal | 88 |
| V.4 | Cours de change effectif réel | 89 |
| V.5 | Volatilité implicite | 90 |
| V.6 | Émissions « uridashi » et contrats à terme sur devises | 91 |
| V.7 | Cours de change, ratio portage/risque et volume des transactions de change | 93 |
| V.8 | Cours de change effectif nominal des pays exportateurs de produits de base et cours des produits de base | 98 |
| VI.1 | Taux d'intérêt | 107 |
| VI.2 | Courbes des taux à terme | 108 |
| VI.3 | Prévisions pour 2007 et indicateur de prime d'inflation | 109 |
| VI.4 | Taux d'intérêt anticipés et primes d'échéance | 110 |
| VI.5 | États-Unis : volatilité des taux d'intérêt à long terme | 111 |

| | | |
|--------|---|-----|
| VI.6 | Cours des actions | 113 |
| VI.7 | Volatilité et goût pour le risque sur les marchés d'actions | 114 |
| VI.8 | Fusions-acquisitions et introductions en bourse | 115 |
| VI.9 | Marchés d'actions : valorisation | 116 |
| VI.10 | Primes de risque sur obligations d'entreprise | 117 |
| VI.11 | États-Unis : marché hypothécaire | 118 |
| VI.12 | Goût pour le risque sur les marchés de la dette | 119 |
| VI.13 | Émission de TGC | 120 |
| VI.14 | Taux de défaut, écart de rendement et bénéfices | 122 |
| VI.15 | Solidité du bilan des entreprises | 123 |
| VI.16 | Marchés émergents | 124 |
| VI.17 | Placements sur les marchés émergents | 126 |
| VII.1 | Expansion du crédit | 130 |
| VII.2 | Banques d'investissement : indicateurs d'activité et de risque | 131 |
| VII.3 | Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier | 133 |
| VII.4 | Compagnies d'assurances : portefeuille d'actions et valorisations | 134 |
| VII.5 | Banques : expositions sur immobilier | 135 |
| VII.6 | États-Unis : marché hypothécaire | 136 |
| VII.7 | Capital-investissement : flux de trésorerie et résultats | 138 |
| VII.8 | Rachats à effet de levier : volume emprunté et degré de risque | 139 |
| VII.9 | Indicateurs de la solidité du système financier | 140 |
| VII.10 | Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque | 141 |
| VII.11 | Participation des banques étrangères sur les marchés nationaux du crédit | 143 |
| VII.12 | Créances locales dans les pays d'accueil | 144 |
| VII.13 | Financement des créances locales | 145 |
| VII.14 | Marché bancaire international | 146 |

Tableaux

| | | |
|-------|---|-----|
| II.1 | La reprise mondiale actuelle en perspective | 14 |
| II.2 | Exposition commerciale vis-à-vis des États-Unis | 18 |
| II.3 | Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme | 19 |
| II.4 | Solde des paiements courants | 20 |
| II.5 | Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires | 24 |
| II.6 | Revenu (R) et consommation (C) : mesure de variation | 25 |
| II.7 | Incidence du vieillissement de la population sur les dépenses publiques : projection | 28 |
| II.8 | Contributions à la variation de l'inflation | 32 |
| II.9 | Croissance et inflation | 35 |
| III.1 | Croissance, inflation et solde des paiements courants | 38 |
| III.2 | Balance des paiements | 51 |
| III.3 | Parts du commerce de l'Asie | 58 |
| IV.1 | Croissance monétaire : indicateur prédictif d'inflation sous-jacente ... | 83 |
| V.1 | Écarts de taux d'intérêt, déséquilibres extérieurs et volatilité du change | 92 |
| V.2 | Réserves officielles en devises : variation annuelle | 96 |
| V.3 | Réserves de change : niveau et indicateurs d'adéquation | 101 |
| VII.1 | Grandes banques : rentabilité | 129 |
| VII.2 | Prix de l'immobilier commercial | 137 |

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.

77^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 24 juin 2007*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 77^e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2007.

Le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 639,4 millions, contre DTS 599,2 millions l'an passé. Les résultats détaillés de l'exercice 2006/07 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 197–199.

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 139,3 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 255 par action. Pour comparaison, le dividende versé l'an passé était de DTS 245 par action.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 50,0 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, DTS 6,0 millions au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit DTS 444,1 millions, au Fonds de réserve libre.

Si ces propositions sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2006/07 sera payable aux actionnaires le 2 juillet 2007.

Bâle, 8 juin 2007

MALCOLM D. KNIGHT
Directeur Général

I. Introduction : rassembler les pièces du puzzle

L'économie mondiale s'est comportée de façon peu ordinaire ces dernières années, y compris durant la période d'avril 2006 à mai 2007 couverte par le présent Rapport annuel. Premièrement, et c'est l'essentiel, la croissance réelle s'est maintenue à des niveaux voisins des records d'après-guerre. De plus, et c'est encourageant, de nombreux pays parmi les plus pauvres de la planète ont pris part à cette prospérité grandissante. Deuxièmement, en dépit de cette vive croissance et d'importantes tensions à la hausse sur la plupart des cours des produits de base, l'inflation sous-jacente est, généralement, restée modérée. Troisièmement, taux d'intérêt réels et primes de risque de toute nature sont demeurés inhabituellement bas. Enfin, les déséquilibres commerciaux records ont, jusqu'ici, été facilement absorbés et les cours de change ont, dans l'ensemble, été stables. De prime abord, il serait tentant de se réjouir de ces résultats, pris séparément. Pourtant, leur conjonction est si insolite qu'il est nécessaire de s'interroger non seulement sur les causes, mais aussi sur la pérennité de cette association favorable.

Des hypothèses très diverses ont été avancées pour en éclairer certains aspects, mais aucune ne parvient à rendre compte de l'ensemble. Ainsi, l'idée d'une « pénurie mondiale d'investissement » est intéressante lorsqu'il s'agit d'expliquer la faiblesse des taux d'inflation et des taux d'intérêt dans le monde. Il est plus difficile, par contre, de concilier cette hypothèse avec les récents taux records de croissance réelle. La thèse selon laquelle la « mondialisation » est un choc positif pour l'offre, qui comprime l'inflation, est, elle aussi, séduisante, mais elle ne dit pas quelles forces tirent, dans le même temps, la demande et la croissance vers le haut. Se contenter d'affirmer que l'offre crée sa propre demande, argument certes défendable sur le court terme, c'est négliger un point important : même si ce sont les économies émergentes qui ont été à l'origine d'une bonne part du choc d'offre, l'augmentation de la demande a été, pour l'essentiel, le fait des pays industriels, États-Unis en tête. On pourrait s'interroger sur les facteurs à l'origine de cette asymétrie et des déséquilibres du commerce mondial qui en découlent. Enfin, la « crédibilité » de banques centrales vigilantes pourrait bien expliquer, en partie, que faible inflation et forte croissance réelle soient allées de pair sur une longue période. Mais là ne peut résider toute l'explication, puisque les taux d'intérêt réels sont restés extrêmement bas, et que la vitesse de création de crédit a été particulièrement soutenue pendant pratiquement toute la décennie.

Or si, individuellement, ces hypothèses sont insuffisantes, ensemble, elles pourraient bien fournir une explication cohérente des bons résultats globaux des dernières années. À commencer par la théorie de la pénurie d'investissement, autrement dit, un manque de dépenses en capital fixe *ex ante* par rapport à un niveau élevé d'épargne *ex ante*. Sans doute, dans

beaucoup de pays, la pénurie d'investissement de ces dernières années traduit-elle un simple tassement après des cycles successifs d'expansion et de contraction. L'investissement des entreprises commence seulement de repartir depuis un an environ au Japon et en Allemagne, et ne donne encore que de légers signes de reprise en Asie du Sud-Est ; il est, de plus, resté très faible aux États-Unis en proportion du PIB après l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 1990. Dans ce contexte de demande d'investissement généralement faible, l'offre globale a été stimulée par la mondialisation et le retour au sein du système de commerce libéralisé d'économies anciennement planifiées. Mais les gains de productivité qui ont accompagné les innovations technologiques ont, eux aussi, joué un rôle, particulièrement dans les secteurs de l'informatique et de la distribution. Conjugués à la crédibilité acquise par les banques centrales dans les années 1980 en matière de lutte contre l'inflation, ces phénomènes ont favorisé le mouvement désinflationniste.

Compte tenu des très bas niveaux d'inflation – voire, dans certains pays, des craintes de déflation – qui ont résulté de cette conjoncture, la politique monétaire des pays industriels avancés est exceptionnellement accommodante depuis plusieurs années. Cette tendance a été renforcée par le besoin ressenti de réagir aux perturbations financières survenues en 1997 (crise est-asiatique) et en 1998 (faillite de LTCM), ainsi qu'au brusque effondrement des marchés boursiers en 2001. On aurait pu s'attendre qu'une telle politique monétaire dans les pays industriels y entraîne une baisse des cours de change et, par voie de conséquence, une hausse des devises des pays émergents. Or, les économies émergentes connaissant, elles aussi, une faible inflation, et nombre de pays désirant constituer des réserves pour se prémunir contre de futures crises, un tel ajustement n'a pas été recherché. De massives interventions stérilisées ont été menées, surtout en Asie, et les conditions monétaires domestiques sont également restées très souples. De plus, à mesure que les réserves accumulées étaient réinvesties, elles sont venues soutenir le dollar EU et augmenter la liquidité déjà grande des marchés financiers des pays industriels.

Ces facteurs n'ont pas été les seuls à stimuler l'expansion monétaire et l'essor du crédit ces dernières années. Tout comme l'économie réelle a subi de profondes mutations structurelles, le secteur financier est en pleine transformation : de nouvelles technologies au service de la gestion des risques, de nouveaux instruments et de nouveaux intervenants occupent une place grandissante, dans un contexte de concurrence qui exige que la moindre opportunité soit pleinement exploitée au nom de la quête de rendement.

Ces évolutions monétaires et financières ont permis à la demande globale de répondre à l'augmentation de l'offre mondiale. Le présent chapitre s'emploie à montrer comment chacune des forces en jeu – autrement dit les pièces du puzzle – a contribué aux bonnes conditions des quelque douze derniers mois. Il convient toutefois de nuancer le tableau, en faisant au moins deux observations sur lesquelles la Conclusion reviendra.

Premièrement, on ne peut écarter la possibilité que les stimulations financières massives en faveur de la dépense aient, malencontreusement, mis

l'économie mondiale – tout au moins des pans importants – dans une situation propice au retour de tensions inflationnistes. Deuxièmement, et c'est en partie une conséquence indirecte de ce contexte de stimulation monétaire et financière, un nombre toujours croissant de variables économiques et financières s'écartent significativement de ce qui pourrait être considéré comme des « normes » établies. Plus particulièrement, des conditions financières accommodantes ont entraîné un recul sans précédent du taux d'épargne des ménages aux États-Unis et une augmentation tout aussi exceptionnelle du taux d'investissement en Chine. Reste à savoir si ces tendances se révéleront tenables, avec l'émergence de nouvelles « normes » reflétant des changements structurels sous-jacents, ou si, au contraire, elles reviendront vers des scénarios plus classiques.

Considérations d'offre et de demande

Au cours des douze derniers mois environ, l'économie mondiale a poursuivi sa rapide expansion, avec des retombées sur pratiquement toutes les régions. La croissance de la Chine et de l'Inde a continué à un rythme effréné, entraînant la plus grande part de l'Asie, tandis que le revenu national progressait à des taux records dans la plupart des pays producteurs de pétrole. À quelques exceptions près, les économies d'Amérique latine et d'Europe centrale et orientale ont, de même, bien progressé. Grâce, en partie, à une meilleure gestion macroéconomique, mais aussi à la hausse des cours des produits de base, la croissance dans de nombreuses régions d'Afrique s'est également maintenue à des niveaux inhabituellement élevés.

Les grands pays industriels ont, eux aussi, affiché de très bons résultats, donnant même les signes d'un rééquilibrage encourageant, puisque la croissance au Japon et dans les pays de la zone euro a continué de s'accélérer et que le rythme d'expansion de la demande domestique a commencé de se modérer aux États-Unis. L'Allemagne, en particulier, a émergé d'une longue période de torpeur avec une vigueur inattendue. Toutefois, au fil des mois, se sont fait jour les craintes d'un ralentissement excessif aux États-Unis, susceptible de se répercuter ailleurs. Dans ce pays, les signes d'essoufflement des dépenses de consommation peuvent s'expliquer, en partie, par les très vives augmentations antérieures ; mais le fait que la croissance du revenu et de l'emploi n'a pas suivi, et qu'une bonne part de la consommation a été financée par l'endettement ou une moindre épargne, a sans doute aussi joué un rôle. Autre motif de préoccupation : l'éventualité d'une corrélation avec le cycle du logement, qui a brusquement amorcé un retournement en 2006.

Tout au long de l'année écoulée, les constructions nouvelles de logements ont chuté vertigineusement pendant que le ratio stock de maisons invendues/ventes effectives a atteint des niveaux jamais enregistrés depuis le début des années 1970. Si l'impact sur l'emploi dans le secteur de la construction n'a pas encore été pleinement ressenti, la forte décélération immédiate des prix de l'immobilier a commencé à avoir quelques conséquences. La capacité des ménages à se servir des plus-values immobilières pour financer un emprunt ou des dépenses de consommation s'est manifestement amoindrie.

De plus, de nombreux emprunteurs de moindre qualité n'ont pu assurer le service de leurs dettes hypothécaires qu'en recourant à ce type de refinancement. Si cette possibilité leur était ôtée, beaucoup pourraient perdre leur habitation, ajoutant encore au stock de maisons invendues. Heureusement, il n'existe pas de preuve tangible, à ce jour, que ces évolutions aient sapé la confiance générale des consommateurs aux États-Unis, même si des restrictions plus fortes commencent à être mises en place sur le crédit à la consommation.

Malgré l'espoir de voir l'investissement des entreprises compenser le ralentissement du marché immobilier, l'investissement a reculé vers la fin de 2006 dans ce pays. Ce renversement a surpris, étant donné la progression de l'utilisation des capacités, les bénéfices substantiels des entreprises et les conditions de financement toujours favorables. De plus, des signes de reprise de l'investissement et de la confiance des entreprises, sinon de la confiance et des dépenses des consommateurs, ont été observés dans d'autres pays industriels avancés, tels l'Allemagne et le Japon. Or, l'investissement doit s'appuyer sur des anticipations de rendement, et là, les augures étaient moins bons. Les gains de productivité aux États-Unis ont ralenti en 2006, le rythme des augmentations salariales s'est accéléré, et le taux de croissance des bénéfices dans le secteur non financier a chuté. Pour l'avenir, la crainte que la consommation aux États-Unis puisse s'essouffler, au moment même où les investissements massifs récents en Chine deviennent opérationnels, pourrait également avoir tempéré les anticipations de bénéfices, et ce, peut-être pas seulement aux États-Unis.

Certes, il devient de plus en plus difficile d'ignorer l'influence grandissante de la Chine et de l'Inde dans le monde. Les dépenses d'investissement en Chine, dont la plupart pour l'exportation, ont représenté près de 45 % du PIB l'an dernier. De plus, les entreprises chinoises ont continué de progresser rapidement en termes de valeur ajoutée et proposent désormais des services considérés auparavant comme biens non échangeables. L'Inde aussi a continué d'étendre son secteur d'exportation, s'orientant clairement vers l'industrie de transformation en complément des services informatiques qui ont fait sa réputation. Les entreprises chinoises et indiennes ont lancé d'importants investissements directs dans des sociétés étrangères, les premières semblant chercher tout particulièrement à pérenniser l'approvisionnement en produits de base.

En Chine, l'augmentation rapide de la productivité a permis une forte hausse des salaires et des bénéfices en général, tout en maintenant la compétitivité, mais les inquiétudes subsistent quant au fait que le revenu salarial ne se traduit pas suffisamment en dépenses de consommation. La concentration de plus en plus poussée des bénéfices et la progression généralisée de l'investissement ont également fait naître des craintes de surcapacité et d'une dépendance toujours plus grande à l'égard des débouchés d'exportation en cas d'affaiblissement de l'investissement intérieur. Le gouvernement chinois a pris des mesures administratives et monétaires en cours d'année pour refroidir l'économie, mais les anticipations de croissance ont continué, malgré tout, d'être révisées à la hausse durant toute la période

couverte par ce rapport. En Inde, la politique monétaire a aussi été resserrée, mais la croissance s'est poursuivie à un rythme très rapide.

Dans ce contexte, l'inflation mondiale s'est encore tassée l'an dernier, quoique le renversement partiel de la montée des cours énergétiques y ait été pour beaucoup. L'inflation sous-jacente en Chine, au Japon et dans certains pays d'Europe continentale a été relativement faible et stable, mais plusieurs économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine ont enregistré un taux élevé ou en augmentation. De même, aux États-Unis, certains ont observé des signes, faibles il est vrai, de dérapage. Pourtant, dans les pays où l'information est disponible, les anticipations d'inflation à long terme sont restées stables, y compris aux États-Unis. De plus, durant la période examinée, il n'y a pas eu de signes tangibles d'un renversement de la tendance baissière observée ces dernières années, que ce soit en termes de volatilité de l'inflation ou de transmission de chocs de coûts à l'inflation.

Il est néanmoins assez surprenant que l'inflation dans les pays industriels soit restée stable, alors que, partout, les capacités inutilisées se comblaient. Dès la fin de 2006, selon de nombreux responsables japonais, l'économie du Japon tournait au-delà de ses capacités, tandis que les autorités américaines estimaient que leur pays était à son potentiel ; quant à la zone euro, elle s'en approchait, semble-t-il, suite à un fort recul du chômage. Si les coûts unitaires de main-d'œuvre, en hausse aux États-Unis et stables dans bien des pays européens, semblent corroborer ces évolutions, il convient de souligner la faiblesse persistante des salaires allemands et japonais. Enfin, il est devenu de moins en moins certain, au cours de l'année, que l'impact des économies émergentes sur la désinflation mondiale se poursuivait. Durant l'année, en Chine et en Inde, les autorités ont évoqué le problème d'une surchauffe de l'économie, avant de prendre des mesures palliatives concrètes.

Les cours des produits de base ont à la fois favorisé et empêché la modération durable des tensions inflationnistes pendant l'année écoulée. Le repli des cours énergétiques, après un brusque redressement dans la première moitié de 2006, a certainement été favorable. Cela n'a pas été le cas des cours de nombreux autres produits de base, qui ont persisté à des niveaux élevés, traduisant, en partie, la vive hausse des coûts d'exploration, d'extraction et de traitement. Le plus gênant, peut-être, a été l'augmentation des prix de certaines denrées alimentaires essentielles, pour partie due à la sécheresse, mais aussi à des tentatives de réorientation des cultures vers la production de carburant.

Conditions monétaires et financières

Dans ce contexte de croissance soutenue, marqué par un niveau d'inflation demeurant faible et des anticipations d'inflation stables, les pays industriels ont légèrement durci leur politique monétaire. Les États-Unis, qui avaient graduellement relevé leurs taux directeurs depuis début 2004, les ont maintenus inchangés à partir de juin 2006. La BCE a opéré, durant la période examinée, un relèvement plus important de ses taux, à partir d'un niveau plus faible certes. Le Japon a mis un terme à sa politique de taux zéro, mais le taux

directeur n'a été porté qu'à 0,5 % en février. Les taux directeurs réels (mesurés *a posteriori*), également en hausse, ont atteint, aux États-Unis et dans la zone euro, un niveau avoisinant la croissance potentielle estimée, ce qui est encore loin d'être le cas au Japon.

Au vu de certains indicateurs, toutefois, les conditions monétaires et financières sont dans l'ensemble restées très accommodantes dans les pays industriels. L'expansion du crédit au sein du G 3, qui a culminé autour de 10 % mi-2006, n'a ralenti que très légèrement depuis. Les taux réels à long terme ont également enregistré une hausse, mais bien moindre que celle des taux directeurs : à la fin de la période analysée, ils ne dépassaient pas le niveau qu'ils avaient atteint mi-2004, au début de la phase de durcissement monétaire. Certains commentateurs ont relevé qu'une courbe des rendements inversée a, par le passé, été le signe de l'imminence quasi certaine d'une récession ; d'autres ont préféré voir dans le repli récent des taux longs la manifestation inhabituelle d'une diminution de la prime d'échéance, plutôt que l'anticipation d'une baisse des taux courts.

Cette « énigme » de la prime d'échéance sur les taux longs pourrait en partie témoigner de stimulations monétaires à travers le monde, conjuguées à une propension marquée, aussi bien de la part du secteur public que du secteur privé, à accepter le risque de change. En raison de la relative faiblesse des taux directeurs dans bon nombre de pays industriels, mais particulièrement en Suisse et au Japon, les capitaux ont continué d'affluer vers certaines économies émergentes ainsi que vers d'autres pays industriels offrant des rendements supérieurs. Aux opérations de *carry trade* proprement dites – consistant à placer les fonds empruntés dans une monnaie à faible taux d'intérêt, soit dans une autre monnaie plus rémunératrice, soit dans des pays où une augmentation du prix des actifs ou une appréciation de la monnaie est attendue – se sont ajoutés d'autres flux jouant un rôle similaire : ainsi, au Japon, les particuliers ont effectué des sorties massives de fonds et, en Europe centrale et orientale, les ménages ont emprunté en devises pour financer des hypothèques. Si l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, notamment l'excédent commercial, dans nombre de pays destinataires peut être un élément explicatif, il n'en reste pas moins que d'autres pays bénéficiaires de ces flux ont accusé une brusque dégradation de leurs paiements courants, et parfois d'autres indicateurs.

Ces capitaux entrant sous différentes formes n'ont fait qu'accentuer les pressions à la hausse sur les actions et l'immobilier, induites au départ par des conditions monétaires relativement souples. Ce phénomène a ravivé les inquiétudes des pays ayant déjà traversé des crises liées à de tels afflux, notamment en Asie, malgré des réserves de change confortables et des comptes courants le plus souvent excédentaires. Certains pays, en particulier la Corée, la Thaïlande et le Brésil, se sont montrés plus enclins que par le passé à laisser s'apprécier leur monnaie, signe, peut-être, qu'ils avaient tiré les enseignements d'épisodes précédents. Quelques autres ont néanmoins continué d'intervenir massivement, tout en recourant à la stérilisation, et l'accroissement total des réserves a été deux fois plus important en 2006 qu'en 2005. En outre, de nombreux pays ont assoupli, ou renoncé à durcir, leur

politique monétaire, par crainte d'attirer encore davantage de capitaux. Certaines économies émergentes ont, en dernier recours, opté pour des mesures administratives, soit pour réduire les entrées de capitaux et atténuer les problèmes liés à la stérilisation, soit pour encourager les sorties de capitaux.

Sous l'effet de cette relative accommodation monétaire, conjuguée à une appétence prononcée pour les investissements de portefeuille (achats de titres des économies émergentes par le secteur privé et, surtout, acquisition, par les gestionnaires d'avoires de réserve, d'obligations émises par les grands pays industriels), les primes d'échéance semblent avoir partout suivi une trajectoire baissière. À cette pression s'est ajoutée une autre tendance dans les pays industriels : les fonds de pension et les sociétés d'assurances ayant des engagements plus lointains se sont davantage tournés vers le compartiment long, afin de se prémunir contre des risques de fluctuations des taux d'intérêt et de volatilité des actifs. Si l'importance de ces influences sur les primes d'échéance est impossible à estimer, elles n'en exercent pas moins toutes deux des pressions à la baisse.

Des taux sans risque relativement bas sur les quelque douze derniers mois ont conforté l'idée que le monde était inondé de liquidité, autrement dit que le crédit était généralement accessible, à faible coût et à des conditions moins strictes qu'auparavant. Toutefois, la plus grande disponibilité du crédit, perçue mais aussi bien réelle, est également attribuable à des facteurs propres au secteur financier : l'évolution de la réglementation et de la technologie a étendu les possibilités, celle des mentalités a modifié les comportements.

Une multitude de nouvelles pratiques sont apparues, notamment en matière de crédit aux ménages. Pratiquement partout, les conditions d'octroi de crédits hypothécaires se sont assouplies, d'une part, grâce à la déréglementation dans de nombreux pays et, d'autre part, à la généralisation des techniques de notation du crédit appliquées aux hypothèques, mises au point aux États-Unis, où, comme dans d'autres pays, beaucoup d'emprunteurs ont pu contracter des crédits hypothécaires, ainsi que des crédits à la consommation, auxquels ils n'auraient pas eu accès auparavant. Jusque vers la fin de la période, ce phénomène a généralement été considéré comme une saine évolution, favorisant l'accès à la propriété. Ce n'est que ces derniers mois (*supra*) que les aspects négatifs liés à ces nouvelles pratiques sont devenus plus évidents.

Réagissant à ces développements, les autorités de contrôle financier ont, à plusieurs reprises, exhorté les banques de financement et d'investissement à resserrer les conditions d'octroi de prêts, notamment aux fonds spéculatifs et de capital-investissement, et à assurer un suivi plus étroit de leurs expositions au risque de contrepartie. À mesure que l'année avançait, les fonds spéculatifs eux-mêmes ont davantage participé au financement d'entreprises risquées par le biais d'achats de titres nantis, de prêts à effet de levier et d'instruments dérivés à risque élevé. Un nombre inégalé de fusions-acquisitions, financées, à un degré sans précédent, par des fonds de capital-investissement, a permis de satisfaire la demande pour les produits les plus recherchés. Cette activité pourrait traduire le sentiment que le contexte macroéconomique plus

favorable a entraîné une diminution des risques. Toutefois, elle semble également résulter d'une plus grande disposition, de la part de la quasi-totalité des investisseurs, y compris les fonds de pension et les fonds d'investissement, à accepter un degré de risque plus important pour augmenter les rendements.

Trois grandes raisons peuvent expliquer ce goût pour le risque. Premièrement, et c'est la raison la plus évidente, la relative faiblesse des taux sans risque a poussé dans cette voie les investisseurs, notamment ceux que leur mission oblige à dégager des rendements élevés. Deuxièmement, la concurrence s'est intensifiée entre les bailleurs de fonds. Les fonds spéculatifs ont subi une baisse de rendement l'année passée. Plusieurs d'entre eux ont disparu, les autres étant contraints de faire preuve d'une agressivité accrue. Il en irait de même pour certaines banques très rentables, qui auraient elles aussi adopté une stratégie agressive par crainte que leurs concurrents n'obtiennent de meilleurs résultats. Troisièmement, et c'est peut-être la raison la plus importante, les prêteurs ont de plus en plus tendance à transférer ultérieurement l'exposition à des tiers par le biais de la titrisation ou des marchés dérivés. Cette pratique engendre, de toute évidence, un problème de partage des responsabilités. Que se passera-t-il si les établissements cédants ne se sentent plus tenus au devoir de diligence et si les acheteurs finals n'ont pas les compétences ou les informations nécessaires pour gérer les risques inhérents aux instruments complexes qu'ils acquièrent ?

Les conséquences sur les prix des actifs ont été sensiblement les mêmes que les années précédentes : les prix ont poursuivi leur trajectoire haussière, amorcée mi-2003, au moment où les taux directeurs étaient à leur plus bas dans les principaux pays industriels. Le prix du logement s'est envolé un peu partout, les marchés boursiers ont inscrit des records, les primes sur instruments à risque – dettes souveraines incluses – sont généralement tombées à des creux historiques, et le marché des grands crus, des timbres et de l'art a atteint des niveaux sans précédent. En revanche, le coût de l'accès à la liquidité, par le biais d'options d'achat et de vente sur divers instruments, est demeuré extrêmement bas.

Malgré ces résultats globalement positifs, certains signes pourraient laisser entrevoir un retournement du cycle du crédit. Les prix de la plupart des actifs financiers ont chuté en avril et mai 2006, avant de rebondir rapidement. Un autre épisode de turbulences, plus modéré toutefois, s'est produit fin février 2007. Là encore, une reprise a suivi, mais des préoccupations croissantes pour le marché immobilier aux États-Unis et l'économie en général ont laissé craindre des retombées financières. La Conclusion fournira quelques réflexions sur ce que ces indicateurs, et d'autres, risqueraient de présager pour l'économie mondiale.

Cours de change, déséquilibres mondiaux et gestion des réserves

Les préoccupations relatives à une éventuelle réaction désordonnée des marchés aux déséquilibres mondiaux des paiements courants ont été un peu atténuées, pour plusieurs raisons : le déficit commercial des États-Unis en pourcentage du PIB s'est stabilisé ; la demande mondiale s'est quelque peu

rééquilibrée ; le cours effectif du dollar EU est reparti à la baisse ; la volatilité des principaux cours bilatéraux est restée faible. Parmi les autres grandes monnaies, l'euro a continué de s'apprécier, ce qui a également semblé propice à un rééquilibrage des comptes extérieurs, même si ce dernier n'est pas totalement souhaité par les pays directement affectés.

Cependant, la persistance du déficit courant élevé des États-Unis, l'augmentation de la dette extérieure et un dollar, en termes effectifs réels, à 5 points seulement en deçà de sa moyenne sur trente ans en fin d'année ont été des signes moins encourageants. La poursuite de la dépréciation effective du yen, malgré le niveau élevé de l'excédent courant et des réserves de change du Japon, qui s'étaient stabilisées autour de \$1 000 milliards, a constitué un facteur contre-productif de plus. D'autres monnaies se sont appréciées très faiblement, voire se sont dépréciées, en termes effectifs ; c'est le cas de celles des grands producteurs de pétrole et de la Chine, même si, vis-à-vis du dollar EU, le renminbi s'est effectivement apprécié à un rythme plus rapide. Étant donné que ces derniers pays affichaient des excédents commerciaux importants, et parfois même croissants, cette évolution n'a pas contribué à réduire les déséquilibres des échanges dans le monde.

Une autre source de préoccupation concernant les cours bilatéraux a porté sur l'éventualité que des pays détenant d'importantes réserves officielles changent de politique de gestion. L'augmentation du volume des réserves au-delà du niveau de trésorerie requis a poussé les autorités d'un certain nombre de pays à prendre des mesures institutionnelles visant à accroître les rendements, quitte à accepter un degré de risque plus élevé. Si l'on voit bien comment le prix de diverses classes d'actifs pourrait s'en trouver affecté, prolongeant la phase euphorique actuelle du cycle du crédit, les conséquences sur la valeur des monnaies sont moins claires. La Conclusion se penchera également sur ce phénomène.

Quoi qu'il en soit, la création de « fonds de richesse nationale » (*wealth funds*) par plusieurs pays a été accompagnée de déclarations rassurantes selon lesquelles les risques continueraient d'être gérés avec prudence. Fait peut-être plus important encore, les conséquences plus larges sur le bon fonctionnement du système financier international continueraient à être prises en compte de manière appropriée par les gestionnaires des réserves de change mondiales, dont le niveau ne cesse de croître. Au vu de l'histoire, il est essentiel et encourageant que créanciers et débiteurs comprennent de plus en plus à quel point leurs destins sont désormais inextricablement liés.

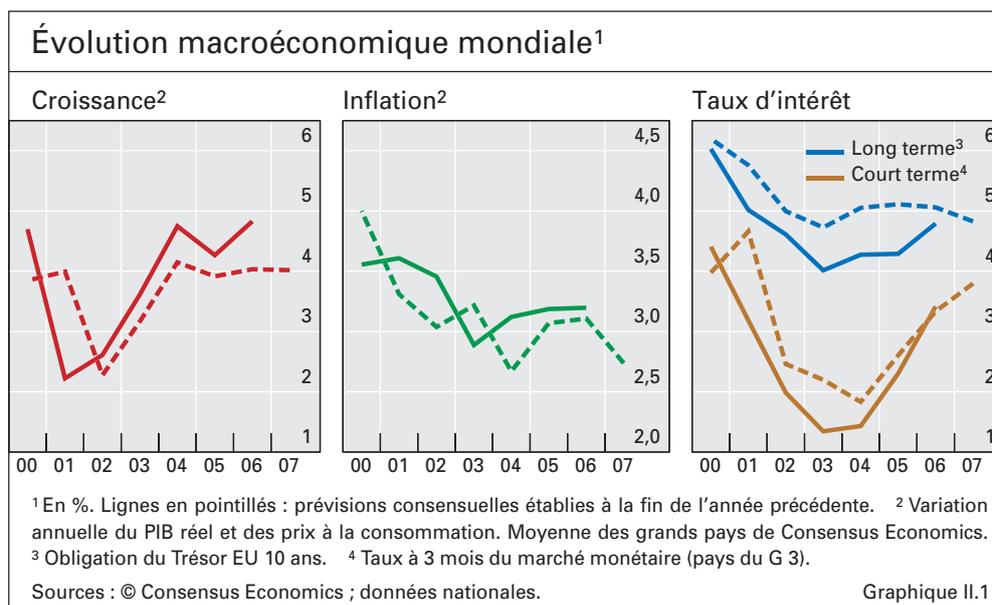
II. Économie mondiale

Faits marquants

La solidité de l'économie mondiale a encore surpris en 2006 (graphique II.1). Elle s'explique par trois facteurs : la bonne tenue de la consommation aux États-Unis, malgré l'affaiblissement du marché du logement ; une reprise généralisée dans les autres économies avancées ; une croissance toujours rapide dans les économies émergentes. L'inflation est restée modérée, la progression de l'indice des prix à la consommation (IPC) fléchissant au second semestre. Toutefois, les tensions sur l'inflation sous-jacente ont persisté dans le contexte d'un taux d'utilisation des capacités élevé ou en augmentation dans les grandes économies.

Pour 2007, les analystes s'accordent à prévoir une expansion économique généralisée, un relâchement des tensions inflationnistes et une atténuation graduelle des déséquilibres des paiements courants. Ce scénario est conforté par des signes de plus en plus nombreux d'une reprise classique dans la zone euro et au Japon, les exportations entraînant une hausse de l'investissement et, en corollaire, une progression de l'emploi et de la consommation. La bonne santé de la demande intérieure dans les grandes économies émergentes est également encourageante.

Le scénario de base n'est toutefois pas exempt d'importants risques à court terme. L'impact du repli du marché immobilier américain ne s'est peut-être pas encore fait pleinement sentir. Certes, l'Europe et l'Asie apparaissent moins dépendantes de la croissance des États-Unis qu'il y a quelques années, mais la vigueur de la consommation dans ces régions et



dans les économies avancées plus généralement semble mal assurée. En outre, il n'est pas certain que les tensions inflationnistes aient été jugulées. Les conditions de financement, toujours favorables à la croissance, pourraient finir par se durcir, surtout si les craintes inflationnistes se renforçaient.

Bilan de l'économie mondiale

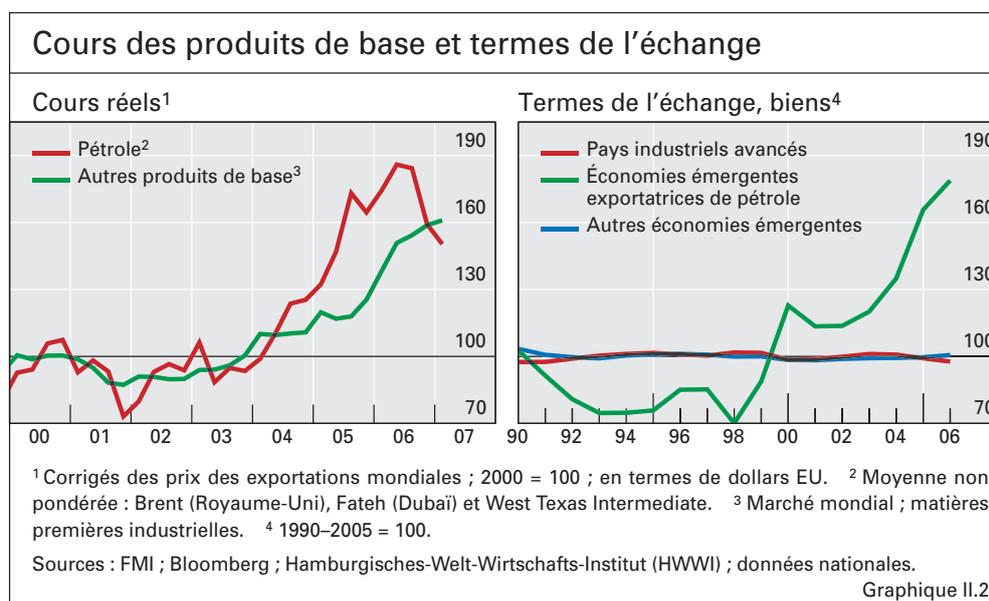
Panorama

Poursuite d'une forte croissance et d'une inflation modérée

En 2006, l'économie mondiale a encore bénéficié de la conjonction d'une croissance soutenue et d'une inflation modérée. La production s'est accrue de 5½ %, soit une croissance supérieure à 4 % pour la quatrième année consécutive. Cette vigueur a été plus largement partagée que les années précédentes : la croissance a été égale ou supérieure à la tendance de long terme dans pratiquement toutes les économies avancées et elle a fortement progressé dans les grands pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Les pays exportateurs de matières premières ont connu une amélioration des termes de l'échange par rapport à 2005. Les prix pétroliers ont baissé fin 2006, mais ceux de nombreux autres produits de base ont encore progressé (graphique II.2). En dépit de la vigueur de la croissance, le rythme d'inflation mesuré à partir de l'IPC est néanmoins resté contenu.

Le risque de surchauffe...

Les risques macroéconomiques ont changé en cours d'année. Au premier semestre, la vigueur de la croissance a fait craindre que l'économie mondiale ne s'approche d'une « vitesse limite ». Les prix pétroliers mesurés en dollars ont augmenté de plus de 35 % entre février et août 2006 du fait d'une hausse persistante de la demande. En outre, des signes de résorption des capacités non utilisées dans les grandes économies ont suscité des inquiétudes quant à une éventuelle surchauffe. Les anticipations d'inflation à long terme sur les marchés financiers ont progressé temporairement au cours des six premiers



mois de 2006, notamment aux États-Unis (chapitre IV), et la volatilité des marchés financiers a augmenté fortement, quoique provisoirement, en mai (chapitre VI).

Au second semestre, les risques d'un fléchissement de la croissance sont devenus plus apparents, alors que les signes d'essoufflement s'accumulaient aux États-Unis. Dans le même temps, l'amorce d'une baisse des cours pétroliers a atténué les préoccupations relatives au risque d'inflation à court terme : après avoir culminé à plus de \$75 le baril en août, les cours au comptant avaient perdu environ 25 % en fin d'année. Cette baisse et le recul concomitant des prix de l'essence ont soutenu les dépenses de consommation en fin d'année, surtout aux États-Unis.

L'expansion économique des quatre dernières années diffère à plusieurs égards de celle des années 1994–1997, également marquée par quatre années consécutives de croissance égale ou supérieure à la tendance (tableau II.1). Premièrement, la contribution à la croissance mondiale des économies

...a fait place à celui d'un fléchissement de la croissance

Une reprise atypique

| La reprise mondiale actuelle en perspective | | | | |
|--|----------------------|-------|----------------------|-------|
| En % ou en points de % | | | | |
| | Reprise actuelle | | Reprise précédente | |
| | 2003–06 ¹ | 2006 | 1994–97 ¹ | 1997 |
| Croissance du PIB mondial | 4,9 | 5,4 | 4,0 | 4,2 |
| Contributions des pays/groupes ² | | | | |
| Pays industriels avancés | 1,3 | 1,5 | 1,7 | 1,8 |
| États-Unis | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |
| Économies émergentes | 3,6 | 3,9 | 2,3 | 2,4 |
| Chine | 1,4 | 1,5 | 0,9 | 0,9 |
| Contribution des ménages/entreprises ³ | | | | |
| Demande des ménages ⁴ | 67,4 | 52,2 | 60,2 | 51,0 |
| Investissement résidentiel | 7,4 | 0,2 | 4,1 | 0,4 |
| Demande des entreprises ⁵ | 24,3 | 31,5 | 29,9 | 35,3 |
| Cours réels du pétrole ^{6, 7} | 93,8 | 14,1 | 10,5 | 1,0 |
| Cours réels des produits de base ^{6, 8} | 66,6 | 25,4 | 15,4 | 5,3 |
| Taux d'intérêt réels ^{9, 10} | | | | |
| Taux courts (directeurs) | 0,6 | 1,3 | 0,0 | 2,2 |
| Taux longs (rendement des obligations d'État 10 ans) | -0,7 | 1,9 | 1,1 | 3,6 |
| Indicateurs budgétaires ^{9, 11} | | | | |
| Solde financier structurel ¹² | 1,8 | -1,9 | 2,4 | -1,6 |
| Dette publique brute ¹³ | 6,9 | 85,8 | 7,1 | 77,2 |
| Crédit au secteur privé ^{9, 13} | 12,0 | 134,5 | 2,0 | 105,7 |

¹ Croissance du PIB mondial et contributions : moyenne annuelle ; autres indicateurs : variation cumulée. ² En points de %. ³ En % de la croissance totale du PIB des pays industriels avancés. ⁴ Dépenses de consommation finale privée plus formation brute de capital fixe du secteur privé résidentiel. ⁵ Formation brute de capital fixe, secteur privé non résidentiel. ⁶ Variation corrigée des prix des exportations mondiales, en termes de dollars EU. ⁷ Moyenne pondérée : Brent (Royaume-Uni), Fateh (Dubai) et West Texas Intermediate. ⁸ Marché mondial ; matières premières industrielles. ⁹ États-Unis, zone euro et Japon : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ¹⁰ Corrigés du déflateur de la consommation privée (États-Unis) ou des prix à la consommation (zone euro et Japon). ¹¹ Administrations publiques. ¹² Solde financier corrigé des variations cycliques ; en % du PIB potentiel. ¹³ En % du PIB.

Sources : FMI ; OCDE ; Bloomberg ; HWWI ; données nationales.

Tableau II.1

émergentes, surtout d'Asie, a été supérieure de 1¼ point de pourcentage à ce qu'elle fut il y a dix ans. Cela s'explique, dans une large mesure, par le dynamisme de l'économie chinoise, mais aussi, plus généralement semble-t-il, par les effets bénéfiques des grandes réformes engagées dans de nombreux pays émergents (chapitre III). Deuxièmement, malgré une progression relativement modeste du revenu réel dans les économies avancées, la demande des ménages a joué un rôle beaucoup plus important (par rapport à la dépense des entreprises) dans la croissance des économies avancées que lors de la précédente phase de reprise.

Les conditions de financement, notamment, sont restées attractives

Troisièmement, les conditions de financement sont demeurées beaucoup plus favorables qu'il y a dix ans. Les taux d'intérêt réels à long terme n'ont pas augmenté, en dépit de la forte croissance mondiale et de politiques monétaires ayant progressivement perdu leur caractère accommodant depuis 2004. Le faible niveau des taux a non seulement soutenu la valeur des actifs financiers et réels dans le monde (chapitre VI), mais il s'est accompagné d'une expansion rapide du crédit et d'un approfondissement financier marqué (chapitre VII), de sorte que les ratios crédit/PIB ont, dans l'ensemble, atteint de nouveaux sommets. Enfin, les déficits budgétaires structurels ont diminué au cours de la présente reprise, mais moins qu'au milieu des années 1990.

Évolution marquée de l'activité économique mondiale

Rééquilibrage de la croissance mondiale en 2006

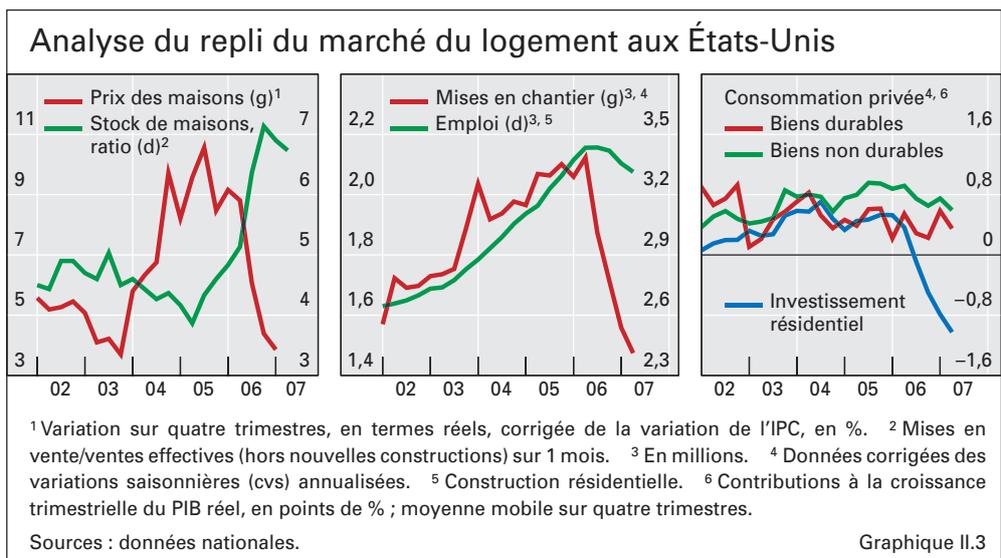
Les moteurs de l'expansion mondiale ont changé en 2006. Aux États-Unis, la croissance de la production s'est ralentie, revenant d'un taux annuel de plus de 4 % aux deux premiers trimestres 2006 à environ 2 % au second semestre et 1¼ % au premier trimestre 2007. Dans le même temps, la demande est restée forte ou s'est accélérée dans la plupart des autres économies avancées, notamment dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et au Canada. La vigueur de la demande intérieure a continué de jouer un rôle important dans les grandes économies émergentes d'Asie, d'Europe centrale et orientale, et d'Amérique latine (chapitre III).

Le repli du marché du logement américain...

Le ralentissement de la croissance américaine est dû essentiellement à la forte baisse d'activité sur le marché du logement. Les mises en chantier ont reculé de 35 % en 2006, et le stock de maisons invendues a nettement augmenté (graphique II.3). L'investissement résidentiel, qui avait contribué à la croissance du PIB à hauteur d'environ ½ point de pourcentage en 2005, l'a réduite en moyenne de plus de 1 point de pourcentage en rythme annuel au second semestre 2006. L'économie américaine a cependant continué de progresser à un rythme modéré dans la mesure où le repli du marché du logement n'a quasiment pas eu d'effet sur la consommation.

...semble encore moins prononcé que le précédent...

Le repli actuel du marché du logement aux États-Unis est brutal, mais semble cependant plus modeste que celui enregistré au début des années 1990. Les mises en chantier et les ventes de logements neufs ont chuté de 40 % environ, au lieu de 60 % et 55 %, respectivement, lors du cycle précédent. De fait, les mises en chantier et ventes de logements sont restées autour de leur moyenne de long terme au premier trimestre 2007. Le stock de logements neufs invendus semble régresser, mais demeure élevé par rapport au passé.



Une hausse persistante du patrimoine et du revenu des ménages a limité l'effet du ralentissement du marché immobilier américain sur la consommation. Les prix des logements ont chuté en termes réels dans des endroits où ils avaient connu des augmentations particulièrement marquées, mais ils n'ont fait que marquer le pas au plan national. Simultanément, la valeur des actifs financiers des ménages américains a continué de croître fortement (*infra*). Fait peut-être plus important encore, le chômage est demeuré faible. Même dans la construction résidentielle, l'emploi, qui représente environ 2½ % du total aux États-Unis, est resté stable. Il apparaît d'ailleurs remarquablement élevé eu égard au niveau actuel des mises en chantier.

...et son effet limité par la hausse de la valeur des actifs

Pour la première fois depuis 2002, la croissance dans la zone euro a dépassé celle des États-Unis au second semestre 2006. Cette reprise paraît suivre un schéma classique : hausse des exportations entraînant un essor de l'investissement des entreprises et de l'emploi, puis, dans une moindre mesure, une augmentation de la consommation privée. Le taux de chômage est tombé au-dessous des niveaux enregistrés au plus haut du cycle précédent, en 2001. Les créations d'emplois ont été particulièrement nombreuses en Allemagne, où le taux de chômage a baissé de presque 1½ point de pourcentage en 2006. La reprise de l'économie allemande a également profité à ses principaux partenaires commerciaux européens.

Signes de reprise classique dans la zone euro

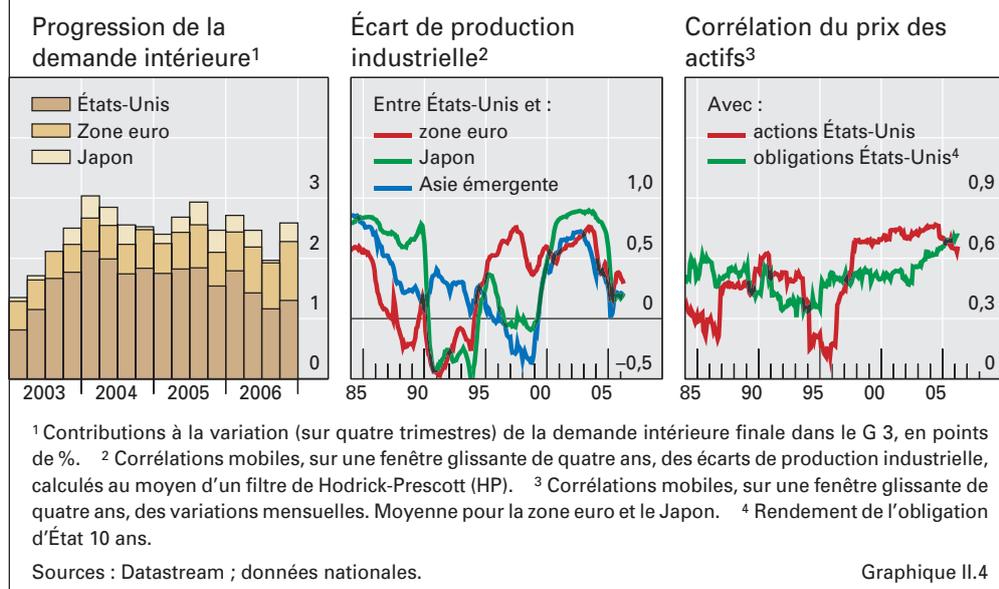
Au Japon, l'économie a continué de progresser à un rythme modéré, même si la demande est restée assez irrégulière. L'investissement des entreprises s'est poursuivi à vive allure, notamment dans les secteurs tournés vers l'exportation, qui ont profité du dynamisme de la croissance chinoise et de la faiblesse du yen (chapitre V). La progression de la consommation est restée forte, quoiqu'elle ait ralenti au second semestre, et ce, malgré un chômage conjoncturellement peu élevé.

Le Japon connaît toujours une croissance modérée

Le monde s'est-il affranchi de la croissance américaine ?

L'expansion économique mondiale est ainsi devenue moins dépendante de la croissance des États-Unis au fil des mois. Alors que la demande intérieure

Demande, production et corrélations sur le marché des actifs



La dépendance apparemment moindre vis-à-vis de la croissance américaine...

globale des économies du G 3 a continué de progresser à un rythme d'environ 2½ % au second semestre 2006, les États-Unis n'ont plus représenté que quelque 50 % de ce chiffre, contre 70 % en moyenne au cours des trois années précédentes (graphique II.4). Cependant, l'affaiblissement de la demande intérieure aux États-Unis a porté essentiellement sur les biens non échangeables ; les importations américaines de biens et services ont encore augmenté en termes réels au second semestre, ce qui, conjugué à une demande en hausse dans le reste du monde, en Europe surtout, a stimulé les exportations des grandes économies émergentes. Début 2007, pour la première fois, les exportations de la Chine à destination de l'Europe ont dépassé en valeur celles en direction de l'Amérique du Nord.

...semble refléter le caractère différent du cycle actuel...

Par comparaison avec la dernière récession américaine de 2001, il semblerait que l'économie mondiale soit devenue moins dépendante du cycle conjoncturel des États-Unis. Depuis quelques années, la production industrielle des États-Unis et celle des grandes économies sont beaucoup moins synchrones qu'au début de la décennie. Cela s'explique, en partie, par le fait que, contrairement à la reprise actuelle, le cycle précédent avait été marqué par la succession d'un essor et d'un effondrement mondial des biens d'équipement liés à l'informatique, ce qui avait entraîné une évolution en tandem de la production de ces biens entre régions.

...une évolution des schémas commerciaux...

En outre, on assiste ces dernières années à une diversification régionale plus poussée des liens commerciaux. Alors que les économies sont généralement plus ouvertes, la part des exportations des grandes régions économiques vers les États-Unis a diminué entre 2001 et 2006, à l'exception notable de la Chine. La montée en puissance des économies émergentes et le développement du commerce intrarégional ont réduit cette exposition directe, et peut-être également indirecte, aux exportations vers les États-Unis depuis 2001 (tableau II.2). La variation de l'exposition commerciale – par

| Exposition commerciale vis-à-vis des États-Unis | | | | | | | | |
|---|---------------------------------|------|-----------------------------------|------|-------------------------------|------|-------------------------------|------|
| | Exposition directe ¹ | | Exposition indirecte ² | | Ouverture | | | |
| | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | Exportations/PIB ³ | | Importations/PIB ³ | |
| | | | | | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 |
| Canada et Mexique | 81,2 | 87,9 | 4,0 | 2,5 | 31 | 32 | 29 | 29 |
| Europe | 7,6 | 9,1 | 7,7 | 9,5 | 31 | 28 | 31 | 27 |
| Japon | 22,7 | 30,4 | 10,6 | 11,0 | 14 | 9 | 12 | 8 |
| Chine | 21,0 | 20,4 | 10,1 | 14,5 | 37 | 23 | 30 | 21 |
| Autres pays d'Asie ⁴ | 13,5 | 19,2 | 12,4 | 14,0 | 44 | 41 | 42 | 39 |
| Amérique latine ⁵ | 26,2 | 30,5 | 10,6 | 10,2 | 19 | 14 | 12 | 13 |

¹ Exportations vers les États-Unis, en % du total des exportations. ² Somme de la part des exportations vers les pays tiers (hors États-Unis), multipliée par la part des États-Unis dans les exportations de ces mêmes pays tiers. ³ En %. ⁴ Hors Chine. ⁵ Hors Mexique.

Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics* ; données nationales ; calculs BRI. Tableau II.2

exemple celle du Japon, de l'Asie émergente et de l'Amérique latine – s'explique, pour l'essentiel, par l'intégration de la Chine au marché mondial (chapitre III).

L'optimisme persistant des entreprises de la zone euro et des autres grandes économies, fin 2006 et début 2007, pourrait être un autre signe, plus récent, de la moindre dépendance envers le cycle conjoncturel américain. Ce récent « découplage » du sentiment est de bon augure pour les perspectives à court terme, le climat des affaires étant généralement corrélé avec les dépenses d'investissement.

...et un possible « découplage » du sentiment des milieux d'affaires

Cependant, des incertitudes subsistent quant à l'effet probable, sur la confiance des sociétés actives à l'international, d'une faiblesse plus généralisée ou plus prolongée des États-Unis. Ainsi, les entreprises allemandes représentées dans l'indice boursier DAX réalisent environ 70 % de leurs revenus à l'étranger, de sorte que les conséquences d'un ralentissement de la croissance américaine sur leurs prévisions de bénéfices et leurs dépenses pourraient être considérables. Des liens commerciaux toujours plus étroits au niveau mondial, en particulier la plus grande intégration des processus de production, soulignent l'importance possible de tels effets.

Mais les activités des entreprises sont imbriquées...

Une autre raison suggérant la prudence est celle des liens financiers avec les États-Unis. Les non-résidents, dont les actifs aux États-Unis ont rapidement progressé en quelques années, sont plus exposés à un repli américain. Entre 2001 et 2005, les engagements extérieurs américains ont augmenté de plus de \$4 000 milliards, notamment du fait de la progression des investissements de portefeuille en titres de dette dont la part est passée de 28 % à environ 34 %. En outre, les évolutions très semblables des prix des actifs peuvent propager les effets d'une baisse des marchés américains bien au-delà des seuls détenteurs d'actifs américains. Les rendements des actions sur les marchés mondiaux sont généralement fortement corrélés avec ceux observés aux États-Unis. Les corrélations sont également élevées entre les rendements des obligations d'État à long terme des États-Unis et ceux d'Europe ; elles ont augmenté durant la période de hausse des prix des actifs et d'accélération de la production qui a commencé mi-2003. La covariation des prix mondiaux des

...et les liens entre marchés financiers restent cependant étroits

actifs est généralement encore plus forte durant les phases de repli du marché.

Amélioration des soldes budgétaires structurels

Les déficits structurels ont diminué en 2006...

Les soldes budgétaires des économies industrielles avancées ont fini par donner des signes d'amélioration en 2006. Les déficits structurels (hors variations cycliques) se sont réduits aux États-Unis (de plus de 1 point de PIB), en Allemagne (de ¾ point) et au Japon (de 3¾ points, essentiellement grâce à un ajustement ponctuel des transferts de capitaux), et ne se sont accrus qu'en Italie, de façon marginale (tableau II.3). La baisse des déficits non ajustés aux États-Unis et en Allemagne a été plus prononcée, de 1½ point dans chaque cas. Si, dans la plupart des pays, la situation budgétaire s'est redressée en raison de rentrées fiscales exceptionnellement élevées, en Allemagne et au Japon, la limitation des dépenses a également joué un rôle important.

...et continué de s'améliorer un peu début 2007...

Les chiffres récents laissent penser que l'amélioration des soldes budgétaires s'est poursuivie début 2007. Aux États-Unis, il est prévu que le déficit budgétaire fédéral revienne à 1,6 % du PIB en 2007, soit son plus bas niveau depuis 2002 et environ 1 point de pourcentage de moins que le déficit public général. Dans la zone euro, la plupart des pays faisant l'objet de la procédure pour déficit budgétaire excessif devraient se maintenir en deçà du plafond de 3 % du PIB en 2007, y compris l'Italie, où le déficit budgétaire devrait baisser de 2 points. L'Allemagne a introduit, début 2007, une augmentation de 3 points de pourcentage de la TVA avec pour objectif de ramener le déficit global à moins de 1 % du PIB cette année. Au Japon, le projet de budget mise sur une réduction du déficit primaire d'environ 1 % du PIB en 2007/08, et vise un excédent primaire d'ici 2011/12.

| Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme ¹ | | | | | | | | | | |
|--|-----------------|------|------|-------------------------------|------|------|-------------------------|------|---|-------------------------|
| | Solde financier | | | Solde structurel ² | | | Dettes publiques brutes | | Variation de la position à moyen terme ³ | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2005 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | Solde financier | Dettes publiques brutes |
| États-Unis | -3,7 | -2,3 | -2,7 | -3,6 | -2,5 | -2,8 | 62 | 62 | 1,0 | 1 |
| Zone euro | -2,4 | -1,6 | -1,0 | -1,5 | -1,0 | -0,8 | 76 | 74 | 0,9 | 8 |
| Allemagne | -3,2 | -1,7 | -0,7 | -1,9 | -1,1 | -0,8 | 71 | 69 | 0,4 | 2 |
| Espagne | 1,1 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,9 | 1,5 | 47 | 43 | -0,6 | 5 |
| France | -3,0 | -2,6 | -2,3 | -2,0 | -1,7 | -1,7 | 75 | 74 | 1,5 | 6 |
| Italie | -4,3 | -4,5 | -2,5 | -3,2 | -3,4 | -2,0 | 120 | 119 | 2,1 | 4 |
| Japon | -6,4 | -2,4 | -2,7 | -5,9 | -2,2 | -2,7 | 179 | 179 | 1,6 | 7 |
| Royaume-Uni | -3,3 | -2,9 | -2,7 | -3,3 | -2,8 | -2,6 | 47 | 47 | 0,9 | 0 |
| Canada | 1,4 | 0,8 | 0,8 | 1,3 | 0,7 | 0,8 | 68 | 67 | 0,0 | 22 |
| Australie | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,5 | 16 | 15 | -0,5 | 5 ⁴ |

¹ Administrations publiques ; en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. ³ Variation, en points de %, entre 2006 et 2012 (Australie : 2011 ; Espagne : 2008). Un chiffre positif indique une réduction du déficit ou une augmentation de l'excédent/une diminution de la dette. ⁴ Dette nette.

Sources : Commission européenne ; FMI ; OCDE.

Tableau II.3

Malgré cela, un assainissement budgétaire durable n'est envisageable qu'à moyen terme dans la plupart des économies avancées. Le niveau de la dette publique est souvent élevé et sa réduction n'est attendue qu'à un rythme très lent. Particulièrement inquiétants sont les cas de l'Italie et du Japon, où la dette reste imperturbablement élevée malgré des taux d'intérêt bas et, pour ce qui est du Japon, une croissance supérieure à sa tendance. Des défis encore plus grands se profilent, puisque le vieillissement de la population aura des répercussions sur les budgets publics et, peut-être plus fortement encore, sur le comportement des ménages dans les prochaines décennies (*infra*).

...mais un assainissement budgétaire durable n'est pas encore à l'ordre du jour

Stabilisation des soldes des paiements courants, mais persistance des déséquilibres sous-jacents

L'an dernier, les soldes des paiements courants exprimés en pourcentage du PIB se sont, dans l'ensemble, stabilisés. Ainsi, le déficit des États-Unis est demeuré autour de 6½ % du PIB (tableau II.4), et ce, principalement grâce à la baisse des prix de l'énergie vers la fin 2006 : pour les États-Unis, le solde négatif des échanges de produits pétroliers a diminué de près de \$20 milliards au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le déficit courant des pays importateurs de pétrole est resté inchangé aux environs de 1 % du PIB, alors qu'il était en hausse de ½ % en 2005. En contrepartie, l'excédent des pays

Les soldes courants se sont stabilisés grâce à la baisse du pétrole...

| Solde des paiements courants | | | | | | |
|------------------------------|-------------------|------|------|------|------|-------------------|
| En milliards de dollars EU | | | | | | |
| | Moyenne 1991–2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 ¹ |
| États-Unis | -202 | -528 | -665 | -792 | -857 | -6,5 |
| Zone euro ² | 15 | 36 | 97 | 8 | -29 | -0,3 |
| Japon | 106 | 136 | 173 | 166 | 172 | 3,9 |
| Autres pays | | | | | | |
| industriels avancés | 1 | 54 | 56 | 64 | 63 | 1,1 |
| Chine | 16 | 46 | 69 | 161 | 239 | 9,1 |
| Autres économies | | | | | | |
| émergentes d'Asie | 19 | 117 | 104 | 84 | 102 | 2,8 |
| Amérique latine | -46 | 8 | 20 | 35 | 49 | 1,7 |
| Europe centrale et orientale | -14 | -36 | -58 | -63 | -89 | -6,7 |
| Pays exportateurs de pétrole | | | | | | |
| Arabie Saoudite | 12 | 139 | 234 | 402 | 472 | 9,3 |
| Norvège | -5 | 28 | 52 | 87 | 96 | 27,4 |
| Russie | 11 | 28 | 33 | 47 | 56 | 16,7 |
| Pays importateurs de pétrole | | | | | | |
| Avancés | 14 | 35 | 59 | 83 | 96 | 9,8 |
| Émergents | -114 | -212 | -275 | -451 | -490 | -1,1 |
| | -86 | -339 | -394 | -626 | -728 | -2,2 |
| | -27 | 127 | 118 | 175 | 239 | 2,3 |

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

Tableau II.4

exportateurs de pétrole a moins augmenté qu'en 2005 : sur une base consolidée, il est resté pratiquement inchangé à 9¼ % du PIB, alors qu'il était en hausse de près de 3 points en 2005.

...et à une croissance mondiale plus équilibrée

Mieux répartie géographiquement, l'expansion économique mondiale ne s'est pas traduite par une aggravation des déséquilibres des balances des paiements. Les exportations réelles de biens des États-Unis ont augmenté de plus de 10 %, leur plus forte hausse depuis l'an 2000, en particulier sous l'effet de l'accélération de la croissance de leurs principaux partenaires commerciaux. La zone euro a enregistré un léger déficit, après une situation de quasi-équilibre en 2005 et un petit excédent en 2004. Dans les pays émergents d'Asie (à l'exception de la Chine) et d'Amérique latine, les excédents rapportés au PIB ont été un peu plus importants.

Les fluctuations des cours de change effectifs réels sont restées modérées

Les fluctuations des cours de change effectifs réels semblent avoir encore été trop faibles pour entraîner une réduction notable des déséquilibres extérieurs. Le dollar s'est déprécié de 4 % en termes effectifs réels, soit un niveau qui n'est inférieur que de 5 % à sa moyenne de longue période (chapitre V). Parallèlement, l'euro s'est apprécié d'environ 5 %. Dans le même temps, le yen s'est déprécié de 6½ % et le surplus des paiements courants japonais a atteint presque 4 % du PIB en 2006. Par ailleurs, les devises de nombreux pays d'Asie qui dégagent des excédents courants n'ont progressé que modérément et, dans certains cas, se sont même affaiblies. Le renminbi chinois, en particulier, a perdu environ 1 % en termes effectifs réels. Dans ce contexte, l'excédent courant de la Chine a augmenté de 50 %, pour atteindre plus de 9 % du PIB.

Évolution toujours atypique de l'épargne...

En outre, les principaux facteurs à l'origine des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement dans le monde sous-tendant les déséquilibres extérieurs ne paraissent pas avoir disparu. Ainsi, le taux d'épargne des ménages américains est demeuré négatif en 2006, même si la baisse du déficit budgétaire a permis une légère progression de l'épargne nationale dans son ensemble. Dans le même temps, le taux d'épargne des pays émergents d'Asie est resté élevé, à un niveau toujours record semble-t-il en Chine.

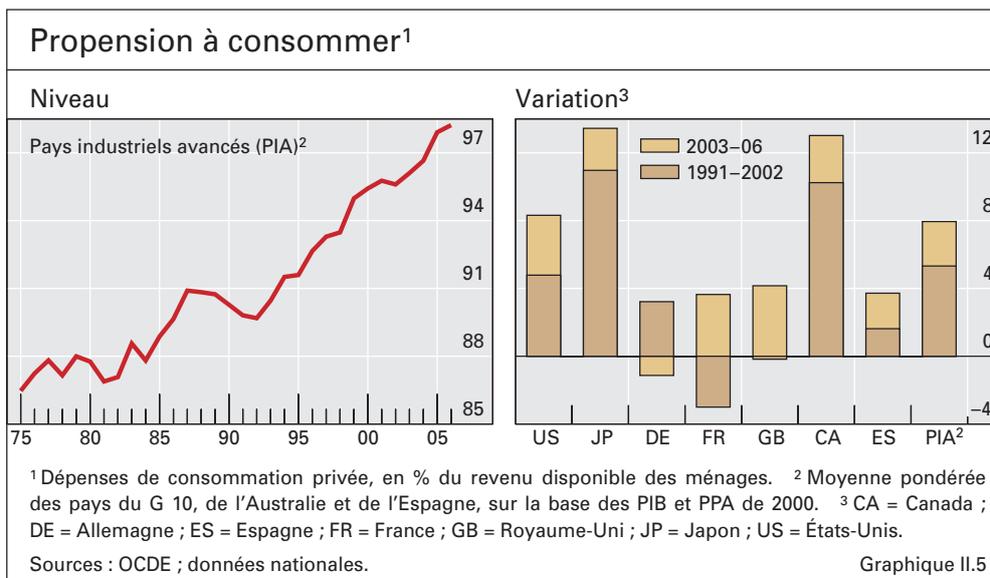
...et de l'investissement

La situation de l'investissement mondial est restée assez disparate. L'investissement résidentiel a baissé aux États-Unis, réduisant l'écart avec l'épargne nationale, mais n'a pratiquement pas évolué dans les autres économies avancées. L'investissement des entreprises américaines a nettement ralenti en cours d'année, l'investissement en capital fixe non résidentiel enregistrant même une baisse au quatrième trimestre 2006. Dans les pays émergents d'Asie, l'investissement des entreprises a augmenté mais, comme les années précédentes, cette hausse est entièrement due à la Chine, où l'investissement, en pourcentage du PIB, a inscrit un nouveau record. Dans les autres pays de la région, l'investissement en machines et outillage semble être demeuré très peu dynamique.

Consommation des ménages dans les économies industrielles avancées

La propension à consommer...

Dans la phase d'expansion actuelle, la consommation des ménages a, de façon inhabituelle, fortement contribué à la croissance du PIB des économies



industrielles avancées, en dépit d'une faible progression des revenus. Le revenu réel disponible des ménages a augmenté d'un peu moins de 2 % par an en moyenne entre 2003 et 2006, alors qu'il avait progressé d'environ 2½ % pendant la deuxième moitié des années 1990 et de près de 3 % de 1975 à 1990. En revanche, la croissance de la consommation a été de quelque 2½ % par an en moyenne entre 2003 et 2006. De ce fait, la part du revenu disponible consacré à la consommation, en hausse dans beaucoup d'économies avancées depuis le début des années 1990, a atteint un niveau record au cours de la période examinée (graphique II.5).

La propension croissante à consommer et, par conséquent, la baisse du taux d'épargne des ménages ont été générales au cours des quatre dernières années. On l'observe en particulier aux États-Unis, mais aussi au Japon, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. Dans certains pays, notamment les États-Unis, la consommation est supérieure au revenu disponible, d'où un taux d'épargne des ménages négatif. Exception notable : l'Allemagne, où la propension à consommer recule depuis le début des années 2000.

Plusieurs facteurs semblent avoir soutenu l'augmentation des dépenses des ménages en dépit de la faible croissance des revenus. La valeur de leurs actifs s'est fortement appréciée, tandis que la hausse de la valeur des nantissements et les innovations financières des dix dernières années ont facilité l'accès au crédit. Par ailleurs, les bas taux d'intérêt ont permis une meilleure maîtrise du service de la dette. Le gonflement de l'exposition financière des ménages semble avoir stimulé la consommation, sans prise en compte, cependant, des engagements futurs implicites.

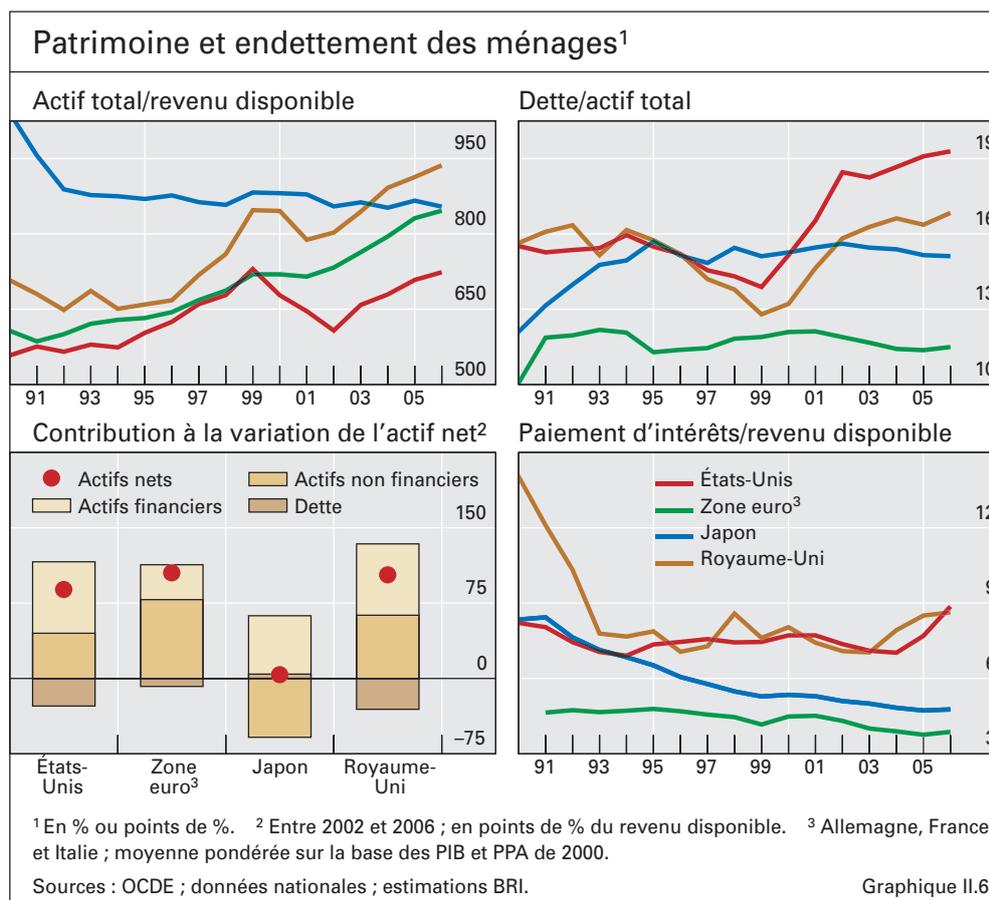
Modifications du patrimoine et des emprunts des ménages

Les prix des actifs détenus par les ménages ont connu une hausse rapide et générale au cours de la phase d'expansion actuelle dans la plupart des économies avancées. Depuis 2002, cette hausse correspond à peu près au revenu disponible annuel ; les ratios actifs/revenu disponible ont progressé de 15-20 % aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, pour

...a augmenté dans de nombreux pays avancés

Facteurs propices aux dépenses des ménages

Croissance rapide de la valeur des actifs des ménages...



atteindre de nouveaux records (graphique II.6). L'exception la plus notable est le Japon, où ce ratio n'a pratiquement pas changé depuis une quinzaine d'années.

...sous forme d'actifs financiers...

Les actifs financiers expliquent l'essentiel de la hausse aux États-Unis (60 %) et au Royaume-Uni (55 %). Celle-ci provient principalement – pour les trois quarts aux États-Unis – des plus-values, en particulier sur les actions détenues directement ou par l'intermédiaire des fonds de pension ou d'investissement, le solde représentant des achats nets. Au Japon, la hausse de la valeur des actifs financiers a compensé la baisse des prix de l'immobilier.

...et d'actifs non financiers

D'une manière générale, les actifs non financiers se sont, eux aussi, très fortement appréciés. Dans la zone euro, où les actifs financiers représentent une part moindre, c'est l'augmentation du prix des logements et autres biens durables qui a dominé. Depuis quelques années, le prix de l'immobilier résidentiel s'envole dans la plupart des économies les plus avancées (tableau II.5). Plus que l'accroissement du parc de logements ou l'accumulation de biens de consommation durables supplémentaires, c'est le principal responsable de la hausse des actifs non financiers. Ainsi, aux États-Unis, l'accumulation nette d'actifs physiques (logements compris) ne représente qu'environ 40 % de l'accroissement des actifs non financiers des ménages mesuré depuis la fin de l'année 2002.

Expansion rapide des crédits aux ménages...

Parallèlement, les prêts aux ménages se développent rapidement dans de nombreux pays industriels avancés, et cette tendance est particulièrement

| Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires | | | | | |
|---|--|---------|------|-------------------------------------|------|
| | Variation annuelle des prix ¹ | | | Emprunts hypothécaires ² | |
| | 1996-2002 | 2003-05 | 2006 | 2003-05 ³ | 2006 |
| Norvège | 8,3 | 7,2 | 16,4 | 7,5 | -0,8 |
| Danemark | 7,1 | 12,4 | 12,3 | 17,0 | 5,1 |
| Suède | 8,0 | 8,9 | 10,5 | 6,7 | 2,5 |
| Nouvelle-Zélande | 4,0 | 17,2 | 9,6 | 18,6 | 7,3 |
| Canada | 3,7 | 9,7 | 9,4 | 5,0 | 2,3 |
| Espagne | 7,7 | 16,1 | 9,1 | 16,0 | 6,1 |
| Royaume-Uni | 11,9 | 8,1 | 9,1 | 12,7 | 4,7 |
| Australie | 9,1 | 7,0 | 8,9 | 18,1 | 4,3 |
| France | 6,2 | 13,3 | 6,6 | 6,9 | 3,0 |
| Italie | 3,7 | 9,2 | 6,4 | 5,1 | 1,3 |
| États-Unis | 5,7 | 10,9 | 5,9 | 14,3 | 1,7 |
| Finlande | 8,2 | 7,3 | 5,7 | 9,1 | 2,1 |
| Pays-Bas | 11,2 | 3,9 | 5,3 | 13,2 | -0,3 |
| Japon | -4,7 | -3,8 | 4,1 | -0,1 | -0,2 |
| Suisse | 0,4 | 2,0 | 1,8 | 12,3 | 1,1 |
| Allemagne | -0,7 | -1,7 | 0,0 | 4,6 | -0,6 |

¹ Chiffres de fin de période ; en termes nominaux, en % ; Japon : prix des terrains dans six grandes villes. ² Variation d'encours, en points de PIB. ³ Variation cumulée.

Sources : associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau II.5

manifeste là où les prix de l'immobilier se sont envolés : États-Unis, Royaume-Uni, France, Espagne et quelques autres plus petites économies développées. De ce fait, l'encours de la dette hypothécaire a fortement augmenté dans ces pays (tableau II.5).

Avec la progression simultanée de l'actif et du passif des ménages, le ratio endettement/actifs a peu varié. Dans la zone euro, la dette et la valeur des actifs ont évolué de façon parallèle ; aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, la dette a progressé plus rapidement (graphique II.6). Au Japon, les deux postes se sont légèrement repliés en proportion du revenu disponible au cours des dix dernières années, conséquence de la baisse des prix de l'immobilier jusqu'à une période récente.

La hausse de l'endettement des ménages a été favorisée par des taux d'intérêt peu élevés. Entre 2003 et 2006, les taux hypothécaires les plus courants dans les pays représentés sur le graphique II.6 étaient, en moyenne, inférieurs de près de 3 points de pourcentage à leur niveau des années 1990. Ce faible niveau des taux d'intérêt semble refléter le niveau général des taux dans le monde ainsi qu'une offre de crédit plus abondante. L'assouplissement des critères de prêt, dû à une concurrence plus vive et à un recours plus large à la titrisation, a contribué à un accroissement sensible du crédit, y compris aux ménages présentant des risques plus importants.

« Financiarisation » et consommation des ménages

Ces évolutions ont probablement soutenu la croissance de la consommation grâce à divers mécanismes étroitement imbriqués. En premier lieu, les

...mais l'effet de levier a moins progressé

Baisse des taux pour les particuliers

Effet positif de l'appréciation des actifs sur la croissance de la consommation...

ménages semblent avoir tout simplement consommé une plus grande proportion de leur revenu courant en réponse à une appréciation de la valeur de leurs actifs. Il est difficile d'isoler ce canal, mais des études empiriques trouvent, en général, une influence significative du patrimoine sur la consommation. Par exemple, des études empiriques aux États-Unis pour la période 2003–2006 montrent que la hausse du prix des actifs avait même davantage contribué à la croissance de la consommation que la hausse du revenu disponible. Dans les autres économies, l'effet de richesse semble avoir été moindre mais néanmoins significatif.

...augmentation des emprunts...

En deuxième lieu, l'appréciation des actifs a accru la capacité d'emprunt des ménages. En particulier, l'extraction hypothécaire, sous la forme d'emprunts adossés à des actifs en hausse, constitue une source importante de trésorerie, particulièrement dans les pays anglophones. Par exemple, aux États-Unis, les tableaux de flux financiers semblent indiquer que l'extraction hypothécaire représente, en moyenne, l'équivalent de 4½ % du revenu disponible des ménages pour la période 2003–2005 et 1½ % pour 2006. Pourtant, l'effet direct sur la consommation a probablement été moindre que ce que ces chiffres laissent supposer. Des enquêtes conduites en Australie et aux États-Unis montrent que seulement un cinquième de ces sommes a alimenté la consommation.

...réduction de la charge d'intérêt grâce au faible niveau des taux...

En troisième lieu, les taux d'intérêt peu élevés ont permis aux ménages d'augmenter leur endettement moyen sans pour autant alourdir la charge des remboursements. Les intérêts rapportés au revenu disponible ont baissé dans la zone euro et, jusqu'à récemment, modérément progressé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le service de la dette semble également être resté stable dans les autres pays avancés, à quelques exceptions près, comme l'Australie.

...et aux transferts d'endettement

La modération des ratios de charge d'intérêt s'explique aussi par le basculement en faveur du crédit lié au logement, meilleur marché, au détriment du crédit à la consommation, ce qui a contribué non seulement à limiter la charge globale d'intérêt, mais également consisté à rallonger la durée moyenne de la dette des ménages. Enfin, au moins aux États-Unis, une part du service de la dette hypothécaire s'est substituée à d'autres charges telles que les loyers à mesure que l'accès à la propriété s'élargissait. C'est pourquoi des indicateurs plus larges des obligations financières des ménages

| Revenu (R) et consommation (C) : mesure de variation ¹ | | | | | | | | | | | | |
|---|-----------|-----|--------|-----|------------|-----|--------|-----|-------|-----|-------------|-----|
| | Allemagne | | Canada | | États-Unis | | France | | Japon | | Royaume-Uni | |
| | R | C | R | C | R | C | R | C | R | C | R | C |
| 1966–75 | 1,3 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,6 | 0,9 | 3,8 | 2,6 |
| 1976–85 | 2,3 | 2,5 | 2,4 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | 2,6 | 1,4 | 2,4 | 0,8 | 3,0 | 2,6 |
| 1986–95 | 2,0 | 1,8 | 2,9 | 1,5 | 1,3 | 0,7 | 1,4 | 1,3 | 2,5 | 1,3 | 1,5 | 1,2 |
| 1996–2006 | 3,8 | 2,6 | 1,2 | 0,5 | 1,1 | 0,4 | 1,3 | 0,8 | 13,0 | 3,5 | 1,9 | 0,6 |
| 2003–06 | 7,0 | 6,3 | 1,0 | 0,4 | 1,1 | 0,4 | 1,6 | 0,5 | 3,1 | 2,1 | 1,2 | 0,7 |

¹ Coefficient de variation de la progression trimestrielle du revenu disponible des ménages corrigée du déflateur de la consommation (R) et des dépenses de consommation privée à prix constants (C).
Sources : données nationales. Tableau II.6

font apparaître une progression moindre que celle de la seule charge d'intérêt de la dette hypothécaire.

En plus de stimuler la consommation, ces développements ont permis aux ménages de mieux lisser leurs dépenses que par le passé. Au cours des dix dernières années, le coefficient de variation du revenu global des ménages n'a guère changé par rapport à la décennie précédente (tableau II.6), mais celui de la consommation s'est, dans l'ensemble, réduit, à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon, où la situation financière des ménages a peu évolué. Des études empiriques montrent également une baisse de l'élasticité-revenu de la consommation américaine sur les deux dernières années, corroborant le fait que la « financiarisation » a contribué à diminuer les contraintes de liquidité pesant sur les ménages.

Meilleure capacité à lisser la consommation

La situation financière des ménages est-elle tenable ?

La question reste posée de savoir si la hausse de la valorisation des actifs à la base de l'expansion du compte de patrimoine des ménages est durable. Au cours des dix dernières années, il n'y a pas eu de test sérieux (sous la forme d'une baisse profonde et simultanée des prix des actifs dans les principaux pays) de la capacité de résistance des bilans des ménages. Les chocs financiers n'ont en général affecté qu'une seule classe d'actifs à la fois. La chute mondiale des marchés boursiers entre 2000 et 2002 a coïncidé avec une hausse plutôt rapide des prix des logements dans les pays industriels les plus avancés, à l'exception de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse. Au cours des années suivantes, les prix des logements ont temporairement baissé dans plusieurs pays plus petits, mais ont continué à bien progresser en termes nominaux dans beaucoup d'autres.

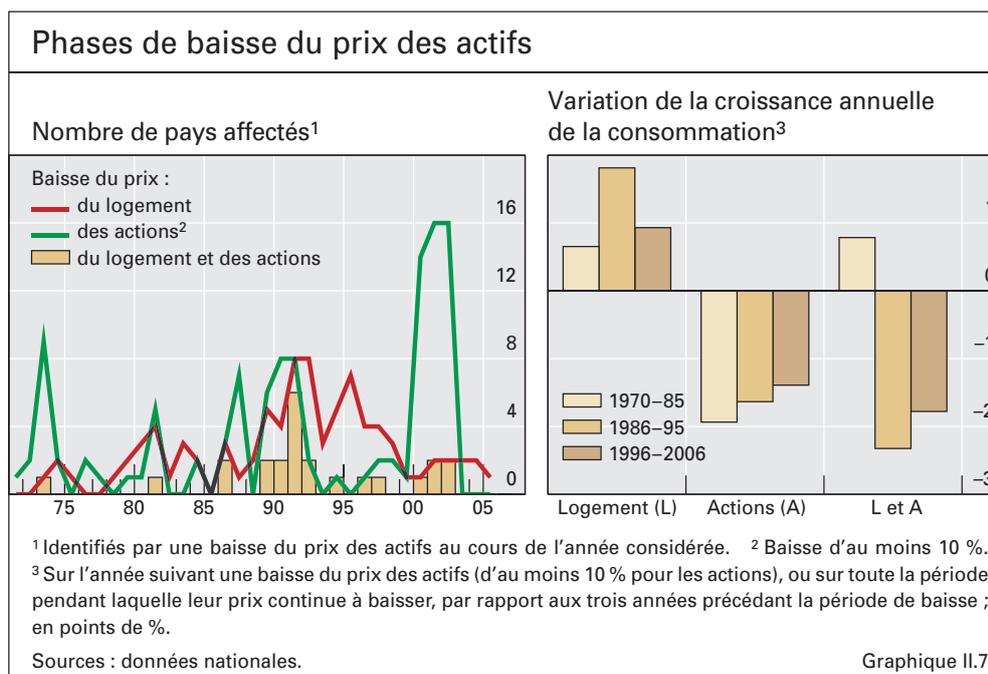
La résistance du compte de patrimoine n'a pas été testée

L'examen des pays où les prix de l'immobilier résidentiel se tassent depuis quelques années laisse à penser que, sous certaines conditions, les chocs propres à cette classe d'actifs peuvent facilement être absorbés. Tant que l'économie et l'emploi restent solides, une modeste contraction des prix des logements devrait freiner la consommation, mais probablement pas au point de casser la croissance. Par contre, en phase de ralentissement, un repli plus généralisé des actifs (comme en Scandinavie au début des années 1990 et, plus récemment, aux Pays-Bas) risquerait de peser davantage sur la consommation. Un brusque effondrement de la bourse préfigurant souvent une récession, on considère qu'il annonce aussi, plus fréquemment, un fléchissement plus fondamental de la consommation que la seule chute des prix de l'immobilier (graphique II.7).

La baisse de l'immobilier a peu d'effets...

La répartition de la richesse peut, elle aussi, expliquer les faibles répercussions attendues de baisses isolées des prix des logements. Dans la plupart des pays où la dette immobilière croît rapidement, la hausse est principalement imputable à des emprunteurs en milieu de carrière et à revenu élevé, souvent déjà propriétaires. En général, ils disposent de ressources substantielles, notamment financières, et sont donc moins susceptibles que l'emprunteur moyen de perdre leur emploi lors d'un repli conjoncturel. Ils sont donc les mieux à même de supporter les risques associés à un endettement supplémentaire.

...en partie du fait de la répartition de la richesse



Les prêts à risque aux États-Unis...

Les États-Unis pourraient faire exception à la règle. Même si les critères des prêts aux ménages ont été presque partout assouplis, c'est dans ce pays que les crédits accordés aux emprunteurs à risque ont été les plus massifs. Les prêts hypothécaires à risque y représentent une part plus forte des nouveaux prêts que dans les autres grandes économies, et leur proportion augmente par rapport à l'ensemble du marché hypothécaire américain.

...ont conduit à une hausse des défauts

Nombre de ces prêts, tout comme d'autres montages moins classiques, prévoient une hausse substantielle des remboursements à l'approche de l'échéance, même en l'absence d'augmentation des taux du marché. Les emprunteurs qui ne peuvent pas se refinancer ou revendre avec une plus-value contrairement à ce qu'ils avaient prévu sont alors en difficulté. C'est ce qui explique, outre-Atlantique, l'explosion du taux de défaut depuis fin 2006. C'est pour les prêts immobiliers à risque que ce phénomène est le plus manifeste, mais il s'accroît aussi pour les prêts de qualité ou d'assez bonne qualité assortis d'un taux variable et d'une clause de révision des mensualités.

Engagements budgétaires latents

Croissance des transferts sociaux...

En dépit d'une plus grande prise de conscience de l'existence d'engagements budgétaires latents, les programmes de protection sociale et les politiques fiscales ne semblent pas avoir eu pour objectif d'encourager les ménages à épargner davantage. Depuis 1990, la part des transferts sociaux dans le revenu total des ménages a légèrement augmenté dans la quasi-totalité des grandes économies industrielles, surtout dans celles où le vieillissement de la population (Italie et Japon, entre autres) accroît la proportion des retraités. Dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis, cette part est aujourd'hui un peu plus élevée qu'elle ne l'était lors des cycles précédents.

...et baisse des impôts

Le revenu des ménages a bénéficié non seulement de la croissance des transferts sociaux, mais également de la baisse des impôts. En effet, en

| Incidence du vieillissement de la population sur les dépenses publiques : projection | | | | | | | | | | |
|--|----------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| | Total des dépenses liées à l'âge | | Retraites | | Santé | | Soins de longue durée | | Éducation | |
| | Niveau 2005 ¹ | Variation 2005-50 ² | Niveau 2005 ^{1,3} | Variation 2005-50 ² | Niveau 2005 ¹ | Variation 2005-50 ² | Niveau 2005 ¹ | Variation 2005-50 ² | Niveau 2005 ¹ | Variation 2005-50 ² |
| Union européenne | 22,4 | 3,8 | 10,6 | 2,2 | 6,4 | 1,5 | 0,9 | 0,6 | 4,5 | -0,5 |
| Japon | 19,6 | 7,1 | 9,2 | 0,6 ⁴ | 6,0 | 4,3 | 0,9 | 2,2 | 3,5 | ... |
| États-Unis | 16,7 | 6,0 | 4,4 | 1,8 ⁴ | 6,3 | 3,4 | 0,9 | 1,8 | 5,1 | -1,0 ^{4,5} |

¹ En % du PIB. ² En points de PIB. ³ Japon : année budgétaire 2006 ; États-Unis : 2000. ⁴ 2000-50. ⁵ Y compris allocations et prestations familiales.

Sources : Commission européenne ; OCDE. Tableau II.7

proportion du revenu, l'impôt sur le revenu et celui sur la fortune ont été allégés à la fin des années 1990. Bien que, récemment, la fiscalité se soit alourdie à nouveau dans certains pays (affermisssement de la croissance économique et réalisation de plus-values taxées), elle reste globalement inférieure à son niveau du début de la décennie.

Étant donné les engagements budgétaires induits par le vieillissement, on peut sérieusement douter du maintien de ces deux tendances. D'ici dix à quinze ans, dans l'ensemble du monde industriel, des travailleurs toujours moins nombreux devront subvenir aux besoins d'une proportion croissante d'inactifs. Dans ce contexte, pour maintenir les pensions de retraite, le remboursement des frais médicaux et les autres prestations sociales à leur niveau d'aujourd'hui, il faudrait augmenter le total des dépenses au cours des quatre prochaines décennies (tableau II.7), ce qui, bien sûr, nécessiterait un important relèvement des impôts. Autre solution : le financement par l'emprunt, mais il porterait les ratios d'endettement public largement au-delà des plafonds actuels (fixés à 60 % du PIB dans la zone euro).

Les engagements budgétaires latents...

Selon des études empiriques, l'épargne et la consommation des ménages sont assez sensibles à l'évolution des finances publiques, surtout si l'État est déjà très endetté. Ainsi, en Allemagne, la faiblesse de la consommation observée depuis le début de la décennie serait due, en partie, aux inquiétudes suscitées par l'avenir des systèmes de retraite et de santé. L'heure du « réveil » des ménages dépendra de multiples facteurs, notamment du niveau de leur épargne actuelle, mais, probablement, surtout du moment et de la nature des réformes de ces systèmes.

...pourraient affecter l'épargne des ménages

Perspectives d'évolution de la consommation et de l'épargne

Le niveau record de la propension à consommer et, corrélativement, la faiblesse de l'épargne des ménages dans de nombreux pays industriels avancés sont inhabituels. Ils ne sont tenables que si les anticipations de revenus permanents futurs sur lesquelles reposent les décisions de dépenses actuelles se concrétisent. À court terme, plusieurs facteurs tels que la vigueur de la croissance mondiale, la hausse de l'emploi dans nombre d'économies et les taux d'intérêt encore bas semblent conforter ces anticipations sur le revenu

Consommation et épargne atypiques

et le patrimoine. À plus long terme, le gonflement de l'exposition financière des ménages soulève d'importantes questions, dont certaines pourraient également se présenter à brève échéance.

Rôle de la valorisation des actions...

Premièrement, on peut se demander si l'appréciation des actifs accroît réellement le patrimoine des ménages. L'augmentation de la valeur des placements en actions entraîne une expansion globale de richesse si elle s'appuie sur des anticipations correctes d'expansion de la production. Par exemple, via la diversification internationale des portefeuilles, les ménages des pays développés contribueraient aux gains de productivité dans les économies émergentes en croissance rapide.

...et du patrimoine immobilier

Dans le cas de l'immobilier résidentiel, l'envolée des prix se traduit plus par une redistribution de la richesse (des locataires actuels et futurs vers les propriétaires) que par un accroissement net du patrimoine des ménages dans leur ensemble. L'augmentation actuelle de la consommation qui résulte de cette redistribution pourrait être contrebalancée à l'avenir par une progression de l'épargne des futurs locataires. Cependant, il se pourrait que ces derniers tardent à changer leurs habitudes de consommation.

L'expansion de l'emprunt pourrait durer quelque temps...

Deuxièmement, il n'est pas sûr que l'élan apparent insufflé par l'emprunt des ménages à la consommation persiste. D'un côté, la capacité accrue à emprunter du fait de l'appréciation des actifs et, plus généralement, l'expansion de l'offre de crédit aux ménages devraient soutenir la consommation pendant un certain temps, surtout dans un contexte d'innovations financières permanentes et d'intensification de la concurrence au sein du secteur financier.

...mais la vulnérabilité des ménages pourrait s'être accrue

D'un autre côté, l'augmentation de l'endettement a pu accentuer la vulnérabilité des ménages aux chocs financiers et macroéconomiques. Néanmoins, malgré leur augmentation ces deux dernières années dans les pays anglophones, les ratios endettement/actifs restent dans l'ensemble relativement faibles. Une question essentielle se pose : qu'arriverait-il en cas de remontée des taux longs, pour l'heure à leur plus bas historique (chapitre VI) ? Tout dépendrait, probablement, des causes d'une telle hausse. Si celle-ci traduisait des anticipations de croissance soutenue, les cours des actions pourraient, eux aussi, augmenter en raison d'une progression attendue des profits. En revanche, on peut penser qu'une remontée des taux d'intérêt due au gonflement des primes de risque ou à une reprise de l'inflation comprimerait la valeur actualisée nette de toutes les classes d'actifs. Une telle situation pourrait également réduire la capacité des ménages à gérer leurs risques financiers et à lisser leur consommation au fil du temps.

Engagements budgétaires latents

Les engagements budgétaires latents induisent, enfin, un autre risque, difficile à quantifier, en ce qui concerne la soutenabilité des dépenses des ménages. Même si les tendances lourdes de la démographie et les principes d'économie politique qui sous-tendent les grandes réformes sociales permettent de penser que le comportement d'épargne et de consommation des ménages ne changera pas brutalement, des surprises ne sont pas à exclure durant la transition vers une protection sociale moins généreuse mais plus pérenne. À relativement court terme, les difficultés financières des

régimes de retraite par répartition ou des systèmes de santé publics pourraient influencer sur les attentes des ménages et renforcer leur propension à épargner.

Évolution de l'inflation

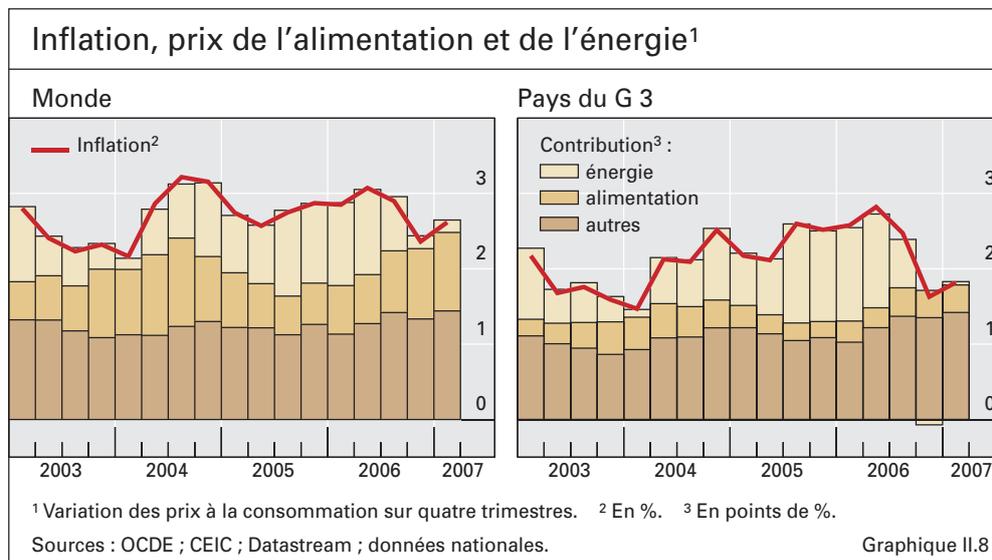
Baisse de l'inflation grâce au recul du prix de l'énergie

L'inflation mondiale mesurée par la variation des indices de prix à la consommation (IPC) a été fortement soumise aux fluctuations des prix de l'énergie au cours de la période examinée : après avoir dépassé 3 % au premier semestre 2006, dans le sillage des cours pétroliers, elle s'est sensiblement repliée lors du recul, en fin d'année, des prix de l'énergie (graphique II.8). Aux États-Unis, l'inflation ainsi mesurée a dépassé 4 % au deuxième trimestre 2006, son maximum depuis le début des années 1990, pour revenir à 2 % en fin d'année. Dans la zone euro aussi, elle a augmenté sous l'effet des prix du pétrole, atteignant 2½ % avant de retomber à moins de 2 % en fin d'année. Au Japon, le repli des cours énergétiques a fait passer l'inflation dans les chiffres négatifs début 2007. Les économies émergentes ont connu des fluctuations semblables de leur IPC, même si, dans certaines économies d'Asie, l'incidence des variations des cours pétroliers a été atténuée par des mesures administratives (chapitre III).

Au second semestre 2006, l'effet modérateur de la baisse des prix énergétiques a été partiellement compensé par une accélération de la hausse des prix de l'alimentation. Cette tendance est manifeste dans les économies émergentes, où l'alimentation représente généralement plus de 30 % du panier de la ménagère, contre environ 15 % dans les pays industriels avancés. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de quelque 7 % dans les économies émergentes, principalement du fait d'une chute de l'offre. Ainsi, malgré une détente début 2007, les cours du blé sont demeurés environ 25 % plus hauts (en dollars EU) qu'un an auparavant en raison d'une diminution des récoltes due à la sécheresse dans les grands pays producteurs, tels l'Australie.

Le recul du cours du pétrole réduit l'inflation...

...mais a été, en partie, compensé par une hausse des prix de l'alimentation...



...qui pourrait persister

Le renchérissement des produits alimentaires pourrait toutefois annoncer une nouvelle tendance fondamentale dans l'évolution des prix relatifs, semblable à celle observée pour le pétrole et les métaux de base par rapport aux biens manufacturés. Les cours du maïs et de la graine de soja se sont fortement tendus en raison d'une hausse marquée de la demande qui semble liée aux politiques visant à réduire la dépendance à l'égard du pétrole par la production de biocarburant. Autre facteur susceptible de gagner en importance : le revenu croissant dans les économies émergentes fait augmenter la demande de produits alimentaires de luxe qui sont relativement rares (comme le poisson) ou qui requièrent un important apport en produits de base (comme la viande).

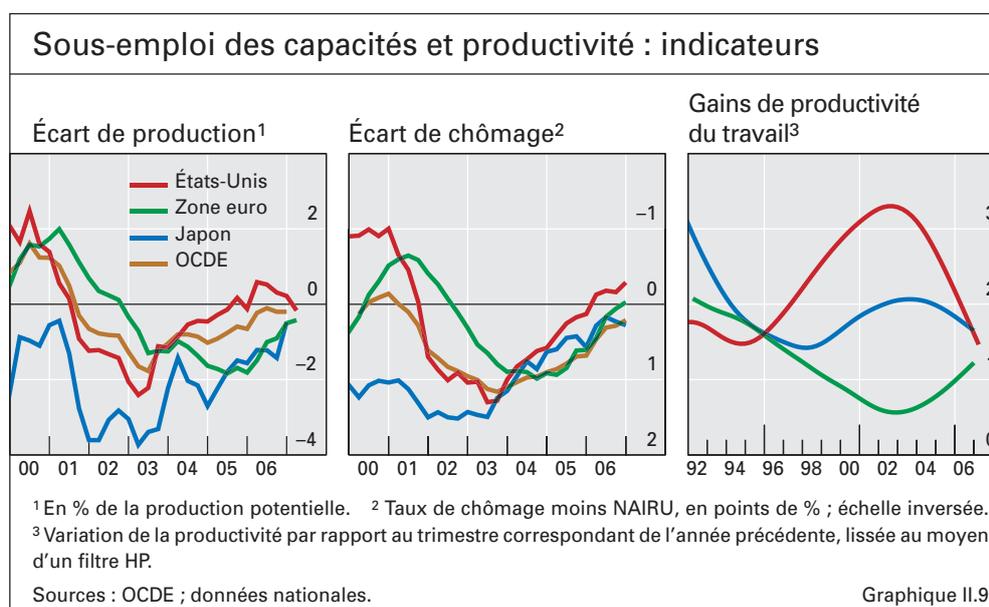
Tendance à la hausse de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) semble avoir progressivement évolué à la hausse en 2006, ce qui paraît cohérent avec l'hypothèse d'une transmission limitée des prix des matières premières aux autres produits, mais pourrait également signaler que les pressions inflationnistes sous-jacentes se font plus fortes. Aux États-Unis et dans la zone euro, elle s'est accélérée durant l'année 2006 et est restée élevée depuis. Si cette évolution peut s'expliquer en partie par des facteurs ponctuels (comme le relèvement de la TVA en Allemagne), aucun signe clair de repli ne se dessine dans ces deux économies. Au Japon, l'inflation sous-jacente est restée négative, malgré une légère tendance ascendante amorcée mi-2006.

Incertitude persistante quant aux tensions inflationnistes sous-jacentes

Nouvelle amélioration de l'utilisation des ressources...

La quatrième année de forte croissance économique s'est accompagnée d'une nouvelle amélioration de l'utilisation des ressources dans le monde entier. Les indicateurs traditionnels tels que écarts de production et de chômage donnent à penser que le sous-emploi des capacités s'est plus ou moins résorbé dans les grandes économies avancées (graphique II.9). Il semble également en voie de disparition dans les économies émergentes, où le taux de chômage a touché, dans de nombreux cas, son plus bas niveau depuis des années.



Il se pourrait que la réduction du sous-emploi des capacités ait exacerbé les risques inflationnistes. Aux États-Unis, divers indicateurs de la rémunération du travail montrent des signes d'emballlement sur un marché du travail tendu. Dans les économies moins avancées dans le cycle, comme l'Allemagne et le Japon, les syndicats apparaissent plus déterminés dans leurs revendications salariales. Les augmentations de salaires restent cependant modérées dans la zone euro, tandis que, au Japon, leur rythme de progression est toujours négatif malgré le recul du chômage.

...et signes de tensions sur les salaires

Contrairement à la tendance à long terme, la plus grande utilisation de la main-d'œuvre a aussi été associée à une augmentation de la part des salaires dans le revenu total d'économies plus avancées dans le cycle, tels les États-Unis et le Royaume-Uni. Selon certains chercheurs, la rémunération moyenne en pourcentage du PIB peut être considérée comme représentative du coût marginal réel de la production, qui lui-même est censé être un important déterminant de l'inflation. De fait, la baisse de la part des salaires, conjuguée au décalage entre prix des importations relativement faibles et prix intérieurs plus élevés, explique en grande partie la désinflation enregistrée au cours des dernières décennies (tableau II.8).

L'augmentation de la part des salaires pourrait aussi indiquer des risques d'inflation...

Cependant, il reste difficile de tirer des conclusions définitives quant aux effets de ces phénomènes sur les perspectives d'inflation. Premièrement, la mesure des niveaux d'utilisation des ressources ne va pas de soi, même dans les économies avancées disposant de statistiques relativement riches. Dans les pays émergents, l'exercice est encore plus délicat, ce qui complique l'évaluation de la sous-utilisation des capacités au niveau mondial. Il existe également une forte incertitude quant au taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU). Selon des études empiriques, aux États-Unis, le NAIRU aurait diminué de 1 point de pourcentage au moins depuis le milieu des années 1980 en raison de divers changements institutionnels sur le marché du

...mais de grosses incertitudes subsistent

| Contributions à la variation de l'inflation | | | | | |
|---|---------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| | Variation de l'inflation ¹ | Variations : | | Inflation | |
| | | de la part des salaires ² | du différentiel de prix ² | Moyenne ³ 1975-89 | Moyenne ³ 1990-2006 |
| États-Unis | -3,1 | -0,8 | -0,8 | 5,4 | 2,3 |
| Japon | -3,7 | -0,6 | -1,4 | 3,7 | 0,0 |
| Allemagne | -1,3 | -0,3 | -0,6 | 3,1 | 1,8 |
| France | -6,3 | -1,9 | -1,3 | 7,9 | 1,6 |
| Royaume-Uni | -6,0 | -0,4 | -3,1 | 9,0 | 2,9 |
| Huit pays de l'OCDE ⁴ | -4,7 | -1,2 | -1,8 | 6,6 | 2,0 |

Les contributions sont calculées par régression de la hausse des prix à la consommation sur l'inflation décalée dans le temps, le niveau et la variation décalés dans le temps de la part des salaires et de la différence entre les prix à l'importation et les prix domestiques.

¹ Différence entre 1975-89 et 1990-2006. ² Différence entre les prix à l'importation et les prix domestiques. ³ Variation trimestrielle annualisée, en %. ⁴ Moyenne non pondérée des pays suivants : Allemagne, Australie, Canada, États-Unis, France, Japon, Royaume-Uni et Suède.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.8

travail. Les estimations du NAIRU pour la zone euro ont également été abaissées dans une proportion similaire ces deux dernières années.

Difficulté à identifier les tendances de la productivité

Deuxièmement, l'évaluation des gains de productivité, qui ont tendance à varier dans le temps, pose problème. L'interprétation des observations les plus récentes, souvent sujettes à d'importantes corrections, est très incertaine. Ainsi, la dernière révision des estimations des gains de productivité du travail enregistrés aux États-Unis depuis 2000 était d'environ 1 point de pourcentage par an, soit près de la moitié de la moyenne sur la période. En outre, il est toujours difficile de juger dans quelle mesure les dernières fluctuations des gains de productivité reflètent des facteurs structurels ou cycliques.

La moindre part salariale pourrait être en partie structurelle

Troisièmement, il reste difficile d'évaluer l'évolution future du coût marginal de production. La part des salaires a baissé d'environ 4 points de pourcentage dans les économies avancées depuis le début des années 1980. La tendance est observée dans tous les pays industriels et ne peut s'expliquer par des facteurs cycliques. Des études récentes montrent que le progrès technologique et la mondialisation pourraient avoir réduit de façon structurelle la part des salaires dans les pays avancés, peut-être en limitant la capacité de négociation des syndicats ouvriers.

Les modifications du processus d'inflation sont mal connues

Enfin, il existe une forte incertitude quant aux modifications qui pourraient affecter le processus d'inflation en général. Ainsi, la sensibilité de l'inflation au sous-emploi des capacités (mesurée soit par l'écart de production, soit par l'écart de chômage) aurait diminué dans de nombreux pays au cours des vingt dernières années. Cependant, cette observation n'est peut-être pas très utile dans un environnement macroéconomique en mutation. Une interprétation consiste à dire que les courbes de Phillips se sont aplaties et que, pour réduire l'inflation, le chômage doit augmenter plus que dans le passé. On peut aussi penser que ces estimations accordent une importance excessive aux épisodes récents de forte croissance sans impact sur l'inflation. Si cela s'expliquait par des chocs d'offre positifs non identifiés et appelés à se répéter, l'inflation en serait plus facile à maîtriser, pas le contraire.

Les entreprises vont-elles répercuter la hausse des coûts de main-d'œuvre ?

Dans ces conditions, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure les entreprises risquent de répercuter toute hausse des coûts de main-d'œuvre sur leurs prix à la production. L'ampleur des bénéfices laisse penser qu'elles ont la capacité de compenser cette hausse par une compression des marges. C'est ce qui semble s'être passé lors de l'augmentation cyclique de la part des salaires, au début des années 1990 et autour de l'an 2000, en conséquence de quoi l'inflation est demeurée stable à un niveau peu élevé. Toutefois, les enquêtes révèlent qu'un nombre croissant d'entreprises dans la zone euro et au Royaume-Uni pensent relever leurs prix à la production, ce qui pourrait témoigner d'une plus grande capacité à transmettre la hausse des coûts de main-d'œuvre aux consommateurs, dans un environnement de forte demande.

La déflation japonaise est-elle moins dangereuse aujourd'hui ?

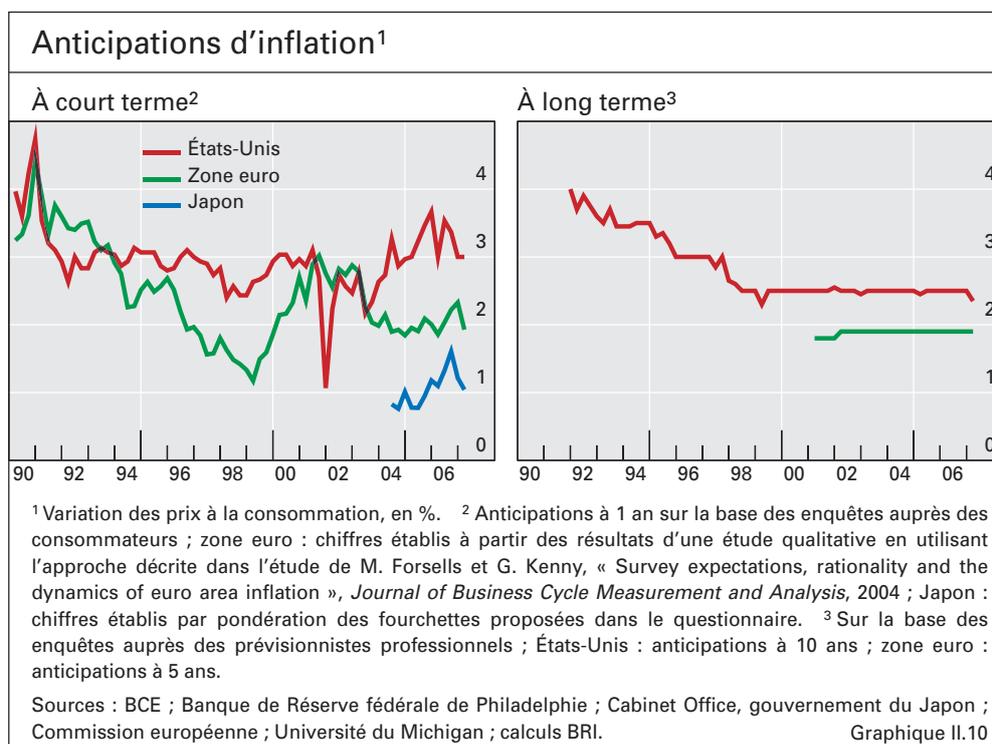
Au Japon, l'inflation imperturbablement basse pourrait être considérée comme un exemple de la façon dont la conjugaison de facteurs structurels et cycliques complique l'évaluation des perspectives d'inflation et des risques associés. Les prix des services n'ont pratiquement pas changé depuis 1999 (contrairement aux États-Unis et à la zone euro, où ils ont enregistré des

hausse annuelle de 1½–4½ %). Cette stagnation semble étroitement liée à l'évolution modérée des salaires, qui a permis des bénéfices élevés et une réduction de l'endettement des entreprises sans hausse des prix. En outre, la déréglementation a eu des effets non négligeables sur les marchés de certains produits (coûts de la téléphonie mobile, par exemple) et sur les marchés du travail. Enfin, le fléchissement des prix des importations et des produits internes concurrents a également pesé dans la balance. Ainsi, même si l'inflation est restée quasiment nulle au Japon, la probabilité d'une spirale déflationniste est beaucoup plus faible qu'il y a cinq ans du fait de la croissance économique et de la stabilité financière retrouvée.

Le rôle des anticipations d'inflation

La relative stabilité des anticipations d'inflation sur longue période pourrait laisser penser que les agents économiques considèrent les incertitudes actuelles comme peu susceptibles de remettre en cause la stabilité des prix. Des enquêtes menées auprès des ménages révèlent que leurs anticipations d'inflation à court terme ont évolué en fonction des prix de l'énergie, mais que celles à long terme sont restées remarquablement stables ces dernières années. Aux États-Unis, les anticipations de hausse de l'IPC à horizon 10 ans (*Survey of Professional Forecasters*) sont demeurées quasiment constantes depuis 1998, à 2½ %. Dans la zone euro, les anticipations d'inflation à horizon 5 ans provenant d'une enquête similaire sont également demeurées stationnaires ces dernières années, à 1,9 % (graphique II.10). Les indicateurs de marchés, comme ceux déduits des obligations indexées, révèlent une forte stabilité des anticipations d'inflation.

La stabilité des anticipations d'inflation sur longue période est encourageante...



...mais elle risque de créer un faux sentiment de sécurité

La fiabilité des indicateurs d'anticipations d'inflation est cependant parfois mise en doute. Certains contestent la qualité des enquêtes ou encore le contenu informationnel des mesures de marché, brouillées par les fluctuations des primes de risque dans le temps et par la liquidité insuffisante du marché. Une autre critique, plus fondamentale, évoque la compréhension insuffisante du processus de formation des anticipations. Le fait que les anticipations d'inflation à long terme sont apparemment restées solidement ancrées ces dernières années ne permettrait pas de savoir si ces anticipations seront éventuellement révisées, ni dans quelle mesure. Si, comme le soutiennent certains analystes, les anticipations reposent sur l'expérience passée, elles risquent alors d'augmenter brutalement en cas de modification profonde ou de dépassement d'un certain seuil de l'inflation.

Vers une modération salubre de la croissance et de l'inflation ?

Les attentes favorables...

Un léger ralentissement de la croissance de la production à un niveau tenable est attendu pour l'année en cours : l'expansion économique devrait dans l'ensemble se poursuivre en 2007, ainsi qu'en 2008, à un rythme légèrement moins vif qu'en 2006 (tableau II.9). L'inflation devrait décroître sous l'effet de la modération de la croissance et d'une stabilisation des cours du pétrole. Le resserrement des différentiels de croissance devrait aussi contribuer à résorber progressivement les déséquilibres des comptes courants.

...sont étayées par une vigueur économique généralisée

La situation économique est à de multiples égards favorable : les conditions de financement restent globalement incitatives, le chômage a baissé dans les grands pays avancés et émergents. Plus important encore, peut-être, le rééquilibrage apparemment sans heurts de la croissance entre les régions du globe, observé depuis plusieurs trimestres, pourrait être le signe d'une économie mondiale plus flexible et plus résiliente.

| Croissance et inflation | | | | | | |
|---|----------|------|-------------------|-------------------------------------|------|-------------------|
| Variation annuelle moyenne, en % | | | | | | |
| | PIB réel | | | Prix à la consommation ¹ | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 ² | 2005 | 2006 | 2007 ² |
| Total ³ | 4,3 | 4,8 | 4,3 | 3,2 | 3,2 | 2,9 |
| Économies industrielles avancées ³ | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 1,9 |
| États-Unis | 3,2 | 3,3 | 2,1 | 3,4 | 3,2 | 2,4 |
| Zone euro | 1,5 | 2,8 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 1,9 |
| Japon | 1,9 | 2,2 | 2,2 | -0,3 | 0,2 | 0,1 |
| Royaume-Uni | 1,9 | 2,8 | 2,7 | 2,0 | 2,3 | 2,3 |
| Autres ⁴ | 2,8 | 2,9 | 2,8 | 2,0 | 2,3 | 1,8 |
| Économies émergentes ³ | 7,0 | 7,6 | 7,1 | 4,5 | 4,4 | 4,3 |

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé. ² Prévisions consensuelles publiées en mai.
³ Moyenne des principaux pays de Consensus Economics. ⁴ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.
Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales. Tableau II.9

Ce scénario de base comporte toutefois des risques non négligeables à court terme. Il se peut que le recul de l'immobilier résidentiel aux États-Unis n'ait pas encore fait pleinement sentir ses effets. Il pourrait être aggravé par les difficultés récentes du marché des prêts hypothécaires de moindre qualité, via des ventes forcées de logements et des répercussions négatives sur l'offre de crédit. Bien que l'Europe et l'Asie soient aujourd'hui un peu moins tributaires de la croissance américaine qu'il y a quelques années, des interrogations subsistent quant à la solidité de la croissance de la consommation dans un certain nombre de grandes économies. Qui plus est, les risques de contagion associés à l'évolution rapide des liens commerciaux et financiers à l'échelle mondiale sont difficiles à appréhender. Enfin, un ralentissement de l'activité économique pourrait encourager le protectionnisme.

Les menaces à court terme sur la croissance...

Les perspectives en matière d'inflation restent également incertaines. Les prix de l'énergie et des autres produits de base remontent depuis le début de 2007, des facteurs de tensions inflationnistes persistent dans les grandes économies et il n'est pas certain que le ralentissement attendu de la croissance suffise à atténuer nettement les pressions qui s'exercent sur les ressources. En même temps, les taux d'utilisation des capacités semblent en hausse dans les principaux pays émergents. Enfin, les banques centrales du monde industriel avancé pourraient avoir du mal à évaluer les effets de la progression des rémunérations sur l'inflation, particulièrement après une aussi longue période de modération salariale.

...et l'inflation persistante...

Les retombées macroéconomiques pourraient également dépendre de la réaction des marchés financiers aux annonces économiques. Les primes de risque pourraient se renchérir en cas de décélération de l'activité plus marquée que prévu aux États-Unis et d'incertitude quant à l'ancrage de la croissance ailleurs. De même, des risques d'inflation perçus comme non maîtrisés pourraient, eux aussi, amener à réévaluer la rémunération du risque. Les deux épisodes de volatilité financière, en mai-juin 2006 et en février 2007, rappellent que de mauvaises surprises sur le front de l'inflation et de la croissance peuvent perturber les marchés. Même si, dans ces deux cas, il n'y a pas eu d'impact sur l'économie réelle, une telle éventualité ne peut être exclue.

...pourraient affecter les marchés financiers

III. Les économies émergentes

Faits marquants

Les économies émergentes ont continué d'enregistrer une forte croissance, une inflation modérée et des excédents des paiements courants en 2006 et au premier trimestre 2007. Cependant, des tensions inflationnistes ont parfois suscité des préoccupations, notamment en raison de la vigueur de la demande et d'incertitudes sur le prix des produits de base. Dans un certain nombre de cas, malgré un léger resserrement des conditions monétaires, la croissance du crédit est restée significative. Pour autant, l'assainissement budgétaire et une meilleure gestion de la dette ont renforcé la capacité de résistance de ces économies.

Après avoir résumé les développements récents et analysé les risques d'inflation ainsi que l'évolution des finances publiques dans les économies émergentes, le présent chapitre s'intéresse à deux thèmes. Premièrement, il examine les conséquences d'un basculement vers d'amples excédents des paiements courants, qui dépassent les entrées nettes de capitaux. Les investisseurs étrangers pourraient avoir plus d'influence sur les marchés d'actifs locaux que ne semblent l'indiquer les flux nets de capitaux, notamment de par leur importance maintenant acquise en termes de stocks. De plus, il est possible que les positions prises sur de tels actifs par le biais des produits dérivés ne soient pas toutes enregistrées. Les prix des actifs des économies émergentes ont vivement progressé, mais rien ne permet encore de savoir si les influences étrangères ont contribué à leur volatilité.

Le deuxième grand thème est l'émergence de la Chine dans le commerce mondial. Le rôle pivot de la Chine au sein d'un réseau de production intégré en Asie de l'Est a modifié les flux d'échange. Les importations de la Chine se composent, pour une bonne part, de biens intermédiaires qui doivent être transformés par son secteur d'exportation, les importations de biens de consommation finale pour la demande intérieure étant bien plus réduites. Les pays exportateurs de produits de base ont, généralement, bénéficié de l'accroissement de la demande chinoise. Cela étant, les avantages pour les voisins de la Chine et pour ses autres partenaires commerciaux émergents ne sont pas si nets ; certains pays ont perdu des parts de marché au profit de la Chine sur des marchés tiers, mais ont pu développer leurs exportations de biens intermédiaires et de biens d'équipement à destination du secteur d'exportation chinois. Un gonflement de la demande d'importations de la Chine pour satisfaire une consommation finale intérieure encore relativement faible offrirait de nouvelles opportunités à ses partenaires commerciaux, tout en augmentant la capacité de la Chine de compenser un éventuel ralentissement de la demande aux États-Unis. Enfin, l'émergence de la Chine a également des conséquences mitigées sur les politiques de change de ses voisins.

Évolutions économiques

La croissance des économies émergentes, qui a continué de surprendre par sa vigueur, atteignant 7,4 % en 2006, contre 6,8 % sur la période 2003–2005 (tableau III.1), est restée solide au premier trimestre de 2007. Selon les dernières prévisions consensuelles, elle devrait légèrement se ralentir en 2007 par rapport à 2006, de manière limitée, il est vrai, dans certaines des économies où elle est la plus vive (Chine, Inde et Argentine, notamment). Au Brésil, où la lenteur persistante de la croissance a suscité des inquiétudes pour le moyen terme, la croissance s’est redressée l’an dernier, dépassant sa moyenne de 2003–2005, et devrait s’accélérer encore en 2007. De récentes révisions des comptes nationaux ont révélé une contribution plus importante du secteur des services et, par conséquent, une croissance plus rapide que

Une forte croissance, des excédents des paiements courants...

| Croissance, inflation et solde des paiements courants | | | | | | | | | |
|---|-----------------------|------|------|-------------------------------------|------|------|---|------|------|
| | PIB réel ¹ | | | Prix à la consommation ¹ | | | Solde des paiements courants ² | | |
| | 2003–05 | 2006 | 2007 | 2003–05 | 2006 | 2007 | 2003–05 | 2006 | 2007 |
| Asie | 7,9 | 8,8 | 8,2 | 3,4 | 3,4 | 3,5 | 193 | 357 | 355 |
| Chine | 9,6 | 10,7 | 10,3 | 2,3 | 1,5 | 2,8 | 92 | 239 | 243 |
| Corée | 4,0 | 5,0 | 4,5 | 3,3 | 2,2 | 2,4 | 19 | 6 | 3 |
| Inde ³ | 8,2 | 9,2 | 8,1 | 5,5 | 5,4 | 5,1 | -1 | -14 | -19 |
| Indonésie | 5,1 | 5,5 | 6,0 | 7,7 | 13,1 | 6,7 | 3 | 10 | 8 |
| Thaïlande | 6,0 | 5,0 | 4,0 | 3,0 | 4,6 | 2,4 | 0 | 3 | 5 |
| Autres ⁴ | 5,3 | 5,6 | 5,0 | 2,0 | 2,7 | 2,2 | 80 | 114 | 114 |
| Amérique latine | 4,3 | 5,4 | 4,8 | 6,6 | 4,9 | 5,0 | 25 | 51 | 26 |
| Argentine | 9,0 | 8,5 | 7,6 | 7,3 | 9,8 | 9,1 | 6 | 8 | 7 |
| Brésil | 3,3 | 3,7 | 4,2 | 7,5 | 3,1 | 3,6 | 10 | 14 | 10 |
| Chili | 5,4 | 4,0 | 5,7 | 2,4 | 2,6 | 3,0 | 0 | 5 | 4 |
| Mexique | 2,8 | 4,8 | 3,1 | 4,2 | 4,1 | 3,6 | -7 | -1 | -9 |
| Venezuela | 6,3 | 10,6 | 7,0 | 20,1 | 17,0 | 18,9 | 17 | 27 | 16 |
| Autres ⁵ | 4,8 | 7,2 | 6,1 | 4,6 | 3,4 | 3,9 | -1 | -1 | -2 |
| Europe centrale | 4,3 | 5,5 | 5,1 | 2,5 | 1,9 | 3,2 | -20 | -20 | -23 |
| Hongrie | 4,4 | 3,9 | 2,5 | 5,0 | 3,9 | 7,2 | -8 | -7 | -6 |
| Pologne | 4,2 | 5,8 | 6,0 | 2,1 | 1,0 | 2,2 | -7 | -7 | -11 |
| République tchèque | 4,6 | 6,1 | 5,2 | 1,6 | 2,5 | 2,5 | -5 | -6 | -6 |
| Russie | 6,9 | 6,7 | 6,6 | 12,4 | 9,8 | 7,8 | 59 | 96 | 71 |
| Turquie | 7,4 | 6,1 | 4,7 | 12,6 | 9,6 | 8,9 | -16 | -31 | -31 |
| Afrique ⁶ | 5,4 | 5,5 | 6,2 | 9,0 | 9,5 | 10,7 | 4 | 20 | 1 |
| Afrique du Sud | 4,3 | 5,0 | 5,0 | 3,5 | 4,6 | 5,3 | -6 | -16 | -15 |
| Moyen-Orient ⁶ | 5,8 | 5,7 | 5,5 | 6,8 | 7,9 | 10,6 | 116 | 212 | 153 |
| Total | 6,8 | 7,4 | 7,0 | 5,3 | 4,8 | 5,0 | 362 | 685 | 551 |
| G7 | 2,4 | 2,8 | 2,2 | 2,0 | 2,3 | 1,9 | -457 | -675 | -583 |

Chiffres établis sur la base de prévisions (pour 2007) et d’estimations (pour 2006, dans certains cas) consensuelles publiées en mai 2007, ainsi que de données du FMI.

¹ Variation annuelle, en %. Régions : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. Moyenne sur la période ; Amérique latine : inflation en fin de période. ² En milliards de dollars EU. Régions : somme des soldes des économies citées. ³ Année budgétaire commençant en avril ; les chiffres de l’inflation concernent les prix de gros. ⁴ Hong-Kong RAS, Malaysia, Philippines, Singapour et Taiwan (Chine). ⁵ Colombie et Pérou. ⁶ Selon les groupements régionaux du FMI, *Perspectives de l’économie mondiale*.

Sources : FMI, *Perspectives de l’économie mondiale* ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau III.1

celle estimée auparavant. Les excédents courants ont augmenté en Afrique, en Amérique latine, en Asie, au Moyen-Orient et en Russie. En revanche, les déficits courants se sont creusés en Afrique du Sud, en Inde et en Turquie, et sont restés amples en Europe centrale.

S'agissant des composantes de la demande globale, les exportations nettes ont continué de contribuer positivement à la croissance en Chine et dans le reste de l'Asie. Par contre, leur contribution a reculé (mais reste positive) en Europe centrale et elle a été légèrement négative en Amérique latine ces deux dernières années. Comme les années précédentes, la demande intérieure reste un soutien déterminant de la croissance. La demande de biens de consommation a été forte dans la plupart des régions émergentes, tandis que les dépenses d'investissement ont également stimulé la croissance en Amérique latine, en Chine et en Europe centrale.

...et une inflation en légère hausse

L'inflation médiane dans les économies émergentes a augmenté, atteignant 3,7 % en 2006, contre 3,5 % en 2005, proche donc de la médiane pour la période 1999-2005. Des variations régionales importantes ont cependant été constatées. En Asie, l'inflation médiane est restée bien inférieure à celle observée dans d'autres régions en 2006, mais s'est inscrite nettement en hausse par rapport aux taux voisins de zéro de 2002. Elle s'est aussi fortement accélérée dans d'autres économies émergentes, quoiqu'elle ait eu tendance à reculer en Amérique latine. Même si ces évolutions sont difficiles à interpréter, comme on le verra plus loin, les risques d'inflation se sont accentués.

Perspectives et défis en matière de politiques à mener

Les économies émergentes sont confrontées à deux grands risques. L'un vient de ce qu'un ralentissement marqué de l'économie des États-Unis pourrait considérablement réduire la croissance. Pourtant, ce n'est pas autour de ce risque que s'articule la présente section, sauf pour observer que les perspectives sont mitigées. D'une part, le risque d'un ralentissement aux États-Unis ne peut être entièrement écarté (chapitre II), car il est difficile de déterminer le plein impact de la faiblesse du marché du logement dans ce pays. D'autre part, selon les prévisions consensuelles, la croissance aux États-Unis va se poursuivre à un rythme modéré en 2007. De plus, le risque pour les économies émergentes serait atténué si d'autres économies, y compris la Chine, le Japon et l'Union européenne, étaient en mesure de compenser un éventuel ralentissement de la demande aux États-Unis par une augmentation de leur propre demande intérieure.

Les risques d'inflation varient...

Cette section s'intéresse davantage à un autre risque, celui d'une accélération de l'inflation. L'an dernier, l'inflation a été un motif d'inquiétude dans plus d'un cas : jugée trop élevée dans certains pays (comme l'Argentine, la Russie et le Venezuela) et dépassant même sa fourchette-cible dans d'autres (notamment le Mexique), elle inquiétait par sa progression ailleurs. Ainsi, en Inde, après avoir baissé en 2005, l'inflation s'est fortement accentuée en 2006 (elle dépasse à présent la zone confortable définie pour le moyen terme par la Banque de Réserve), ce qui a fait craindre une poursuite de la hausse en 2007. En Chine, l'inflation IPC, qui est faible par rapport à d'autres pays, s'est

récemment nettement accélérée. En outre, il n'est pas complètement certain que les indicateurs de l'inflation disponibles en Chine reflètent avec précision les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, une amélioration a été constatée dans un certain nombre de cas, notamment au Brésil, en Indonésie, aux Philippines, ainsi qu'en Thaïlande, où l'inflation était un souci majeur l'an dernier. L'inflation a également reculé en Russie, même si elle reste élevée.

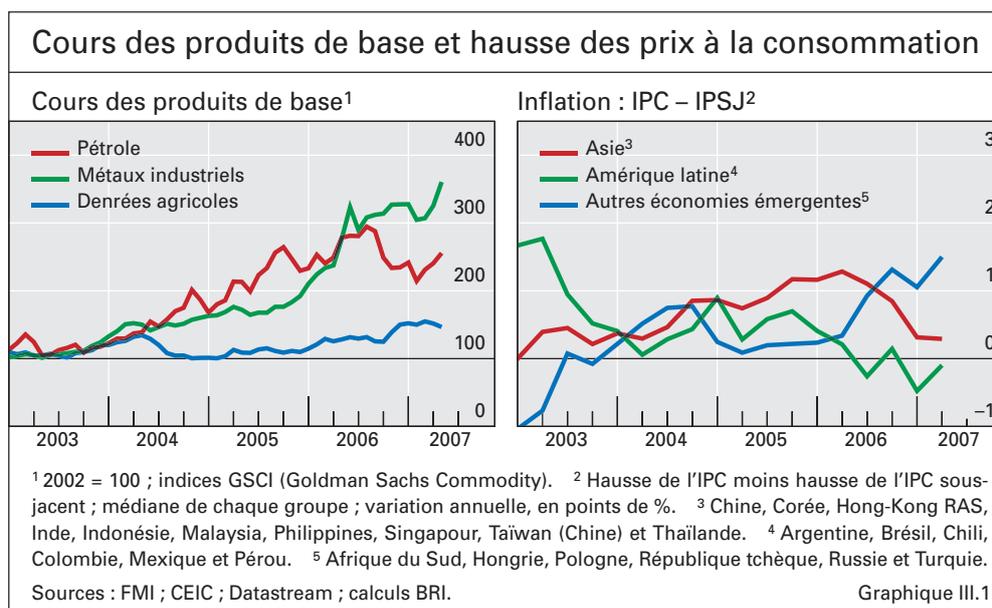
Les tensions inflationnistes risquent-elles de persister, voire de s'accroître dans certains pays ? Les écarts de production, la variation des prix relatifs, ainsi que les anticipations d'inflation pourraient fournir des éléments de réponse.

Écarts de production. Des estimations récentes donnent à penser que l'écart de production dans les économies émergentes s'est pratiquement résorbé ou est positif. Au Brésil, par exemple, qui a connu récemment une désinflation, les taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier sont, à quelque 82 %, relativement élevés. En Inde, ce chiffre serait proche de 100 %. Dans plusieurs pays, la croissance semble même supérieure à son potentiel. Cette forte demande témoigne, en partie, de chocs positifs sur les termes de l'échange (chez les exportateurs de produits de base) et de la situation favorable à l'échelle mondiale. Dans ces conditions, la souplesse relative des politiques monétaires (*infra*) pourrait augmenter les risques d'inflation future dans un certain nombre d'économies émergentes.

Variation des prix relatifs. Les cours des produits de base pétroliers et non pétroliers ont fortement augmenté ces dernières années (graphique III.1). Le secteur pétrolier illustre certains des problèmes et des risques potentiels d'inflation. Les cours pétroliers avaient reculé après leurs pics de la mi-juillet 2006 (\$77 le baril de West Texas Intermediate), mais ils ont rebondi depuis janvier 2007 (\$63 le baril à la mi-mai). Même si la croissance de la demande mondiale de pétrole s'est ralentie, revenant d'environ 4 % en 2004 à environ 1 % en 2006, le récent redémarrage des prix à la hausse est en partie le résultat de la forte demande de pays non membres de l'OCDE. Depuis peu, et dans une perspective à plus long terme, les questions d'offre gagnent en importance.

...mais sont accentués par le comblement des écarts de production...

...et l'augmentation des cours pétroliers



Ainsi, la décision de l'OPEP de réduire la production à partir de novembre 2006 semble avoir contribué à la récente hausse des cours pétroliers.

L'impact des hausses des cours pétroliers pourrait être significatif ; selon une étude récente, un doublement des prix du pétrole induit par l'offre pourrait stimuler l'inflation en Asie émergente de pas moins de 1,4 point de pourcentage par rapport à son niveau de référence. L'effet inflationniste serait plus prononcé si les pays importateurs de pétrole avaient des difficultés à financer les déficits des paiements courants qui en résulteraient, et également si les subventions qui, jusqu'à présent, ont limité les hausses des prix de l'énergie devaient être encore réduites ou éliminées. Ces subventions ont déjà été comprimées, à divers degrés, dans un certain nombre de pays d'Asie (l'Inde, l'Indonésie et la Thaïlande, par exemple).

À moyen terme, les réserves pétrolières devraient permettre de répondre à la forte demande attendue par les économies émergentes, à condition que les principaux producteurs maintiennent des investissements suffisants. Cependant, l'investissement à ce jour n'a pas atténué les contraintes liées aux capacités de production dans certains pays, ce qui est venu renforcer les craintes d'un plafonnement de la production pétrolière hors OPEP, exacerbant la dépendance envers un nombre restreint de producteurs. En attendant, les risques à court terme de fortes hausses des cours pétroliers restent importants. La capacité excédentaire de l'OPEP est parfois ramenée à de faibles niveaux, et des chocs sur l'offre ou la demande ont donc tendance à avoir un impact important, parfois persistant, sur les cours pétroliers.

De tels chocs se sont produits l'an dernier : désorganisation de la production pétrolière au Nigeria et de la capacité de raffinage aux États-Unis ; vague de froid inhabituelle aux États-Unis en février 2007, entraînant une forte diminution des stocks dans ce pays. La persistance de risques géopolitiques, dans lesquels interviennent des producteurs de pétrole comme l'Irak et l'Iran, accentue le risque de la volatilité des cours.

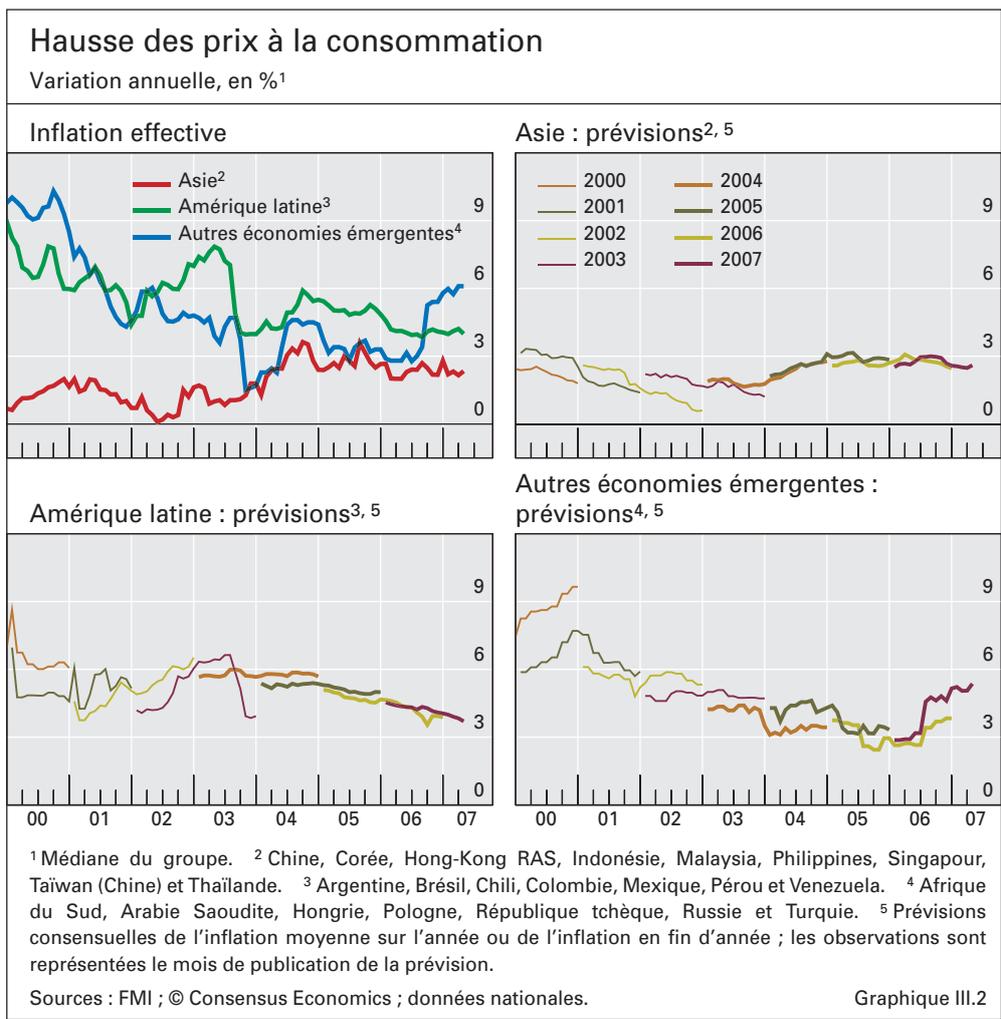
Deux remarques supplémentaires peuvent être formulées concernant les cours des produits de base. Premièrement, compte tenu des longs délais pour constituer des capacités d'extraction minière, les contraintes liées à l'offre dans le secteur des métaux perdureront face à la forte demande en Chine et dans d'autres économies émergentes. Deuxièmement, dans des pays comme l'Afrique du Sud, la Chine et le Mexique, l'augmentation des prix des produits agricoles a aussi fortement contribué à l'accélération de l'inflation IPC. Ces hausses de prix ont fait preuve d'une certaine persistance et on craint particulièrement qu'elles n'influencent les anticipations d'inflation dans certains cas.

Anticipations d'inflation. Sur la base des prévisions consensuelles comme indicateur des anticipations, le graphique III.2 montre que l'inflation en Asie en 2007 devrait rester en deçà de 3 %, ce qui est encore relativement bas. De plus, les prévisions d'inflation récentes ont été stables en Asie. Par contre, elles ont été nettement revues à la hausse ailleurs, après une période prolongée de déclin, tandis qu'elles ont reculé ces dernières années en Amérique latine.

Les anticipations d'inflation sont pertinentes car elles peuvent entraîner des revendications salariales. On estime, de manière générale, que les apports

Les investissements tardent dans le secteur pétrolier

Les prévisions d'inflation dressent un tableau mitigé...



considérables à la population active mondiale générés par l'intégration croissante de la Chine et de l'Inde au sein de l'économie mondiale ont pesé sur les salaires. Cet impact pourrait être renforcé dans les pays disposant d'importantes ressources de main-d'œuvre agricole. Cependant, des études récentes concluent que, même si les salaires de travailleurs non qualifiés ont effectivement stagné dans certaines grandes économies émergentes (Brésil, Chine et Inde), ceux de la main-d'œuvre qualifiée ou non directement liée à la production (cols blancs et postes d'encadrement ou dans des services passant souvent pour nécessiter davantage de qualifications) ont augmenté rapidement. Par exemple, depuis 2000, les salaires réels du secteur manufacturier ont progressé à un rythme annuel cumulé de plus de 11 % en Chine et en Russie. Les salaires réels des travailleurs non directement liés à la production ont également augmenté en Inde au début de cette décennie (d'environ 3,8 % par an). La possibilité que les anticipations d'inflation se traduisent par des revendications salariales inquiète particulièrement les pays où les prix des produits alimentaires ont fortement progressé.

Les anticipations d'inflation pourraient-elles brusquement se modifier ? L'un des enseignements de l'épisode de volatilité des marchés en mai-juin 2006 (chapitre VI) et des flambées récentes des prix des produits agricoles est que l'inflation de l'année en cours ou anticipée peut brutalement connaître une

...mais les anticipations pourraient influencer la détermination des salaires

Les anticipations peuvent changer brutalement

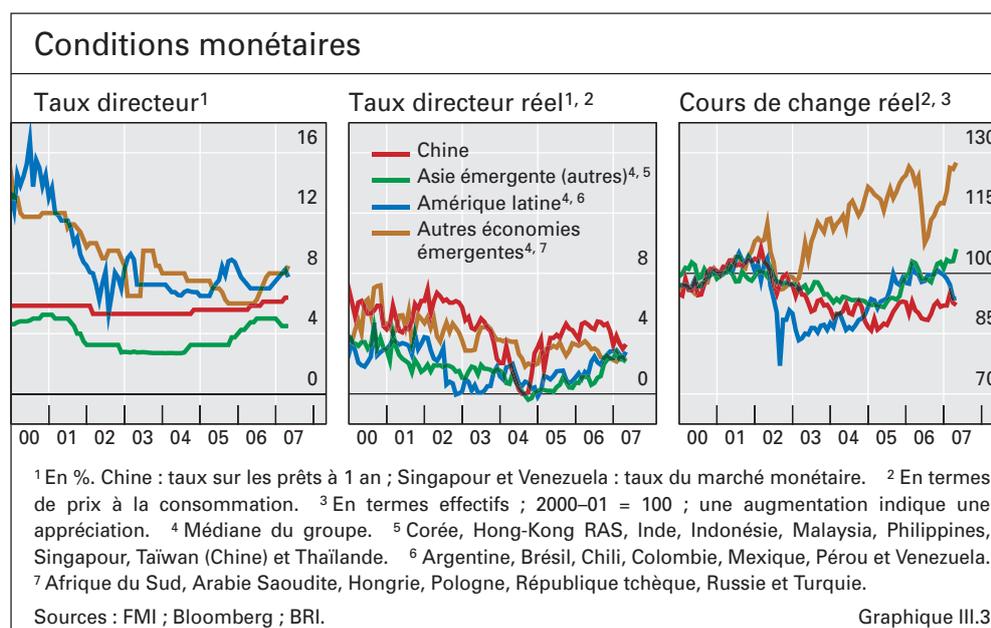
vive hausse et dépasser les objectifs fixés, ce qu'illustrent les exemples de la Turquie et du Mexique. En Turquie, la volatilité de marché en mai-juin 2006 a déclenché une forte dépréciation qui, selon les estimations, aurait fait grimper de 3,5 points de pourcentage le taux d'inflation pour l'année concernée et provoqué une hausse sensible des prévisions du secteur privé tant pour 2006 (à 10 %, contre un peu plus de 7 %) que pour 2007 (à 7,8 %, contre 5,6 %). Dans le cas du Mexique, l'inflation a dépassé, fin 2006, le plafond de 4 % de l'objectif d'inflation (3 % ± 1 %), notamment en raison d'une flambée du cours du maïs. Les prix mondiaux du maïs en dollars EU ont augmenté de 58 % entre juillet 2006 et avril 2007, ce qui s'explique en partie par la réorientation de cette culture vers la production d'éthanol, un biocarburant. Par la suite, l'inflation et les prévisions d'inflation pour le Mexique sont restées proches du sommet de la cible d'inflation ou au-dessus.

Pour résumer, malgré une inflation dans l'ensemble modérée dans les économies émergentes, un certain nombre de risques existent. Des contraintes de capacités pourraient poser problème et de fortes augmentations des cours des produits de base sont envisageables. En conséquence, de soudaines révisions à la hausse de l'inflation et des anticipations d'inflation ne peuvent être exclues.

Politique monétaire

Dans ce contexte, la politique monétaire a eu tendance à se resserrer depuis 2004. On a pu cependant observer des disparités considérables et, parfois, le rythme du resserrement s'est même ralenti depuis le second semestre 2006 (graphique III.3). Un relèvement régulier des taux directeurs a été constaté en Inde (175 pb depuis décembre 2004) et en Chine (81 pb), complété par d'autres mesures de rigueur (*infra*). Dans d'autres pays d'Asie, toutefois, depuis mi-2006 environ, les taux directeurs ont soit cessé d'augmenter, soit reculé. Dans certains cas, notamment en Indonésie, aux Philippines et en

Un resserrement
monétaire
modéré...



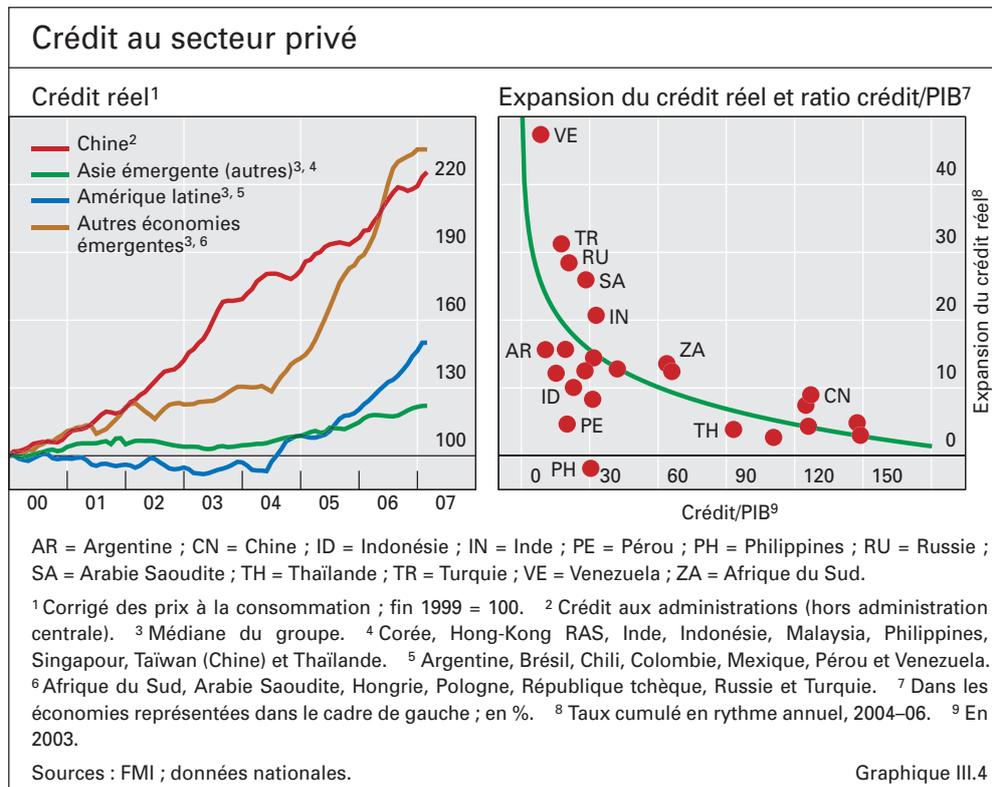
Thaïlande, il s'agissait d'une réponse à l'apparition de signes de désinflation. On observe les mêmes résultats mitigés en matière de politique monétaire, en Amérique latine et ailleurs. La désinflation a entraîné un recul des taux au Brésil et, pendant un temps, au Mexique. En revanche, trois pays présentant des déficits des paiements courants et ayant fait l'objet de pressions à la baisse pendant l'épisode de volatilité des marchés de mai-juin 2006 ont dû relever sensiblement leurs taux d'intérêt : la Turquie, de 425 pb, et l'Afrique du Sud et la Hongrie, de 200 pb chacune. En Hongrie, cependant, la hausse des taux d'intérêt traduisait également les inquiétudes quant aux déficits budgétaires.

Les conséquences de ces mesures sur les indicateurs courants des conditions monétaires ont été variables (graphique III.3, cadres du milieu et de droite). Les taux directeurs réels ont commencé à augmenter en Chine et dans d'autres économies émergentes il y a quelques années. Les taux directeurs réels médians ont convergé à plus de 2 % dans d'autres économies d'Asie et d'Amérique latine, ou à plus de 3 % ailleurs (comme en Chine). Il est intéressant de noter qu'en Chine, les taux d'intérêt réels seraient négatifs si l'indicateur retenu des conditions monétaires était un taux interbancaire, plutôt que le taux établi par la banque centrale. Un peu partout, ces taux d'intérêt réels sont nettement inférieurs aux taux élevés de croissance potentielle, ce qui donne à penser que les conditions monétaires sous-jacentes sont restées relativement expansionnistes.

La croissance rapide du crédit réel au secteur privé dans plusieurs économies émergentes renforce l'impression de souplesse des conditions monétaires (graphique III.4). Depuis la fin de 2003, où des augmentations du

...mais des résultats expansionnistes

La croissance rapide du crédit réel au secteur privé...



crédit réel au secteur privé sont apparues distinctement dans toutes les régions, son taux annuel cumulé s'est établi à près de 9 % en Chine, 5 % dans les autres économies émergentes d'Asie, 15 % en Amérique latine et 21 % ailleurs. Les taux de croissance les plus rapides ont été observés au Venezuela (47 %) ainsi qu'en Inde, en Russie, en Arabie Saoudite et en Turquie (par ordre ascendant, de 21 % à 31 %). Dans certains pays d'Europe centrale et orientale, ce phénomène n'est pas sans susciter des inquiétudes, les emprunts des ménages étant pour une bonne part libellés en devises.

...résulte de
facteurs structurels
et conjoncturels

La croissance du crédit résulte de facteurs structurels et conjoncturels. Parmi les premiers, la « financiarisation » semble être un contributeur particulièrement important. De fait, les taux les plus rapides de croissance du crédit réel au secteur privé ont été observés dans les pays présentant des ratios crédit/PIB faibles (graphique III.4, cadre de droite). Dans certaines régions, comme l'Europe centrale, l'exacerbation de la concurrence dans le secteur bancaire et l'intégration financière ont aussi grandement contribué à stimuler la croissance du crédit. Au nombre des facteurs conjoncturels, on peut citer le dynamisme des performances économiques et, comme on le verra plus loin, les efforts pour contenir les tensions à la hausse des taux de change.

L'appréciation des
monnaies restreint
la demande...

Si les taux directeurs et la croissance du crédit témoignent de conditions monétaires relativement accommodantes, une nette appréciation du cours de certaines monnaies va dans le sens d'une contraction de la demande. De décembre 2004 à mars 2007, l'appréciation réelle a été supérieure à 10 % en Corée, en Malaisie et en Thaïlande, a dépassé 20 % en Indonésie, et, en dehors de l'Asie, a atteint 34 % au Brésil. En contribuant à la désinflation et en pesant sur la demande globale, elle a sans doute permis à plusieurs pays d'abaisser leurs taux directeurs ou de prendre d'autres mesures d'assouplissement. Ces pressions semblent avoir été parfois telles qu'elles ont incité les autorités à réduire les taux d'intérêt pour contenir des entrées de capitaux « indésirables ».

Cela étant, si elles contribuent à la désinflation, ces tensions sur les monnaies ont suscité des inquiétudes pour au moins trois raisons. D'abord, elles ont un impact négatif sur la concurrence et le secteur des biens échangeables. Ensuite, en atténuant les augmentations de taux d'intérêt, elles peuvent encourager un renchérissement des produits non échangeables, surtout ceux liés au logement. Enfin, elles peuvent facilement s'inverser, ce qui peut obliger à des augmentations significatives du taux directeur. Certaines des plus fortes hausses nominales de taux directeurs depuis le début de 2006 ont été observées en Afrique du Sud et en Turquie. Ces pays ont connu d'importantes pressions à la baisse sur leurs taux de change pendant l'épisode de volatilité des marchés en mai-juin 2006.

...mais donne lieu
à des interventions
massives

Non seulement les tensions à la hausse sur les changes ont permis que les taux directeurs soient fixés à des niveaux inférieurs à ce qu'ils seraient autrement, mais elles ont donné lieu à des interventions massives, ce qui s'est traduit par une accumulation très importante et persistante de réserves de change (chapitre V) rendant, par voie de conséquence, nécessaires des opérations de stérilisation. Dans plusieurs pays, y compris en Chine, les opérations de stérilisation par augmentation des réserves obligatoires et par ventes de titres de la banque centrale se sont révélées de plus en plus difficiles

ou ont provoqué des effets secondaires indésirables. Les réserves obligatoires rémunérées à un taux inférieur à celui du marché sont de fait un impôt sur les banques. Sur des marchés qui ne sont pas totalement intégrés, la vente d'instruments de stérilisation peut en fait porter leurs taux de rendement à des niveaux qui attirent encore plus d'entrées de capitaux.

Plusieurs pays ont également eu recours à des mesures prudentielles pour freiner la croissance rapide du crédit et répondre aux préoccupations de stabilité financière ou sectorielle. Ainsi, en Inde, les pondérations des risques ont été renforcées pour les crédits au logement (de 50 % à 75 %, mesure annulée par la suite), l'immobilier commercial (de 100 % à 150 %) et le crédit à la consommation (de 100 % à 125 %). Les normes générales de provisionnement des prêts dans des secteurs spécifiques ont aussi été durcies.

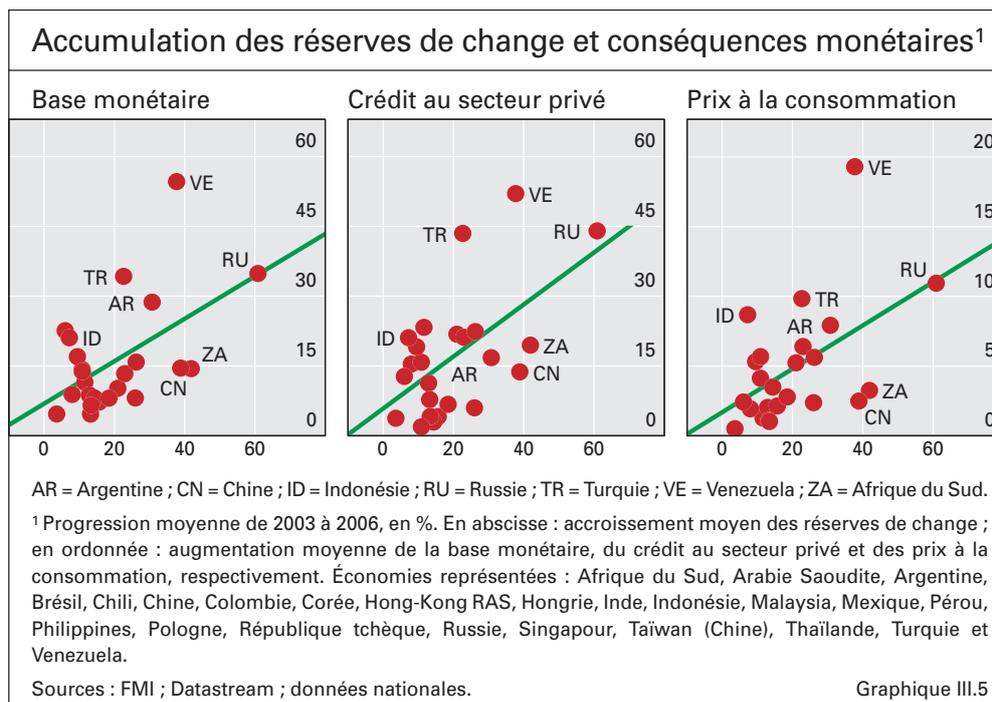
L'incitation aux sorties de capitaux et l'assouplissement des conditions d'achat ou de détention d'avoirs en devises par les résidents ont été un autre moyen de chercher à réduire l'impact des entrées de capitaux. Les restrictions relatives aux investissements étrangers ou à la détention d'actifs libellés en devises ont été assouplies l'an dernier en Chine, en Corée, en Inde et en Thaïlande. Les mesures prises prévoient notamment le relèvement du plafond des dépôts en devises pour les entreprises résidentes (Thaïlande), l'autorisation d'achats plus importants de devises (Chine), des incitations aux résidents pour qu'ils investissent dans des titres étrangers et dans des actifs immobiliers étrangers (Corée), ou encore l'accroissement des investissements de portefeuille autorisés à l'étranger (Chine et Inde). Toutefois, rien ne permet de savoir, à l'heure actuelle, dans quelle mesure ces initiatives atténuent en pratique les tensions à la hausse des taux de change.

Face à des tensions persistantes sur sa monnaie, la Thaïlande a essayé de restreindre les entrées de capitaux. Au début, elle a limité la détention de titres

On a recours aussi à des mesures prudentielles...

...ainsi qu'à des mesures pour encourager les sorties de capitaux...

...ou le contrôle des capitaux



par des non-résidents et les crédits des non-résidents aux institutions financières nationales non liés à une opération commerciale ou à un investissement. En décembre 2006, des réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux à court terme ont été exigées, comme le Chili l'avait fait par le passé. Un certain nombre de ces contrôles ont été réduits depuis, après une réaction extrêmement négative des marchés concernés, pendant que les tensions sous-jacentes sur le baht thaïlandais se relâchaient. Plus récemment, la Colombie a imposé des contrôles semblables sur les mouvements de capitaux.

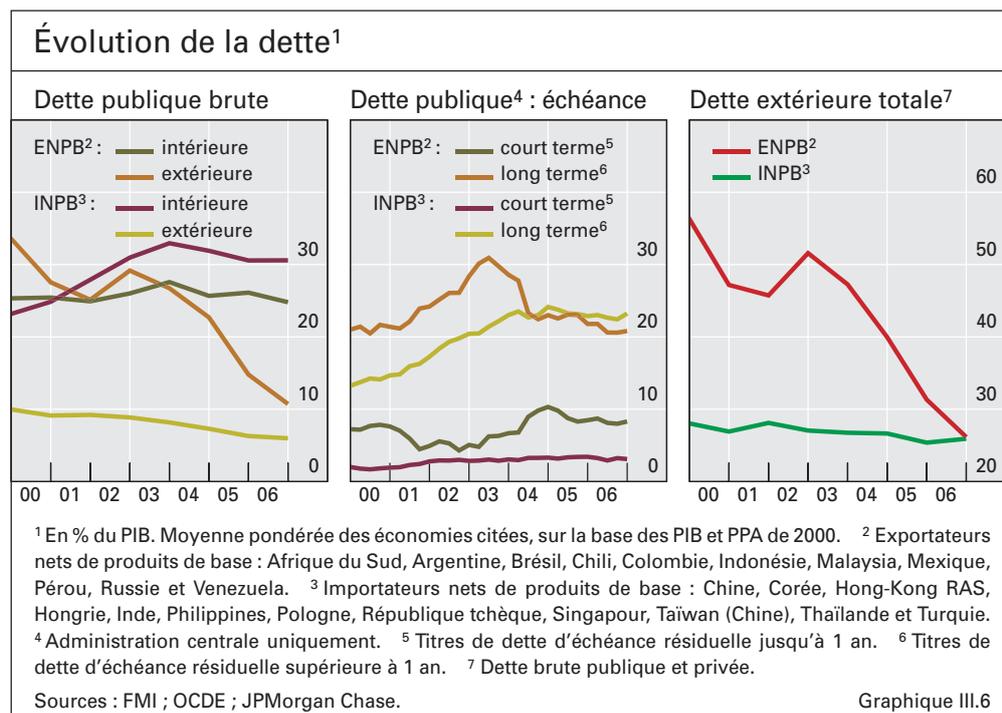
Une accumulation de réserves expansionniste ?

À en croire les commentaires des banques centrales et des marchés, les opérations de stérilisation et les mesures complémentaires évoquées plus haut n'ont pas totalement réussi à limiter la liquidité associée aux entrées de devises. D'ailleurs, depuis 2003, l'accumulation de réserves semble être largement allée de pair avec une croissance rapide de la base monétaire et du crédit ainsi qu'avec une accélération de l'inflation (graphique III.5). S'il faut interpréter ces corrélations simples avec prudence, elles renforcent néanmoins l'impression que des conditions monétaires relativement accommodantes associées à des tensions sur la monnaie pourraient tout de même entraîner une accélération de l'inflation.

Ajustement budgétaire à moyen terme et gestion de la dette

Stabilisation et réduction de la dette

Dans les économies émergentes, la capacité de résistance et celle d'attirer des investissements dépendent, dans une large mesure, de l'état des finances publiques et de la volonté de procéder à des ajustements budgétaires. Les autorités ont cherché activement à renforcer la stabilité macroéconomique en



consolidant ou réduisant la dette publique et en menant des opérations de gestion de la dette destinées à améliorer les conditions de son financement.

La dette publique brute (graphique III.6 cadre de gauche, somme de la dette intérieure et extérieure) a reculé non seulement dans les économies exportatrices nettes de produits de base, mais aussi dans celles qui en sont importatrices nettes. Entre 2003 et 2006, le ratio dette/PIB médian pour l'ensemble des économies émergentes a diminué de 14 points de pourcentage, pour s'inscrire à 33 % ; le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Indonésie, le Pérou, les Philippines, la Russie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela sont ainsi parvenus à réduire leur dette de plus de 10 % du PIB.

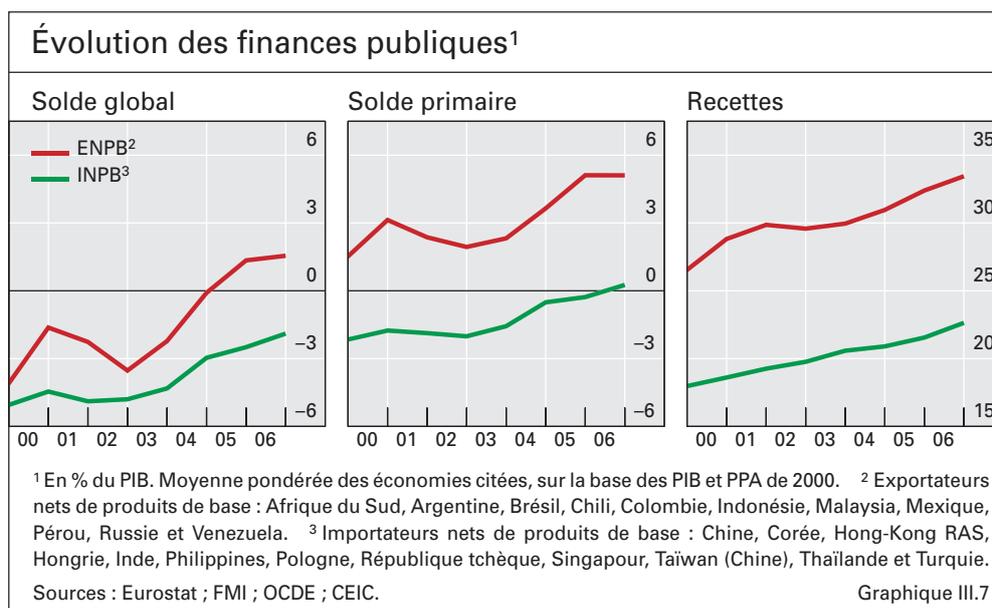
La baisse des ratios de la dette publique brute témoigne en partie du dynamisme de la croissance, de la faiblesse des taux d'intérêt et, dans les pays dont une part importante de la dette est libellée en devises, des effets de l'appréciation de la monnaie. Cependant, le pilier le plus durable de la réduction de la dette est l'amélioration structurelle du solde des finances publiques. Comme le montre le graphique III.7, les déficits budgétaires ont diminué et les recettes publiques ont augmenté, en particulier chez les exportateurs nets de produits de base. Ces résultats sont le signe d'une amélioration sensible de la discipline budgétaire ; les soldes primaires (qui excluent les paiements d'intérêts sur la dette) se sont considérablement renforcés ces dernières années (graphique III.7, cadre du milieu) et ont contribué à réduire la dette depuis 2000.

Selon les estimations, les soldes primaires ont légèrement augmenté en 2006, et certains signes donnent à penser que les améliorations budgétaires observées jusqu'à ce jour pourraient perdurer. Pour les pays qui bénéficient d'importantes recettes de leurs produits de base ou d'une croissance vigoureuse, la principale préoccupation aura été de veiller à ce que les dépenses cycliques n'augmentent pas en proportion. Dans le même ordre d'idées, un certain nombre de pays ont créé des fonds de stabilisation afin de

La dette publique brute a reculé...

...et les efforts budgétaires ont joué un rôle

Les améliorations budgétaires pourraient perdurer



pouvoir lisser les dépenses publiques pendant les périodes difficiles, en utilisant les recettes accumulées pendant les périodes fastes. Quelques-uns sont allés au-delà en instituant des fonds de richesse nationale afin d'aider les générations futures au moment où les ressources nationales non renouvelables se tariront. Ainsi, début février 2008, le fonds de stabilisation actuel du pétrole en Russie sera scindé en un fonds de réserve et un fonds pour les générations futures. En plus des taxes sur le pétrole brut (actuellement affectées au premier fonds), les deux fonds recevront le plus gros des recettes provenant de la taxe sur l'extraction pétrolière et gazière, ainsi que des droits d'exportation applicables au pétrole, au gaz et aux produits pétroliers. Le fonds de réserve sera maintenu à un niveau équivalant à 10 % du PIB. Même si Singapour n'a pas de ressources minérales, la Government Investment Corporation gère, depuis de nombreuses années, ce qui correspond à un fonds de richesse nationale pour le compte de l'État, investissant les excédents des contributions de l'État et des travailleurs dans un fonds géré par l'État.

Les soldes budgétaires suscitent encore des inquiétudes

Néanmoins, les soldes budgétaires suscitent des inquiétudes. La dette publique de plusieurs pays dépasse 50 % du PIB, alors même que les conditions actuelles sont inhabituellement favorables. On a pu constater par le passé que les pays ayant un ratio d'endettement aussi élevé tendent à ne pas satisfaire les critères de viabilité de la dette (autrement dit, les soldes primaires n'augmentent pas pour contrer le gonflement de la dette). Même les pays qui répondent actuellement à ces critères de viabilité pourraient ne plus y parvenir si la croissance économique ou les prix des produits de base devaient fortement chuter, ou si les taux d'intérêt devaient augmenter sensiblement pendant une période prolongée.

Gestion de la dette

La viabilité de la dette dépend de sa composition et de son ampleur. Des échéances rapprochées exposent les emprunteurs aux risques de taux d'intérêt et de refinancement, une part importante libellée en devises expose au risque de change.

Les opérations de gestion de la dette pour améliorer la capacité de résistance...

Pour réduire ces risques, et pour augmenter leur capacité de résistance aux chocs, un certain nombre d'économies émergentes se sont lancées dans des opérations de gestion de la dette. Ces opérations, qui s'inscrivent parfois dans un cadre formel (comme au Mexique), visent l'amélioration des conditions de financement, l'allongement des échéances, la réduction des asymétries de devises et le recours plus général aux marchés de capitaux nationaux plutôt qu'internationaux. Ainsi, en septembre 2006, la Turquie a engagé une opération d'allongement des échéances, en lançant une obligation mondiale à 10 ans contre espèces et obligations assorties d'un coupon plus élevé et à échéance plus proche. D'autres opérations étaient axées sur le remplacement de la dette extérieure par une dette intérieure libellée en monnaie locale. Bien que de telles opérations puissent alourdir le coût immédiat de financement (la dette en monnaie locale est généralement assortie d'un taux supérieur à celle en devise), elles réduisent la vulnérabilité du pays à la dépréciation du change. À cette fin, le Mexique a racheté, en

août 2006, \$12 milliards de crédits et d'obligations extérieurs en échange d'engagements en pesos. Parallèlement, les économies émergentes ont cherché à augmenter l'émission de titres d'emprunt à taux fixe à échéances éloignées.

Au final, ces opérations ont, en premier lieu, allongé l'échéance moyenne de la dette publique non utilisée dans les opérations de stérilisation, comme le montre l'augmentation de la dette à long terme par rapport à celle à court terme dans les pays importateurs nets de produits de base (graphique III.6, cadre du milieu). Sans compter que la classification présentée ne fait pas apparaître l'allongement à l'intérieur de l'échéancier de plus de 1 an, ainsi qu'on a pu l'observer au Mexique, par exemple. En second lieu, la part de la dette en devises a régressé, ce qui diminue l'exposition aux fluctuations de change. Au Brésil, la part de la dette extérieure ou liée au change, nette des réserves, a été ramenée de près de 39 % du PIB en 2002 à moins de 10 % en 2006. En Turquie, les ratios correspondants ont reculé de 56 % à 36 %. Les asymétries de devises globales, cause principale des crises des années 1980 et 1990, ont été réduites. Comme beaucoup d'économies émergentes présentent des excédents, la dette publique et la dette extérieure totale ont diminué (graphique III.6, cadres de gauche et de droite), ce qui a augmenté la capacité de résistance de ces économies.

...allongent les échéances et allègent la dette extérieure

Flux de devises et prix des actifs dans les économies émergentes

Une des leçons des crises des années 1990 est que les flux de capitaux peuvent grandement influencer sur les résultats macroéconomiques. La crise asiatique de 1997 a été précédée par des tensions sur les changes, associées à des entrées de capitaux, et à une liquidité abondante, source d'augmentation des prix des actifs. L'assèchement ou le retournement des flux étaient alors liés à une vive dépréciation des monnaies, à l'effondrement des prix des actifs et à une grave récession. Les déficits antérieurs des paiements courants et les pertes dues aux asymétries de devises ont aggravé ces problèmes, entraînant parfois des crises bancaires.

La situation actuelle présente quelques similitudes avec celle qui prévalait avant 1997 : tensions sur les changes, liquidités abondantes et augmentation des prix des actifs, notamment. Il existe cependant aussi des différences de taille. À quelques exceptions notables près, les tensions sur les changes se sont accompagnées d'excédents des paiements courants. De plus, les réserves ont atteint des niveaux records, qui dépassent les seuils traditionnels acceptables dans la plupart des économies émergentes.

Synthèse des observations

Les économies émergentes regorgent actuellement de liquidités étrangères. L'appréciation brutale du cours de change dans certains pays en est un signe. Un autre en est l'importante accumulation des réserves, lesquelles ont rapidement augmenté ces dernières années dans un ensemble d'économies émergentes, pour atteindre, fin 2006, \$3 000 milliards, soit environ 27 % de leur PIB. La Chine explique l'essentiel de l'augmentation de 2006 (près de 44 %),

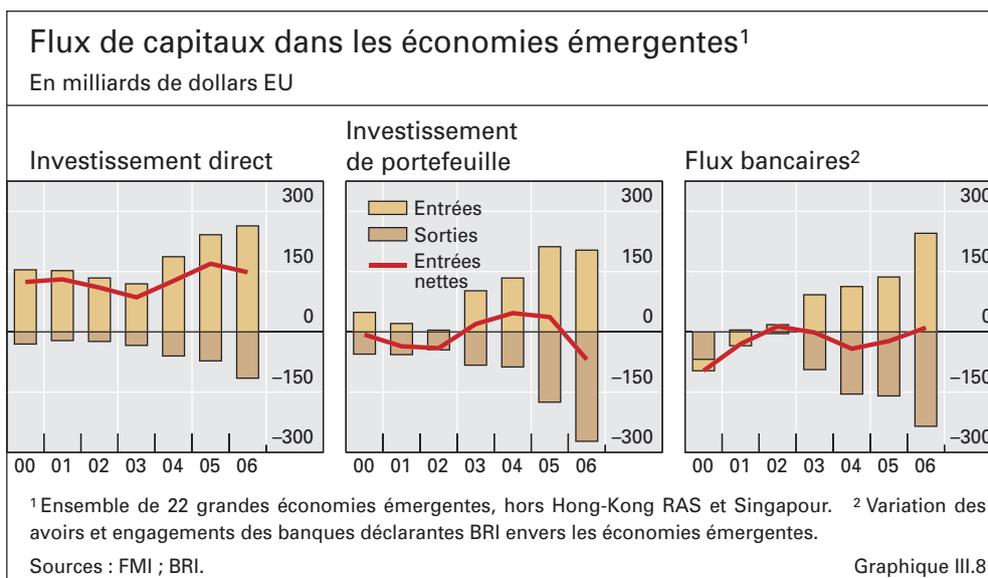
Les économies émergentes regorgent de liquidités étrangères...

mais la Russie (21 %) ainsi que l'Inde, la Corée et le Brésil (5–7 % pour chacun de ces pays) y ont aussi contribué fortement (tableau III.2 et chapitre V).

...dues à des excédents des paiements courants

Contrairement aux années 1990, la principale source d'entrées de devises ces dernières années aura été les excédents des paiements courants plutôt que les flux de capitaux. L'excédent agrégé des paiements courants des économies émergentes a augmenté pour dépasser \$600 milliards en 2006. Les entrées nettes de capitaux privés ont représenté globalement moins de la moitié de la valeur des excédents des paiements courants. D'ailleurs, si les afflux nets de capitaux privés (exprimés en dollars EU) sont proches de sommets

| Balance des paiements | | | | | |
|---|--------------------------|----------------------------|------|------|---------------|
| En milliards de dollars EU | | | | | |
| | Moyenne annuelle 1996–97 | Moyenne annuelle 1998–2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Économies émergentes¹ | | | | | |
| Solde des paiements courants | -83 | 93 | 300 | 512 | 638 |
| Flux nets de capitaux privés | 208 | 88 | 239 | 257 | 256 |
| Flux nets du secteur officiel | 10 | -1 | -58 | -123 | -144 |
| Variation des réserves de change ² | -95 | -156 | -508 | -590 | -738 |
| Asie | | | | | |
| Solde des paiements courants | -12 | 109 | 172 | 245 | 340 |
| Flux nets de capitaux privés | 82 | 11 | 143 | 70 | 54 |
| Flux nets du secteur officiel | -1 | -1 | -7 | -3 | -10 |
| Variation des réserves de change ² | -41 | -112 | -339 | -284 | -366 |
| Amérique latine | | | | | |
| Solde des paiements courants | -53 | -43 | 20 | 35 | 49 |
| Flux nets de capitaux privés | 86 | 41 | 13 | 34 | 10 |
| Flux nets du secteur officiel | 1 | 10 | -9 | -30 | -18 |
| Variation des réserves de change ² | -22 | -3 | -23 | -33 | -47 |
| Europe centrale et orientale | | | | | |
| Solde des paiements courants | -20 | -25 | -59 | -63 | -89 |
| Flux nets de capitaux privés | 28 | 37 | 75 | 118 | 121 |
| Flux nets du secteur officiel | -1 | -1 | -7 | -8 | -5 |
| Variation des réserves de change ² | -9 | -10 | -14 | -48 | -21 |
| Communauté des États indépendants | | | | | |
| Solde des paiements courants | -1 | 27 | 63 | 88 | 99 |
| Flux nets de capitaux privés | -4 | -1 | 8 | 38 | 66 |
| Flux nets du secteur officiel | -2 | -5 | -7 | -22 | -33 |
| Variation des réserves de change ² | 1 | -13 | -54 | -76 | -127 |
| Moyen-Orient | | | | | |
| Solde des paiements courants | 13 | 31 | 99 | 189 | 212 |
| Flux nets de capitaux privés | 9 | -4 | -7 | -11 | -6 |
| Flux nets du secteur officiel | 1 | -11 | -34 | -61 | -81 |
| Variation des réserves de change ² | -10 | -11 | -45 | -105 | -126 |
| Les chiffres du solde des paiements courants peuvent ne pas concorder avec ceux figurant au tableau III.1 en raison de découpages géographiques différents. | | | | | |
| ¹ Y compris l'Afrique. ² Un signe négatif indique une augmentation. | | | | | |
| Source : FMI, <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> . | | | | | |
| | | | | | Tableau III.2 |



historiques, supérieurs même aux pics observés au milieu des années 1990, dans certaines grandes régions, ils ont reculé considérablement en pourcentage du PIB. L'investissement direct étranger (IDE) et les flux bancaires dépassent à présent les flux d'investissements de portefeuille (graphique III.8). Cependant, les flux de capitaux vers certaines régions (comme la Communauté des États indépendants et l'Europe centrale et orientale) ont été particulièrement importants. Les entrées massives de capitaux ont aussi continué à financer les déficits des paiements courants en Afrique du Sud, en Hongrie, en Inde et en Turquie.

Cette structure des soldes internationaux a trois conséquences. Premièrement, l'ampleur des excédents des paiements courants implique que les économies émergentes sont moins vulnérables que par le passé aux chocs et aux assèchements des flux de capitaux. Pendant l'épisode de volatilité des marchés financiers en 2006, ce sont les pays présentant d'importants déficits des paiements courants qui se sont révélés les plus vulnérables aux tensions financières. En outre, la forte proportion d'IDE assez stable dans les flux de capitaux rend moins probable un renversement de flux.

Deuxièmement, compte tenu des politiques des pouvoirs publics, les excédents actuels des paiements courants pourraient donner lieu à des tensions persistantes sur les monnaies. Certaines économies émergentes continuent d'imposer aux exportateurs la vente de devises tout en restreignant les sorties de capitaux, entraînant des entrées massives de devises provenant des excédents des paiements courants ainsi que des flux de capitaux. De nombreux pays continuent de résister aux tensions sur la monnaie qui s'ensuivent, avec les conséquences évoquées précédemment.

Troisièmement, les flux nets de capitaux peuvent sous-évaluer l'ampleur des participations étrangères dans les économies émergentes, en particulier comme il ressort des entrées brutes et des participations étrangères croissantes dans les actifs nationaux. Les entrées brutes d'investissements de portefeuille ont été souvent significatives ces dernières années

Une moindre vulnérabilité aux assèchements

Les politiques publiques accentuent les tensions

Des entrées brutes significatives

(graphique III.8). Par exemple, selon une estimation récente, les entrées brutes de capitaux dans les économies émergentes d'Asie, à environ 5–6 % du PIB en 2006, sont proches de leurs sommets du milieu des années 1990 (avant les crises en Asie et en Russie). En conséquence, les participations étrangères sous forme d'instruments de dette en monnaie locale ont sensiblement augmenté en Afrique du Sud, au Brésil, en Hongrie, en Indonésie, en Malaysia, au Mexique, en République tchèque, en Russie et en Turquie, même si, hormis en Europe centrale, elles restent relativement peu importantes. De plus, la part des marchés émergents qui est ouverte aux investisseurs étrangers (sur la base des capitalisations boursières) est comparativement élevée, à environ 34 % du total en décembre 2006 (d'après l'indice IFC). Cependant, il est difficile de dégager une tendance en la matière en raison de la volatilité des indices boursiers et de leurs composantes accessibles aux investisseurs étrangers.

La participation étrangère dans les marchés d'actifs a augmenté...

Grands fonds et investisseurs institutionnels des marchés développés, ainsi que fonds spéculatifs, sont à l'origine de la plus grosse part des entrées brutes d'investissements de portefeuille dans les économies émergentes. Les fonds de pension et les fonds obligataires diversifient progressivement leurs portefeuilles à l'échelle internationale en y incluant les marchés des économies émergentes, tandis que, selon certaines estimations, les actifs sous gestion des fonds spéculatifs axés sur les marchés émergents ont nettement augmenté ces dernières années (chapitre VI). En outre, les investisseurs étrangers peuvent, de plus en plus, prendre des positions sans que cela n'apparaisse nécessairement dans les données relatives aux flux de capitaux, et ce, notamment en recourant activement aux produits dérivés, en particulier les contrats à terme non livrables dans des monnaies d'économies émergentes.

...ce qui reflète les effets d'attraction et d'incitation

Plusieurs facteurs économiques semblent favoriser la participation étrangère sur les marchés d'actifs des économies émergentes : parmi eux figurent des facteurs d'incitation comme l'accentuation du goût pour le risque, la faiblesse persistante des rendements relatifs sur les marchés des pays développés et le recyclage des pétrodollars vers les économies émergentes non productrices de pétrole. Les facteurs d'attraction, comme l'amélioration des paramètres fondamentaux, ont aussi joué un rôle important. Ainsi, la réduction de la dette extérieure ou publique (*supra*) s'est traduite par le relèvement des notations des signatures souveraines, ce qui a attiré les investisseurs étrangers. En permettant de suivre bien plus facilement les évolutions dans le pays, les progrès technologiques ont, eux aussi, encouragé l'investissement sur les marchés financiers émergents.

Les sorties de capitaux ont masqué les entrées

Le gonflement des entrées de capitaux a été masqué par les sorties importantes de capitaux, ce qui reflète l'accroissement du stock d'actifs financiers privés au sein des économies, la libéralisation des sorties de capitaux et l'investissement étranger par les pouvoirs publics (y compris les fonds de stabilisation des produits de base ou les fonds de richesse nationale déjà cités). Ces deux dernières années, les sorties brutes de portefeuille ont été relativement élevées (par rapport aux autres économies émergentes) en Arabie Saoudite, en Chine, en Corée, en Malaysia et en Russie.

Conséquences pour les marchés d'actifs dans les économies émergentes

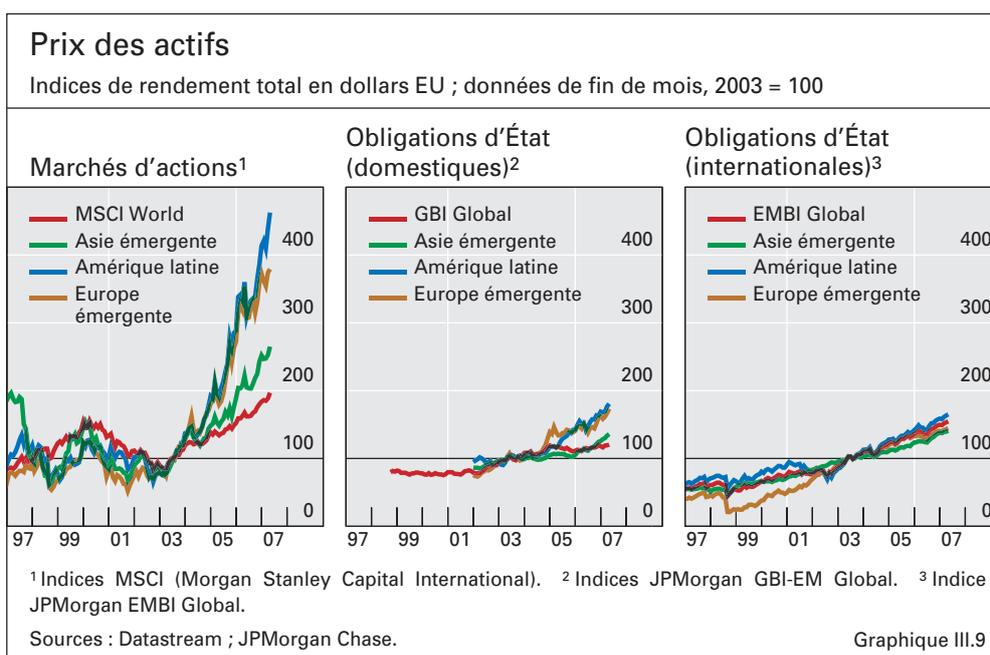
L'intégration croissante aux marchés financiers mondiaux semble être allée de pair avec une forte augmentation des rendements des actifs des marchés émergents (graphique III.9). Les rendements sur les actions ont été particulièrement élevés et, malgré quelques épisodes de volatilité, ils ont nettement dépassé les rendements obligataires, qu'il s'agisse des obligations domestiques (cadre du milieu) ou internationales (cadre de droite). Les actions ont eu, dans l'ensemble, tendance à afficher une volatilité plus prononcée que les obligations (graphique III.10), ce qui peut avoir des incidences macroéconomiques. Parallèlement, la hausse des prix des actifs s'est traduite par un accroissement correspondant du patrimoine financier : leurs fluctuations pourraient donc avoir un impact plus marqué qu'avant sur la demande globale.

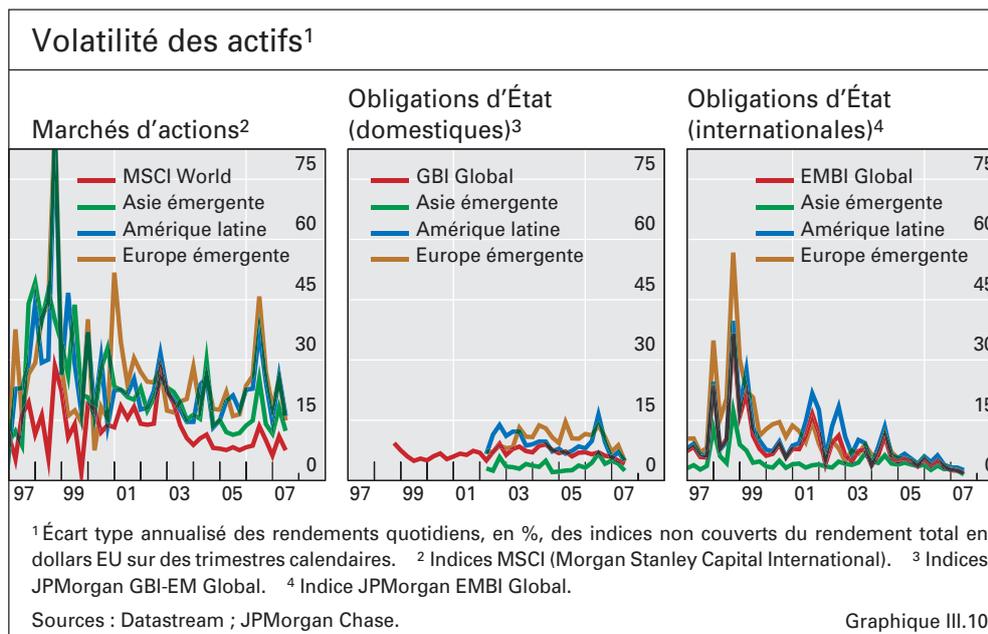
Hausse des rendements des actifs des marchés émergents

Les ratios de capitalisation boursière dans les économies émergentes illustrent la forte augmentation intervenue durant la décennie : actuellement 79 % du PIB en Asie (hors Hong-Kong RAS et Singapour), 47 % en Amérique latine et 38 % en Europe centrale. Ils restent toutefois inférieurs aux pourcentages observés aux États-Unis (124 %) ou au Japon (108 %). Des recherches récentes laissent entendre que la propension marginale à long terme à consommer sur la base d'un changement de la valeur du patrimoine en actions reste relativement faible aux États-Unis ; environ 1 cent pour 1 dollar à court terme et 4 cents à long terme (à titre de comparaison, les estimations correspondantes sont de 2 à 9 cents pour 1 dollar pour le patrimoine immobilier).

La capitalisation boursière a aussi augmenté

Toutefois, les effets de richesse dans les économies émergentes sont sans doute plus faibles dans la mesure où les actions sont détenues principalement par les segments les plus riches de la population et par les étrangers (et non par l'ensemble des ménages, comme aux États-Unis ou au Japon).





Les marchés immobiliers ont leur importance...

Les effets de richesse associés à d'autres actifs, notamment l'immobilier, peuvent aussi avoir leur importance (*supra*). L'expérience de la crise asiatique des années 1990 donne à penser que la création de liquidité accompagnée d'une intervention sur les marchés des changes peut contribuer à une forte flambée des prix de l'immobilier et à un cycle expansion-récession susceptible de générer d'importantes perturbations économiques et financières. Actuellement, cela pourrait s'appliquer aux pays où le crédit au secteur privé a connu une croissance rapide. L'insuffisance des données disponibles rend difficile l'évaluation des risques mais, en 2006, les prix de l'immobilier ont sensiblement augmenté (à des rythmes à deux chiffres, voire plus) en Afrique du Sud, en Corée, ainsi que dans les villes de Manille et de Mumbai. La croissance rapide du crédit semble indiquer qu'il y a peut-être eu des hausses de prix sur d'autres marchés immobiliers pour lesquels on ne dispose pas de données relatives aux prix. Dans certains cas, on a craint que les investisseurs étrangers contribuent directement à la volatilité sur les marchés intérieurs de l'immobilier. C'est ce qui a incité la Chine à restreindre ce type de placement et l'Inde à limiter les emprunts externes dans ce secteur.

...mais la capacité de résistance aux chocs est plus grande

Cependant, il y a aussi des raisons de croire que les économies émergentes pourraient être plus résistantes qu'auparavant face aux chocs sur le marché de l'immobilier. Premièrement, la croissance la plus rapide du crédit a été enregistrée dans des pays au ratio crédit/PIB relativement faible. Deuxièmement, la hausse des prix de l'immobilier n'est pas toujours générale. Ainsi, en Corée, les hausses de prix les plus rapides semblent être restées confinées à certains quartiers luxueux, ne touchant qu'un segment limité de la population. Troisièmement, de nombreux pays ont tiré les enseignements des crises des années 1990 et ont renforcé leurs secteurs financiers afin de mieux maîtriser les risques.

Facteur d'approfondissement et de plus grande efficacité des marchés financiers émergents, la participation étrangère accrue suscite parfois des

inquiétudes. La première est qu'une forte présence étrangère peut accentuer la volatilité sur de petits marchés en dissociant les cours des fondamentaux nationaux. La seconde est que les marchés intérieurs pourraient être ainsi plus exposés aux répercussions ou à la contagion de chocs externes. En ce qui concerne la première inquiétude, des signes de « chasse aux rendements » (l'investissement dans des actifs proposant déjà des rendements élevés) sur les bourses asiatiques pourraient indiquer que les rendements élevés observés sur ces marchés ont été amplifiés par la participation étrangère. De plus, certaines stratégies, comme les opérations spéculatives (*carry trades*) qui cherchent à tirer parti des rendements plus élevés disponibles sur les marchés émergents, ont ajouté à la rentabilité, en contradiction avec le principe de marchés efficients par arbitrage de différentiels de taux d'intérêt. Il pourrait s'ensuivre une surréaction et, ainsi donc, une plus grande volatilité. En outre, et peut-être plus dangereux encore, les investisseurs étrangers pourraient être plus enclins que les résidents à « liquider » leurs positions, aggravant la volatilité.

L'augmentation de la participation étrangère suscite des inquiétudes

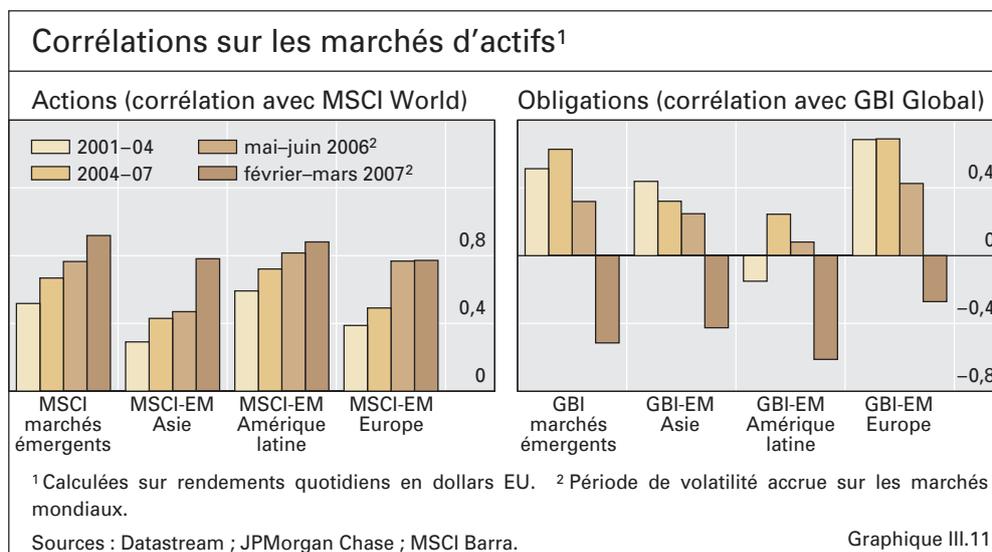
S'agissant de l'augmentation de l'exposition aux chocs externes, la corrélation entre les rendements des actions des places mondiales et des marchés émergents semble s'être accrue depuis mi-2004 (quand la Réserve fédérale des États-Unis a démarré un cycle de resserrement) par rapport à la période 2001–2004 (graphique III.11).

Les corrélations des rendements des actions se renforcent...

De plus, cette corrélation s'est encore accentuée pendant les périodes les plus récentes de volatilité généralisée (mai–juin 2006 et février–mars 2007). Bien que de telles corrélations doivent être interprétées avec prudence, elles pourraient indiquer que les marchés d'actions des économies émergentes sont peut-être plus exposés aux chocs externes que par le passé, en particulier pendant des périodes de forte volatilité des marchés.

Cependant, certains signes corroborent aussi l'idée que la plus grande intégration aux marchés mondiaux ne s'est pas accompagnée d'une augmentation de la volatilité des prix des actifs financiers des économies émergentes. Premièrement, l'accentuation des corrélations boursières est

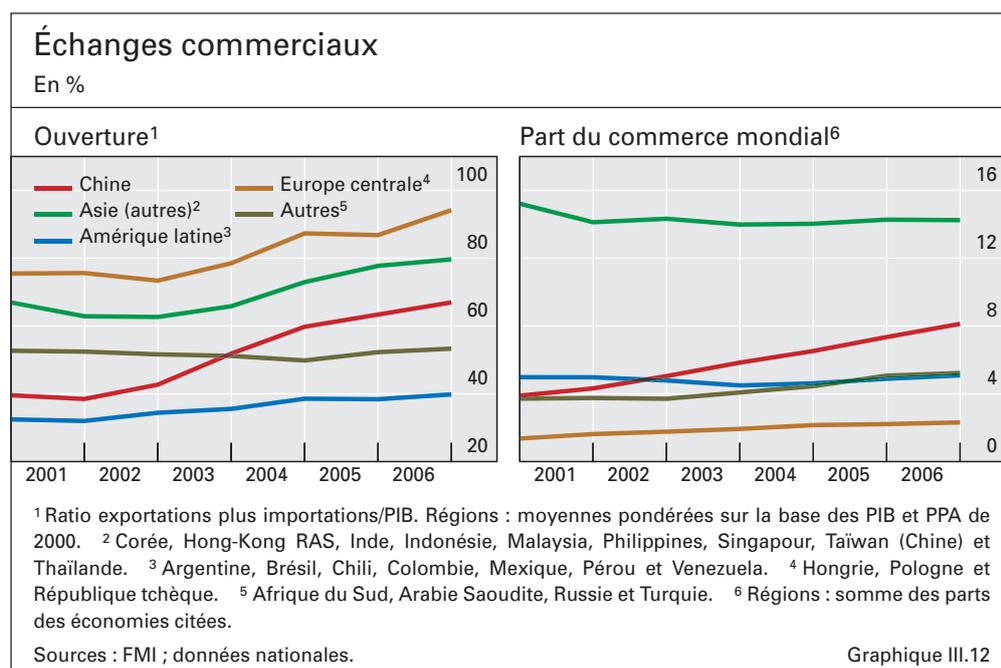
...mais la volatilité reste modérée



moins nette pour les obligations locales (graphique III.11). Deuxièmement, les ratios cours/bénéfices dans bien des économies émergentes ne paraissent pas élevés comparés aux marchés développés. Les ratios cours/bénéfices médians dans les économies émergentes s'établissaient récemment à 15 environ, ce qui est comparable à ceux de la zone euro, mais inférieur au ratio de 18 observé aux États-Unis. À noter, cependant, que la dispersion des ratios cours/bénéfices entre marchés émergents s'est considérablement accentuée ; elle a, en effet, à peu près triplé depuis la mi-2006. Les ratios sont donc sensiblement supérieurs dans certaines économies émergentes, notamment la Chine, où ils atteignaient 34 à la mi-mai 2007. Troisièmement, comme le montre le graphique III.10, la volatilité a, dans l'ensemble, reculé depuis la fin des années 1990, alors que les participations étrangères étaient plus réduites. À première vue, la participation étrangère n'aurait donc pas entraîné de hausse de la volatilité. Le fait qu'une baisse de la volatilité a été observée sur bien d'autres marchés oblige toutefois à nuancer le propos. Autrement dit, l'accroissement de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale pourrait encore avoir un gros impact sur les économies émergentes.

Échanges commerciaux de la Chine : synthèse des observations et conséquences

Depuis l'adhésion de la Chine à l'OMC, en décembre 2001, la part de ce pays dans les exportations mondiales a doublé, atteignant 8 % (graphique III.12). Parallèlement, la Chine est aussi devenue une des cinq premières destinations des exportations de l'Asie émergente, affirmant sa place comme plateforme manufacturière mondiale produisant des biens de consommation finale en important des biens intermédiaires et d'équipement. Cette évolution pose trois questions. Premièrement, quel est son impact sur les débouchés de ses



partenaires commerciaux ? Deuxièmement, en quoi l'exposition aux chocs externes de ces derniers a-t-elle changé ? Troisièmement, quelles sont les répercussions sur les politiques de change régionales ?

Modification des courants d'échanges

L'émergence de la Chine dans le commerce mondial présente trois caractéristiques. Premièrement, la Chine a délogé d'autres économies émergentes asiatiques des marchés des pays industriels avancés, tout en leur ouvrant un grand marché pour leurs marchandises. La part des économies industrielles avancées (États-Unis, Union européenne et Japon) dans les exportations de l'Asie émergente a eu tendance à se réduire (tableau III.3), tandis que celle des exportations chinoises vers les pays industriels avancés s'est renforcée (à l'exception notable du Japon). La part de la Chine dans les exportations des économies émergentes d'Asie a progressé de 13 % en 1996-2001 à 22 % en 2005-2006. La part des importations des économies émergentes d'Asie dans les importations chinoises est passée, dans le même temps, de 31 % à 35 %.

La Chine représente un marché important pour l'Asie...

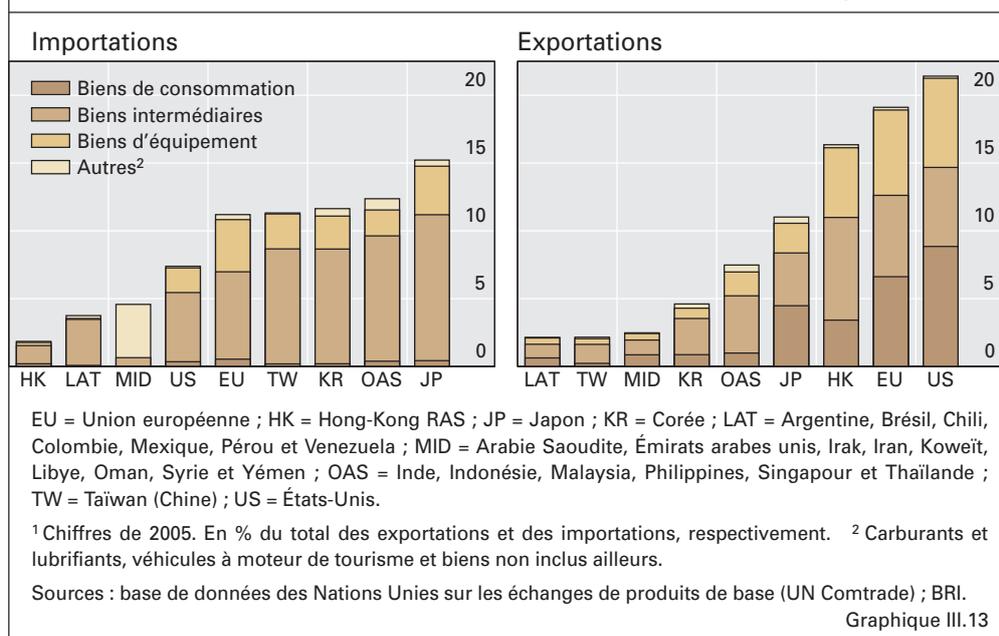
| Parts du commerce de l'Asie | | | | |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Moyenne, en % du total des exportations ou des importations | | | | |
| | Exportations | | Importations | |
| | 1996-2001 | 2005-06 | 1996-2001 | 2005-06 |
| Asie émergente hors Chine ¹ | | | | |
| États-Unis | 21,0 | 14,6 | 14,3 | 9,4 |
| Union européenne | 15,9 | 13,6 | 12,9 | 10,3 |
| Japon | 10,1 | 8,0 | 17,9 | 13,9 |
| Chine | 12,9 | 21,8 | 13,7 | 18,4 |
| Asie émergente hors Chine | | | | |
| Commerce régional ¹ | 25,2 | 26,4 | 24,4 | 26,5 |
| Amérique latine ² | 1,8 | 1,8 | 1,2 | 1,3 |
| Moyen-Orient ³ | 2,7 | 3,4 | 6,3 | 9,2 |
| Afrique ³ | 1,3 | 1,6 | 1,4 | 1,1 |
| Chine | | | | |
| États-Unis | 19,9 | 21,4 | 11,3 | 7,5 |
| Union européenne | 15,6 | 19,3 | 14,6 | 11,3 |
| Japon | 17,4 | 10,2 | 19,7 | 14,9 |
| Hong-Kong RAS | 20,2 | 16,0 | 4,6 | 1,6 |
| Asie émergente hors Chine et Hong-Kong RAS | 12,7 | 14,5 | 30,9 | 34,8 |
| Amérique latine ² | 1,7 | 2,4 | 2,2 | 3,9 |
| Moyen-Orient ³ | 2,6 | 3,3 | 3,0 | 5,3 |
| Afrique ³ | 1,7 | 2,3 | 1,6 | 3,2 |
| <i>Commerce intra-Union européenne</i> | <i>66,9</i> | <i>67,5</i> | <i>63,4</i> | <i>62,6</i> |

¹ Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ³ Selon les groupements régionaux du FMI.

Sources : FMI ; calculs BRI.

Tableau III.3

Chine : commerce par partenaire et type de biens échangés¹

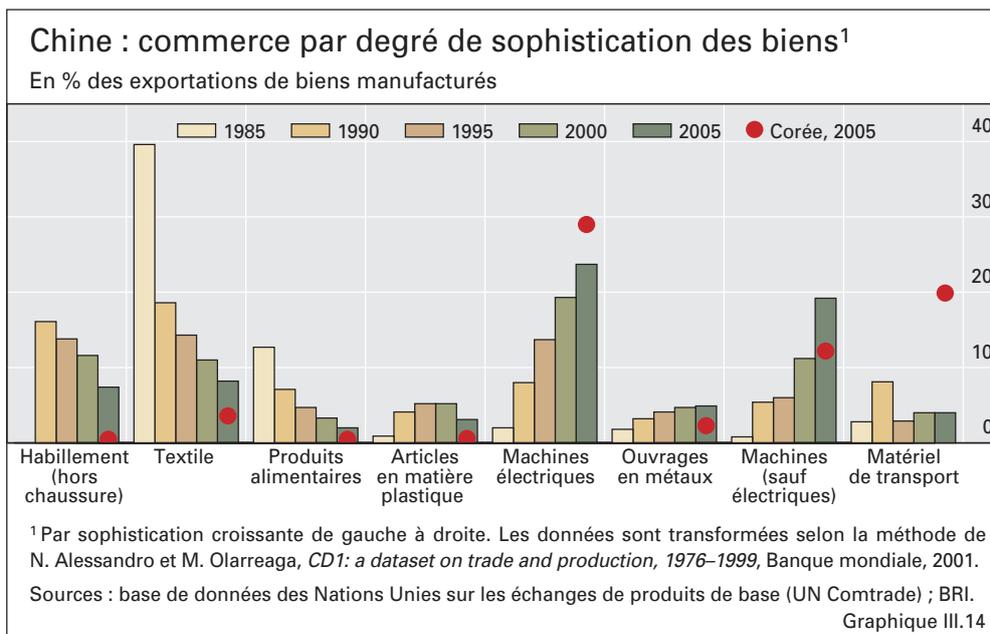


...ses importations étant, pour l'essentiel, des intrants destinés pour la production...

Deuxièmement, une part sensible des importations chinoises correspond à des intrants pour la production, en particulier dans le secteur d'exportation. Environ 70 % des importations chinoises se composent de biens intermédiaires, et 57 % de ces biens proviennent des économies émergentes d'Asie et du Japon (graphique III.13, cadre de gauche). Parallèlement, les biens de consommation et d'équipement représentent 72 % des exportations chinoises vers les États-Unis et 68 % de celles vers l'Union européenne. Ces chiffres témoignent d'une intégration verticale croissante du processus de production en Asie et traduisent des avantages concurrentiels spécifiques à un stade ou à un autre de la production. Par conséquent, les exportations de la Chine intègrent un degré comparativement élevé d'importations, ce qui réduit d'autant sa valeur ajoutée. De plus, les marges de distribution constituent souvent une part plus importante du prix de détail des biens de consommation finale exportés par la Chine. Ainsi, une poupée vendue \$20 aux États-Unis ne contient, selon les estimations, que 35 cents de valeur ajoutée par la main-d'œuvre chinoise.

...et elle joue un rôle majeur sur les marchés des produits de base

Comme le montre aussi le graphique III.13, les relations commerciales de la Chine s'étendent bien au-delà des réseaux de production en Asie. En particulier, les importations chinoises ont fortement contribué à la demande de produits de base en provenance du Moyen-Orient et d'Amérique latine, qui représentaient récemment environ 5 % et 3,3 %, respectivement, du total des exportations de ces régions. En Afrique, le chiffre correspondant est de 7 %. De plus, une proportion importante de la demande additionnelle pour les principaux produits de base peut être imputée à la Chine (à titre d'exemple, de 2004 à 2006, environ 37 % en moyenne de l'augmentation annuelle de la demande mondiale de pétrole). La Chine est, à présent, le deuxième importateur de pétrole en Asie, après le Japon, et sa demande devrait progresser de 5 à 7 % par an. La Chine est aussi le premier consommateur



mondial de produits de base comme le cuivre, le nickel et le zinc, et, compte tenu de sa forte demande, elle a eu un rôle déterminant dans la hausse de leur cours. Cette demande devrait sans doute persister pendant un certain temps, car la Chine en est encore aux premiers stades de son industrialisation, où il est particulièrement important d'investir dans les infrastructures.

Troisièmement, la Chine passe progressivement de l'exportation de produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre et moins sophistiqués à des biens à plus grande teneur technologique. De 1998 à 2005, la part des biens de consommation dans les exportations de produits finis a reculé de 48 % à 32 %, tandis que celle des biens d'équipement a augmenté de 15 % à 26 % (le reste se compose essentiellement de biens intermédiaires). La part des exportations manufacturières dans le total des exportations a également progressé, notamment dans le cas de biens plus élaborés comme les machines-outils (graphique III.14). L'incitation à augmenter le contenu technologique a été renforcée par l'annonce, en septembre 2006, que les dégrèvements d'impôts seraient abolis ou réduits pour certains produits d'exportation à faible valeur ajoutée, très polluants ou gros consommateurs de ressources. Les pouvoirs publics ont aussi fortement investi pour stimuler la recherche-développement en Chine, mais la protection insuffisante de la propriété intellectuelle dans ce pays reste un facteur dissuasif potentiel pour les opérations commerciales liées aux technologies avancées.

Passage à un niveau supérieur dans l'échelle des technologies

Conséquences à moyen terme : impact de la Chine sur le commerce

L'analyse qui précède donne à penser que l'impact de la Chine sur les débouchés commerciaux des autres économies émergentes est mitigé, car ce pays est potentiellement à la fois un concurrent et un nouveau client. Pour certains exportateurs de produits de base d'Amérique latine et d'Afrique, qui ne sont pas en concurrence avec la Chine, l'entrée de ce pays dans le système du commerce mondial présente de nets avantages sur le plan de l'amélioration

L'entrée de la Chine dans le commerce mondial présente des avantages pour certains...

des termes de l'échange, même si elle pourrait également avoir certains inconvénients dans la mesure où ces pays sont importateurs de pétrole. Les pays qui ont été supplantés par la Chine dans les activités à faible valeur ajoutée ou d'assemblage mais qui fournissent désormais à la Chine des intrants destinés à la production devraient aussi être avantagés. Par exemple, la concurrence de la Chine à l'encontre de la Corée pour l'assemblage d'ordinateurs personnels à destination des pays développés pourrait être largement compensée par un gonflement de la demande chinoise de composants d'ordinateurs personnels coréens comme les semi-conducteurs.

...mais peut constituer un défi pour d'autres

En revanche, les pays en concurrence avec la Chine pour les biens de consommation finale, qui ne peuvent pas compenser le phénomène par des ventes à la Chine d'intrants, verront leurs débouchés commerciaux réduits. La Chine a supplanté le Mexique et l'Amérique centrale pour la fourniture de textile et d'habillement aux États-Unis et elle s'affirme comme un concurrent pour les biens contenant de la technologie intermédiaire (appareils électroniques et électriques, ordinateurs et pièces détachées pour l'industrie automobile). D'autres pays ont été affectés, en partie, du fait même de leur politique nationale. À titre d'exemple : la Chine compte parmi les leaders mondiaux de la vente de vêtements sur les marchés internationaux, en concurrence directe avec l'Inde. Les importations chinoises de textiles de qualité pour produire ces biens ont augmenté, mais elles proviennent surtout du Japon et des nouvelles économies industrialisées, et non de l'Inde, qui est pourtant le deuxième producteur mondial de textile. Cela s'explique en partie par les restrictions imposées par les autorités indiennes aux exportations indiennes de textile.

La Chine importe peu pour sa consommation locale

Les opportunités commerciales à moyen terme créées par l'intégration mondiale de la Chine seraient bien plus grandes si la demande chinoise d'importations commençait à refléter sa propre demande intérieure de produits de consommation finale, y compris pour les produits en provenance de ses marchés d'exportation. Or, ce n'est pas encore le cas. Les biens de consommation finale ne représentent que 4 % du total des importations de la Chine et certains calculs donnent à penser que l'élasticité de la demande pour ses importations simples (celles non destinées à des opérations de transformation dans le secteur d'exportation) est insignifiante au regard de la dépense intérieure. La Chine apparaît aussi engagée dans la substitution à grande échelle de ses importations ; par exemple, elle vient de devenir autosuffisante pour la production d'acier.

On peut se poser la question connexe à moyen terme de savoir si la croissance rapide de la Chine et sa demande de produits de base et d'importations intermédiaires sont, elles-mêmes, tenables. Ses investissements très élevés risquent de soutenir des projets présentant des rendements faibles, voire négatifs. Dans les années 1980 et au début des années 1990, on a aussi observé, en Asie de l'Est, de forts taux d'investissement, qui ont atteint des sommets pendant la crise de 1997-1998.

Le surinvestissement menace la croissance...

Des signes récents portent à croire que l'accès plus facile au système financier officiel dont bénéficient les entreprises publiques chinoises encourage le surinvestissement et entraîne un recul de la rentabilité marginale

du capital. La productivité des entreprises publiques est, de fait, en gros 30 % inférieure à celle des entreprises privées. Selon certaines estimations, en allouant plus efficacement ses ressources, la Chine pourrait réduire le volume de ses investissements de 5 % du PIB et augmenter la consommation, sans sacrifier la croissance économique. Pour l'heure, les autorités cherchent à s'opposer aux investissements non productifs à l'aide de diverses mesures administratives, en freinant la croissance du crédit (parfois de manière sélective) et en resserrant la politique monétaire. Ces mesures du secteur public doivent cependant s'appuyer sur des forces du marché qui agissent également de façon efficace et rapide pour limiter les investissements non productifs. Il va de soi que plus ces mauvaises allocations des ressources persisteront, plus leurs éventuelles retombées seront significatives.

Une autre conséquence liée à la facilité d'accès au crédit aura été une forte concentration de l'exposition des banques à des entreprises publiques moins rentables. D'après les chiffres officiels, environ 40 % des entreprises publiques industrielles enregistrent des pertes. L'essentiel des bénéfices agrégés recensés est réalisé par un nombre limité d'entreprises, qui ont recours à l'autofinancement plutôt qu'aux emprunts bancaires. Une part importante des crédits accordés par les banques chinoises pourrait donc se transformer en prêts non productifs si l'économie du pays devait connaître un net ralentissement. Cela aurait sans doute aussi des conséquences notables sur le budget, sauf si les banques chinoises devenaient beaucoup plus rentables entre-temps.

Une préoccupation supplémentaire à moyen terme pour les concurrents les plus avancés sur le plan technologique, comme la Corée, est l'éventualité de se voir « dépossédés », sous l'effet de la tendance croissante à un transfert des emplois manufacturiers au profit de la Chine. Il y a pourtant quelques raisons de se montrer optimiste : bien que la Chine ait attiré la majeure partie des flux d'IDE à destination des économies émergentes, sa part a reculé, d'un sommet de 39 % en 2003 à 26 % en 2006. De plus, à l'exception notable du Japon, de Hong-Kong RAS et de Taiwan (Chine), la part de la production manufacturière dans le PIB n'a pas diminué dans les autres économies émergentes d'Asie depuis 1993. Néanmoins, cela n'exclut pas la possibilité que l'emploi dans le secteur manufacturier recule malgré tout, suite à des hausses de la productivité, comme cela semble s'être produit aux États-Unis et dans un certain nombre d'autres pays industriels avancés.

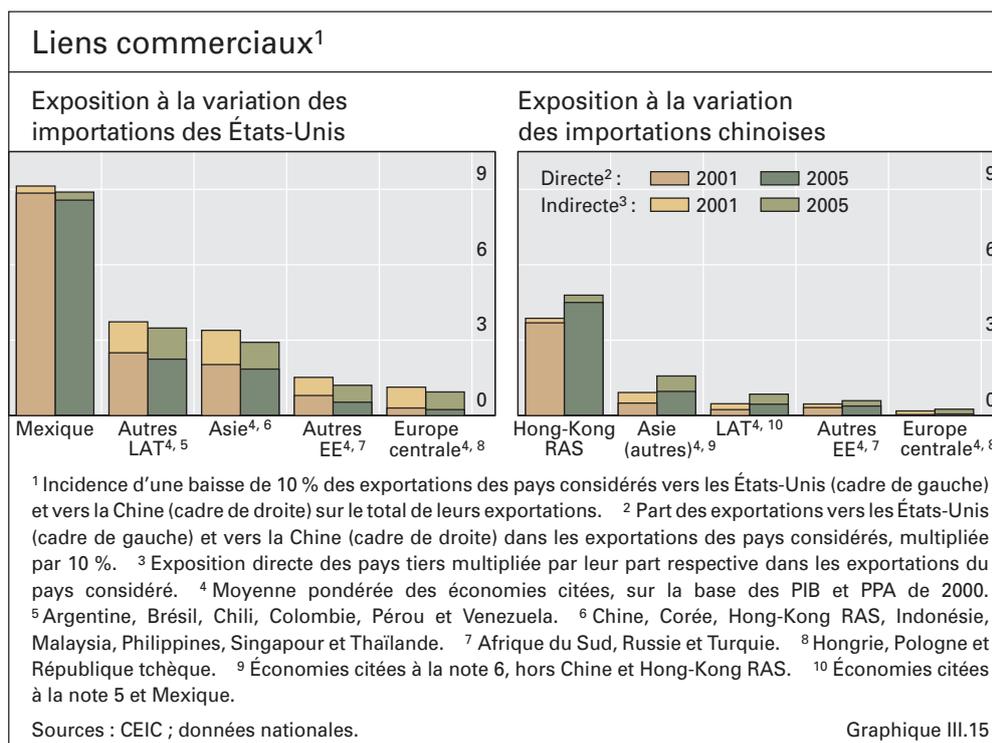
Exposition et résistance aux chocs en Asie (hors Chine)

L'importance croissante de la Chine dans le commerce mondial a modifié la façon dont les chocs de la demande étrangère sont transmis aux économies émergentes et a aussi influencé la structure des flux commerciaux correspondants. Un ralentissement aux États-Unis affecte les économies émergentes d'Asie en entraînant une diminution des exportations de ces économies vers les États-Unis (effet de demande directe), mais il a aussi, sur ces économies, un impact indirect par le biais des exportations chinoises aux États-Unis. Par exemple, un ralentissement de 10 % des importations américaines provoque directement une baisse de 1,5 % des exportations

...et fait courir un risque aux banques

Aucun effet de « dépossession » constaté

Effets marqués d'un ralentissement aux États-Unis...



coréennes. Cependant, le même choc réduit aussi les exportations chinoises de 2,1 %, ce qui provoque une nouvelle contraction des exportations de la Corée. Selon certaines hypothèses, ces effets indirects font reculer les exportations coréennes de 1,3 % supplémentaire (graphique III.15). Un ralentissement aux États-Unis pourrait, en outre, donner lieu à une dépréciation du dollar EU par rapport aux monnaies asiatiques, ce qui amplifierait encore les effets directs et indirects.

L'absence d'effet des modifications de la demande intérieure, évoquée précédemment, sur les importations chinoises de produits de consommation finale montre qu'un ralentissement en Chine aurait des incidences moindres sur les économies asiatiques qu'un ralentissement aux États-Unis. Cependant, cela donne aussi à penser que la protection que pourrait apporter la Chine aux économies asiatiques en cas de choc négatif mondial de la demande serait plus limitée.

Incidences sur les politiques de change

Le développement de liens commerciaux va probablement avoir un impact sur les politiques de change, mais les répercussions précises dépendront de l'ampleur de la concurrence commerciale directe, des échanges à travers les réseaux de production et de la synchronisation correspondante des cycles d'activité. Ainsi, une augmentation de la demande américaine d'exportations chinoises en situation d'équilibre exigerait une appréciation du renminbi par rapport au dollar. L'effet sur les taux de change des voisins asiatiques de la Chine dépendrait de l'intensité de la concurrence qu'ils livrent à la Chine ou de leur participation à un réseau de production (verticalement intégré) avec elle.

D'un côté, dans la mesure où les voisins de la Chine sont en concurrence avec elle sur des marchés tiers, ils souhaiteraient voir leur monnaie se

...ou effets moindres d'un ralentissement en Chine

Étant donné l'appréciation du renminbi par rapport au dollar EU...

déprécier par rapport au renminbi. En témoigne, par exemple, l'indicateur de chevauchement des biens exportés : la concurrence entre la Chine et la Thaïlande s'est accrue, passant de 50 % en 1998 à 55 % en 2005 ; entre la Chine et la Corée, de 44 % à 56 %, pendant la même période. En revanche, la Chine n'est pas du tout en concurrence avec la plupart des pays d'Amérique latine (en dehors du Mexique).

...les concurrents de la Chine préféreraient dévaluer par rapport au renminbi...

D'un autre côté, dans la mesure où ses voisins asiatiques sont liés à la Chine par des réseaux de production (*supra*), la demande de leurs exportations à destination de la Chine ne pourra qu'augmenter. Pour éviter des déséquilibres externes ou une surchauffe, les voisins asiatiques de la Chine sont incités à laisser leur monnaie s'apprécier parallèlement au renminbi. L'accentuation de la synchronisation des cycles d'activité résultant des réseaux de production pourrait donc, de manière générale, resserrer le lien entre les monnaies de l'Est asiatique et le renminbi. Cet effet pourrait être atténué dans la mesure où les flux commerciaux ne sont pas sensibles aux taux de change.

...une plus grande synchronisation pouvant encourager un alignement sur l'évolution du renminbi

L'émergence de la Chine en tant que grand pays commercial a déjà eu un fort impact sur l'économie mondiale. La façon dont ce pays parviendra à une croissance tenable ne sera pas sans conséquences pour le reste de la planète.

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits marquants

L'orientation monétaire s'est généralement resserrée dans les pays industriels avancés durant la période sous revue. Les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs, essentiellement en réaction à l'accroissement du degré d'utilisation des ressources, dans le contexte d'une expansion de la demande mondiale et de la menace concomitante de tensions inflationnistes. La cherté des produits de base, du pétrole brut surtout, au début de la période, a renforcé les craintes d'une répercussion des tensions à court terme sur les anticipations d'inflation à long terme.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a maintenu le statu quo sur l'essentiel de la période, devant le tassement de l'activité économique et l'atténuation des risques inflationnistes. Néanmoins, une modération de l'inflation sous-jacente paraissait de plus en plus hypothétique. La BCE a resserré sensiblement les conditions monétaires, en raison notamment de la diminution des capacités inutilisées et d'une vive expansion de la masse monétaire et du crédit. Pour la Banque du Japon, la situation était différente. Les obstacles structurels à la croissance étant levés, l'économie nipponne a présenté des signes plus tangibles d'une reprise soutenue. La banque centrale a invoqué son nouveau cadre d'analyse monétaire reposant sur deux perspectives pour justifier les deux relèvements de son taux directeur, qui restait encore très bas à la fin de la période.

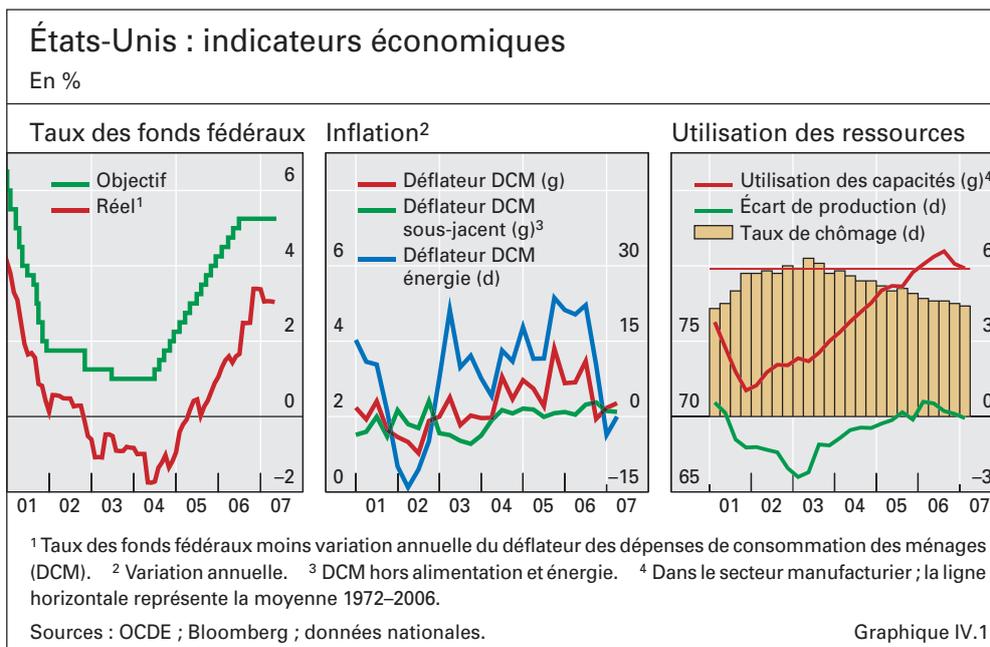
Les banques centrales des autres pays industriels avancés ont généralement resserré leur orientation monétaire pour faire face à diverses forces internes et externes. La Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande ont rehaussé leurs taux directeurs, déjà relativement hauts, l'inflation étant parfois jugée un peu élevée. Les banques centrales de Norvège, de Suède et de Suisse ont quelque peu normalisé leurs taux directeurs qui, au départ, étaient relativement bas.

Malgré la hausse des taux directeurs et le maintien de l'inflation à un niveau bas dans l'ensemble, d'aucuns se sont inquiétés de la rapide expansion de la monnaie et du crédit, en raison notamment du débat actuel sur le rôle de ces agrégats dans la conduite de la politique monétaire. La dernière partie du présent chapitre évalue les différents points de vue alimentant le débat, à la lumière de l'expérience acquise par les banques centrales ces trente-cinq dernières années.

Synthèse des évolutions

États-Unis

La Réserve fédérale a, dans un premier temps, réduit le degré d'accommodation monétaire par un 17^e relèvement de 25 pb du taux-objectif des fonds fédéraux,



porté à 5,25 % en juin 2006, et maintenu par la suite (graphique IV.1). La stabilité du taux ne traduit toutefois pas les risques auxquels les autorités ont eu à faire face, compte tenu des perspectives changeantes de l'économie et de l'inflation. Pendant la majeure partie de la période, la grande question pour la Réserve fédérale était de déterminer la pertinence de nouvelles actions, essentiellement dans le sens d'un resserrement, pour assurer une baisse progressive de l'inflation sous-jacente et la soutenabilité de la croissance. Toutefois, devant la modération de l'activité, la crainte d'une surchauffe s'est peu à peu dissipée. Les résultats ultérieurs ont, dans l'ensemble, conforté l'avis de la Réserve fédérale selon lequel les hausses antérieures des taux induiraient un ralentissement de l'économie, marché du logement en tête.

Fin 2006–début 2007, les données macroéconomiques ont particulièrement pesé sur son évaluation des perspectives de croissance. Face à des forces contraires, l'orientation de la politique monétaire est devenue plus délicate à déterminer. Si la poursuite des ajustements dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt a contribué à une modération encourageante de l'activité, des perturbations grandissantes sur le marché hypothécaire de moindre qualité ont fait craindre une contraction plus générale dans le secteur du logement (chapitre II). Les modestes répercussions sur les autres marchés et sur la propension des ménages à dépenser ont conforté, dans une certaine mesure, l'impression que les éventuelles retombées seraient brèves. Dans ce contexte, la morosité quelque peu atypique de l'investissement en capital fixe (malgré la faiblesse des primes de risque, la solidité des bénéficiaires et l'expansion modérée de la demande globale) a toutefois pris davantage d'importance dans l'évaluation des risques pour la croissance.

Dans le même temps, la Réserve fédérale a exprimé ses préoccupations devant le niveau élevé de l'inflation sous-jacente, craignant une hausse des anticipations. Si la cherté de l'énergie et des autres produits de base a contribué au ralentissement de l'activité, elle a aussi influencé l'indice général

La Réserve fédérale a encore resserré son orientation, avant de marquer une longue pause

L'activité économique s'est modérée...

...mais l'inflation est restée élevée

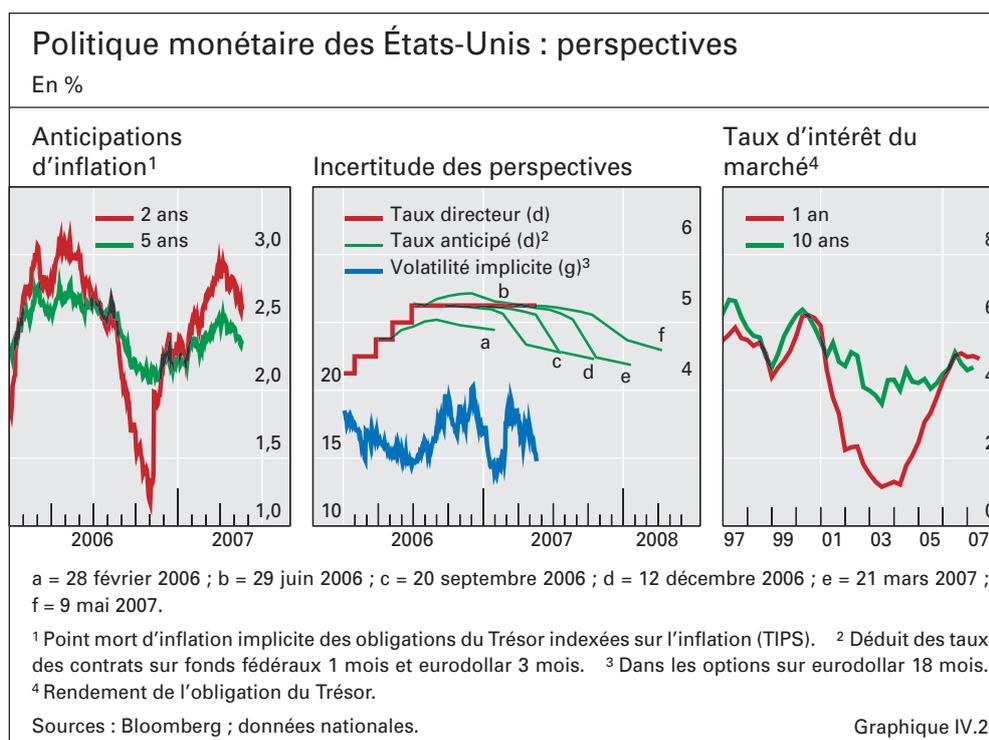
des prix et a semblé se transmettre progressivement à l'inflation sous-jacente, surtout en 2006. Même si les tensions sur les prix de l'énergie se sont apaisées en fin d'année, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) craignait de plus en plus que l'inflation sous-jacente dépasse le niveau compatible avec une croissance soutenable et des prix stables à moyen terme. Tout en tablant sur une modération de l'inflation sous-jacente, le CFOM a également tenu compte de la possibilité que cette dernière ne diminue pas autant que prévu, les anticipations pouvant alors s'ancre à un niveau trop élevé (graphique IV.2) – d'autant que le marché du travail est devenu de plus en plus tendu et que les pressions salariales se sont intensifiées dans certains secteurs. En outre, si l'on en juge par l'aplatissement observé de la courbe de Phillips de court terme, la lutte contre l'inflation pourrait entraîner un coût en termes de production plus élevé que par le passé.

Une orientation monétaire plus incertaine et dépendante des informations...

Par ailleurs, la politique de communication de la Réserve fédérale a évolué. L'orientation monétaire dépendant de plus en plus d'informations statistiques, le CFOM a noté que le caractère plus subordonné de ses déclarations rendrait ses décisions sur les taux plus difficiles à anticiper. Si cette évolution n'a pas altéré la transparence du CFOM, elle a néanmoins affecté les marchés financiers, ce qu'illustrent les fluctuations des projections à 6 mois des taux directeurs, inférées des contrats à terme sur fonds fédéraux pour 2007. Toutefois, au vu de la volatilité implicite des options, l'incertitude générale est restée historiquement faible (graphique IV.2).

...surtout concernant l'évolution de l'inflation

Vers la fin de la période, les marchés ont estimé que l'orientation à court terme du taux des fonds fédéraux était un peu plus incertaine qu'elle ne l'avait été en moyenne ces dernières années. D'une part, tant que l'inflation sous-jacente a continué d'approcher, ou même de dépasser, la limite



supérieure de la zone de confort définie par le Comité, ce dernier s'est réservé la possibilité de relever les taux ou de rallonger la période durant laquelle le niveau actuel serait maintenu. D'autre part, si la modération attendue de l'inflation sous-jacente se réalisait sans révision du taux directeur, ou si l'économie ralentissait davantage qu'anticipé, les taux s'ajusteraient probablement à la baisse. Et pourtant, ces incertitudes à court terme n'ont pas semblé avoir d'incidence sensible sur les taux longs, qui sont restés bas, se maintenant à l'intérieur d'une marge étroite autour de 5 %.

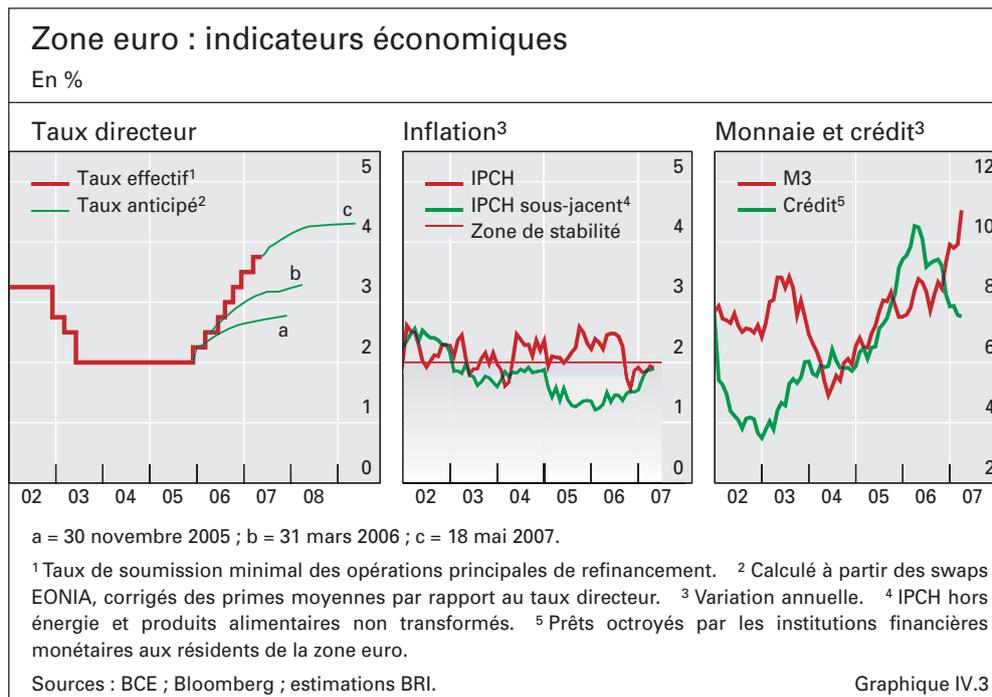
Zone euro

La BCE a fortement resserré sa politique monétaire sur la période. Elle a procédé à cinq relèvements de 25 pb, qui ont porté son taux directeur à 3,75 %, poursuivant le processus de normalisation amorcé fin 2005. Avant cela, en rehaussant son taux à 2,5 %, elle avait mis fin à deux ans et demi de stabilité, au niveau historiquement bas de 2 % (graphique IV.3). Le resserrement était surtout motivé par l'apparition de signes d'un possible réveil de l'inflation, révélés par l'analyse tant économique que monétaire de la BCE, même si l'inflation effective restait bien maîtrisée. La BCE continuait néanmoins de considérer son orientation comme plutôt accommodante en fin de période. Les marchés ont semblé tabler sur un nouveau relèvement en 2007, qui porterait le taux directeur à environ 4,25 %, soit quelque 75 pb de plus que le plafond escompté un an auparavant.

La BCE a continué de relever ses taux...

Les anticipations des intervenants sur l'orientation des taux directeurs ont été révisées à la hausse, en grande partie parce que l'activité économique présentait un rythme et une dynamique plus vigoureux que prévu, risquant d'accentuer les tensions inflationnistes. La croissance du PIB réel en 2006 a dépassé la limite supérieure de la fourchette de prévisions établie par la BCE

...en raison de la vigueur de l'activité économique...



plus tôt dans l'année. En outre, les projections de croissance de la production pour 2007 ont été corrigées à la hausse (+0,5 point de pourcentage).

...alors même que l'inflation baissait

L'inflation IPCH a diminué sur la période pour s'établir, en mars, à 1,9 %, niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix de la BCE – à savoir un taux tout juste inférieur à 2 %. L'inflation sous-jacente est restée modérée, mais a augmenté. Selon la BCE, l'inflation affichée devrait se maintenir dans une fourchette centrée légèrement au-dessous de 2 % en 2007 et sur 2 % en 2008 ; néanmoins, des risques pèsent sur la stabilité des prix. Premièrement, la vive progression de la production ayant coïncidé avec la chute du chômage à des niveaux historiquement bas, une accélération des hausses de salaires serait à craindre (chapitre II). Deuxièmement, il conviendrait de prendre en compte la possibilité d'un nouveau renchérissement du pétrole ou d'une augmentation supplémentaire des prix administrés et des impôts indirects.

La chute du chômage...

...et la vive expansion de la masse monétaire ont signalé des risques d'inflation

L'analyse monétaire de la BCE a confirmé les risques d'une poussée de l'inflation. La croissance annuelle de M3 s'est accélérée, atteignant 10,9 % en mars, son plus haut niveau depuis le passage à l'euro. Par ailleurs, contrairement aux années précédentes, cette rapide progression n'a pas semblé être due à un désengagement vis-à-vis des placements à long terme, mais plutôt aux efforts des intermédiaires pour financer l'expansion toujours soutenue des actifs. Le total des créances bancaires envers les résidents de la zone euro, en mars, était supérieur de 7,7 % à son niveau d'un an auparavant. L'augmentation toujours vive des agrégats de monnaie et de crédit s'explique par le niveau généralement bas des taux d'intérêt, la solidité de l'expansion économique et le dynamisme de l'immobilier dans diverses régions de la zone euro, dont l'ensemble nécessite, selon la BCE, un étroit suivi.

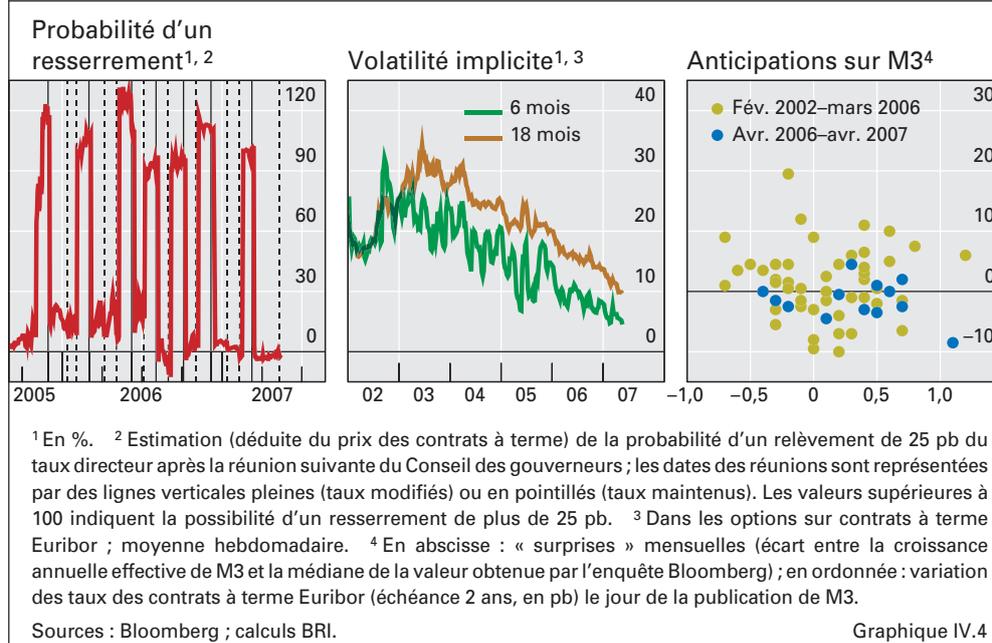
Les marchés ont anticipé correctement les décisions sur les taux directeurs...

La réaction des marchés financiers a reflété les succès et les difficultés de la stratégie de communication de la BCE. La banque centrale a cherché à être raisonnablement prévisible dans ses décisions à court terme, et elle y est globalement parvenue. Les intervenants ont pu anticiper ses relèvements avec une relative précision lors de l'épisode de resserrement monétaire (graphique IV.4). Suite aux déclarations prononcées après chaque réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, la probabilité d'un relèvement lors de la réunion suivante, implicite dans les contrats à terme sur taux, s'envolait à 100 % ou tombait à quasiment zéro, restant proche de ces valeurs jusqu'à la décision suivante, qui a chaque fois été correctement anticipée. Le caractère prévisible de la politique monétaire à court terme pourrait avoir contribué à la chute de la volatilité implicite de l'Euribor à des niveaux historiquement bas. Toutefois, des baisses similaires ont également été observées dans un éventail plus large d'indicateurs d'incertitude sur les marchés financiers (chapitre VI).

...mais sont restés indifférents aux annonces concernant M3

La BCE reconnaît néanmoins qu'il a été difficile de faire clairement comprendre comment ses décisions prennent en compte l'expansion de la masse monétaire. En fait, les intervenants semblent ne pas avoir prêté grande attention aux publications statistiques concernant M3, malgré les messages répétés de la BCE signalant l'importance accordée à la forte accélération de l'agrégat dans son évaluation des risques de reprise de l'inflation. L'effet sur

Communication de la BCE et incertitude du marché



les contrats à terme des taux courts, notamment, n'a pas été particulièrement sensible le jour de l'annonce que le taux de croissance annuel de la masse monétaire était supérieur ou inférieur aux anticipations des marchés. Toutefois, on ignore si cela tient à des difficultés de communication ou si le lien entre ce type d'annonce et les contrats à terme sur taux est, par nature, trop épisodique et tributaire de l'évolution d'autres facteurs pour qu'une réaction significative soit observée.

Japon

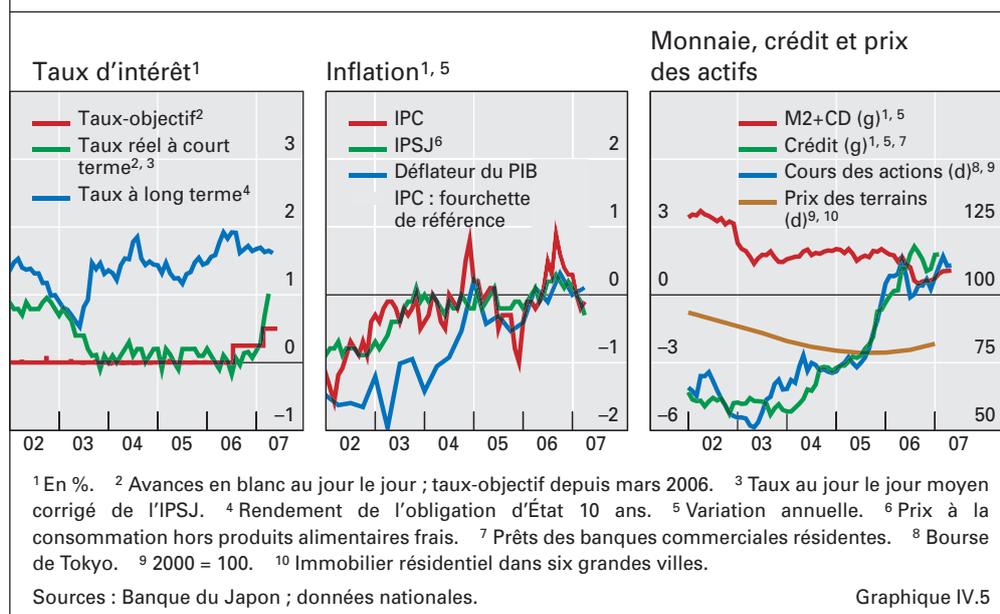
Afin de préserver des conditions de financement favorables, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur à un très bas niveau. Néanmoins, devant la réduction des capacités non utilisées et une moindre pression déflationniste, elle a procédé à deux relèvements, mettant ainsi fin à sa politique de taux zéro. Elle a porté son taux-cible à environ 0,25 % en juillet 2006, puis à quelque 0,5 % en février 2007 (graphique IV.5). Selon elle, ces relèvements, ainsi que les anticipations de nouvelles hausses graduelles, cadraient avec l'objectif de croissance soutenable et de prix stables.

La fin de la politique de taux zéro s'explique en grande partie par un contexte macroéconomique de plus en plus favorable, caractérisé par l'amélioration de la situation financière des entreprises, des ajustements structurels au sein du système financier et une accélération de l'inflation début 2006. Les efforts réalisés par les entreprises depuis plusieurs années pour réduire les surcapacités en termes de production et de main-d'œuvre et le surendettement semblent achevés. Après avoir accompli des progrès notables pour alléger sa charge chronique de prêts improductifs, le système financier donnait des signes probants d'un retour à des conditions de prêt normales. La Banque du Japon a en outre interprété l'expansion des agrégats monétaires

La Banque du Japon a maintenu ses taux à un bas niveau...

...malgré l'abandon de sa politique de taux zéro

Japon : indicateurs économiques



larges et du crédit comme un signe de la confiance croissante dans le retour longtemps attendu à la stabilité du système financier.

Mise en œuvre d'un nouveau cadre monétaire

Le modeste relèvement du taux directeur a en outre illustré la façon dont la Banque du Japon a mis en pratique son nouveau cadre d'analyse monétaire reposant sur deux perspectives adoptées en mars 2006 (76^e Rapport annuel). La première perspective porte sur l'évolution de la production et de l'inflation à l'horizon 1–2 ans. La seconde met l'accent sur les risques, et les coûts y afférents, à un horizon plus lointain. Cette approche signifie que la politique monétaire pourrait être resserrée même dans des situations où les risques de poussée de l'inflation à court terme sont jugés négligeables.

Le premier relèvement a illustré l'importance tant de la première perspective...

La première perspective a fortement pesé dans la décision de juillet 2006 de porter le taux directeur à 0,25 %. La Banque du Japon tablait alors sur la poursuite de l'accroissement de la demande intérieure et extérieure, qui entraînerait tout naturellement une augmentation du taux d'utilisation des capacités et un allègement des pressions à la baisse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie début 2006, l'inflation affichée, comme l'indice sous-jacent, est devenue positive, s'établissant vers le milieu de la fourchette-cible de la Banque du Japon, à savoir 0–2 %.

...que de la seconde

La seconde perspective a également joué un rôle dans ce premier relèvement. Le Conseil de politique monétaire redoutait les éventuelles conséquences à long terme d'une mauvaise allocation des ressources si les taux d'intérêt étaient maintenus à un niveau trop bas pendant trop longtemps. Il craignait notamment que les entreprises, partant de l'hypothèse non réaliste que ces conditions de financement accommodantes seraient maintenues, se lancent dans de nouveaux projets, sans tenir compte de l'évolution probable de l'activité économique et des prix. Tout en reconnaissant qu'il y avait peu de signes tangibles d'un surinvestissement, la Banque du Japon a

néanmoins pris en compte cette possibilité dans sa décision. Non maîtrisée, une mauvaise affectation des ressources menace sérieusement la soutenabilité de la croissance. En un sens, l'objectif n'était pas en soi de prévenir une surchauffe de l'économie, mais d'éviter que ne se répète l'épisode de la fin des années 1980.

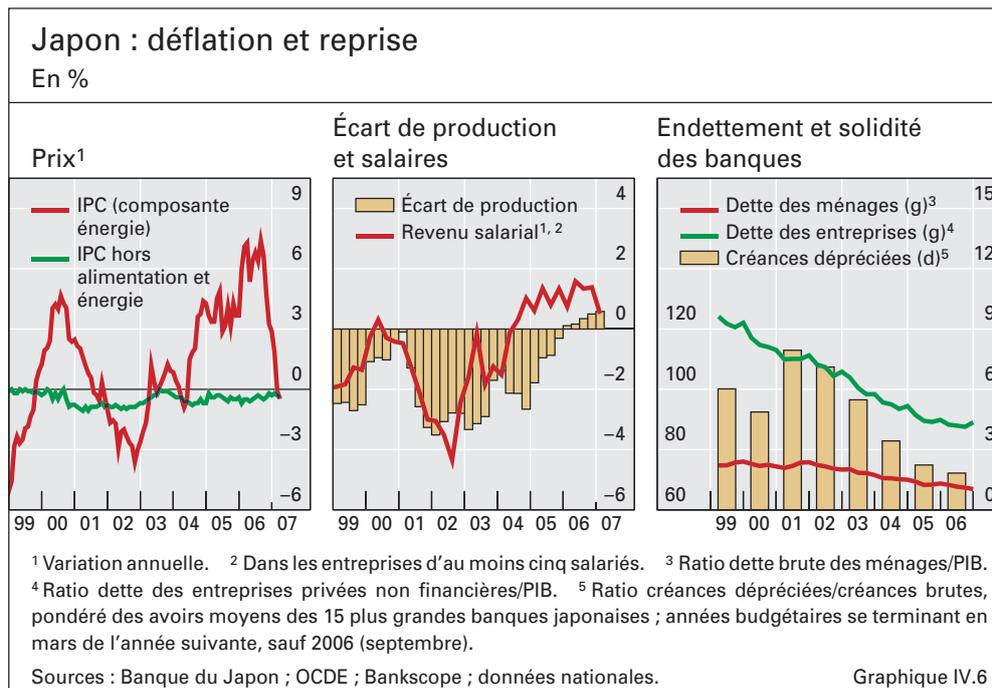
Le deuxième relèvement de taux au début de 2007 illustre encore plus clairement l'importance de la seconde perspective. À cette occasion, la Banque du Japon a constaté que la première perspective ne justifiait guère un nouveau resserrement. L'activité économique se raffermissait, mais l'inflation sous-jacente fléchissait, la décélération à court terme des prix de l'énergie s'étant confirmée. Les prix à la consommation, hors énergie, n'augmentaient pas notablement. Néanmoins, les risques de déflation n'étaient plus source de grande préoccupation, en partie parce que le Conseil de politique monétaire voyait dans l'augmentation du taux d'utilisation des capacités et dans la poursuite attendue de l'essor de l'activité des facteurs de tensions durables sur les prix. En outre, les coûts liés à une déflation modérée étaient jugés désormais bien plus faibles, en raison de l'amélioration des fondamentaux économiques et financiers. Début 2007, la production s'accroissait, les revenus des salariés augmentaient, les prix des actifs s'inscrivaient en hausse, les banques prêtaient et l'endettement des ménages et des entreprises s'était considérablement replié après les sommets des années 1990 (graphique IV.6). Enfin, il est apparu de plus en plus clairement que la récente baisse de l'IPC tenait à la déréglementation, à la mondialisation et à d'autres chocs d'offre positifs et qu'elle était donc d'une autre nature que la déflation découlant d'une insuffisance de la demande.

En fait, le Conseil de politique monétaire estimait surtout qu'il était nécessaire de resserrer son orientation pour éviter une situation intenable,

Le deuxième relèvement était fondé sur la seconde perspective

Risque à court terme de baisse des prix...

...mais crainte d'un surinvestissement à long terme



autrement dit, la possibilité d'un surinvestissement devenant non rentable. En février, il a pris la décision, quasiment à l'unanimité, de porter son taux-cible à 50 pb – un niveau très bas, mais néanmoins le plus élevé en dix ans. En fait, plusieurs membres du Conseil avaient déjà voté en faveur d'un relèvement dès janvier. En procédant à ce deuxième relèvement, la Banque du Japon n'a pas semblé tenir compte des opérations de *carry trade* ni de certains signes isolés d'envolée du prix des terrains.

Les marchés ont anticipé les mesures

Ces deux relèvements étaient largement anticipés : les marchés financiers ont réagi de façon modérée et les taux d'intérêt nominaux à long terme sont restés stables. La Banque du Japon a vu dans la faiblesse des réactions le signe que, grâce à l'adoption de son nouveau cadre de politique monétaire et aux efforts de communication entrepris à cet égard, elle avait réussi à clarifier ses intentions auprès des marchés. Et cela en dépit d'une certaine volatilité passagère, début janvier, quand les intervenants avaient, à tort, anticipé une décision sur les taux.

Poursuite de la politique accommodante attendue

À la fin de la période analysée, la Banque du Japon a indiqué qu'elle maintiendrait son taux à un très faible niveau pour conserver des conditions accommodantes et qu'elle le relèverait sans doute de manière mesurée si la conjoncture le justifiait.

Pays à objectif d'inflation

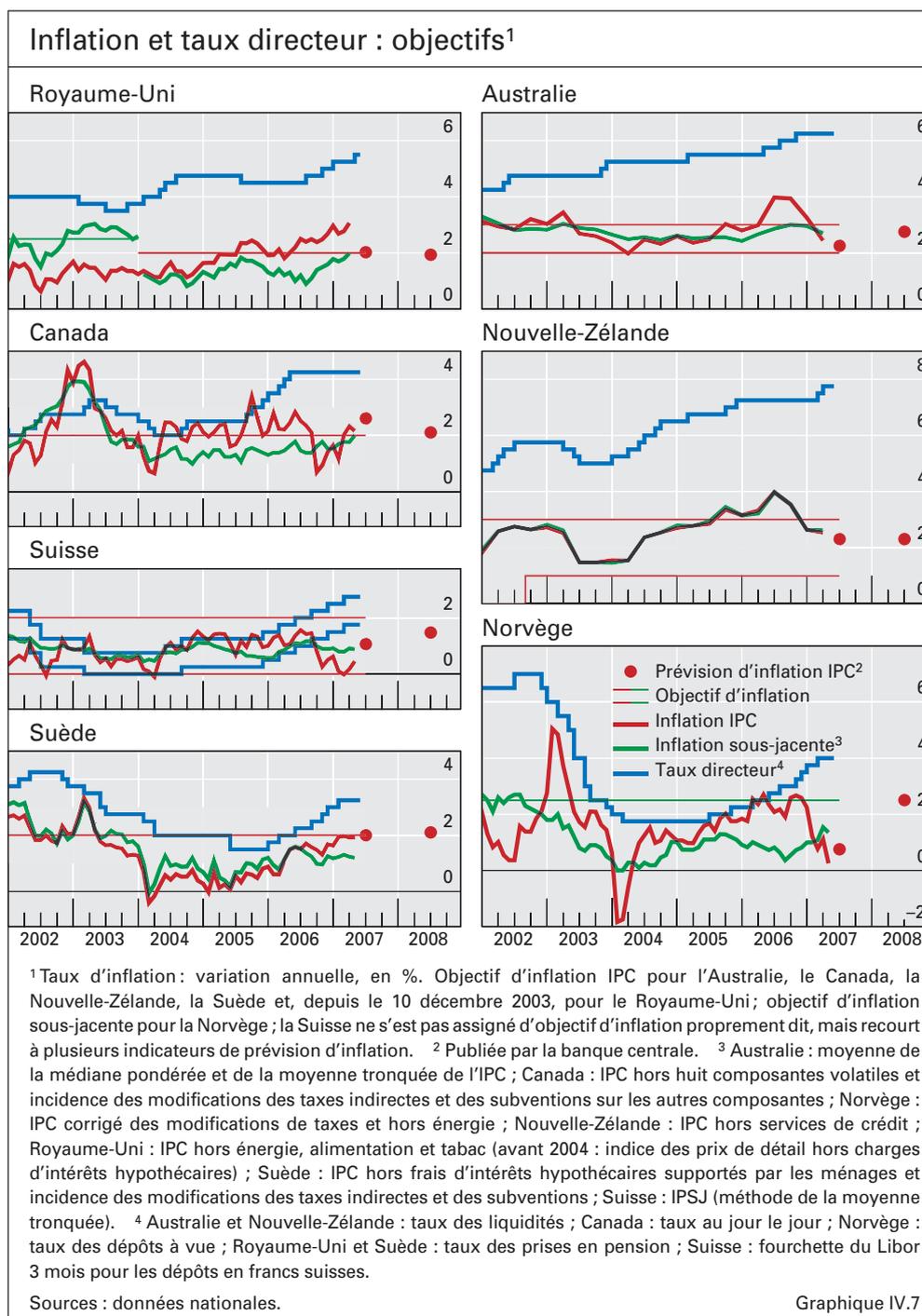
Les banques centrales ont relevé leurs taux

Les pays se fixant un objectif d'inflation chiffré ont relevé leurs taux directeurs pendant la période examinée, à des moments et à des degrés différents toutefois (graphique IV.7), sur fond d'expansion de l'économie mondiale et de cherté des produits de base. L'activité a été généralement soutenue sur le plan intérieur, la plupart des économies enregistrant des tensions inflationnistes, en raison de capacités productives excédentaires plus restreintes et d'un marché du travail plus tendu. L'inflation est néanmoins restée modérée dans l'ensemble, en partie grâce à l'évolution favorable des prix des biens de consommation importés.

Les perspectives mondiales étaient incertaines...

À des degrés divers, les banques centrales de ces pays ont exprimé quatre préoccupations. Premièrement, l'incertitude sur les perspectives de l'économie mondiale est restée élevée, même si l'évolution prévue était jugée largement favorable. Il était en effet difficile d'évaluer avec certitude le plein impact d'un resserrement monétaire dans les grands pays industriels avancés, en particulier l'incidence sur l'évolution de la structure de la demande aux États-Unis, surtout sur le marché du logement. Deuxièmement, la vigueur inattendue de la demande intérieure a suscité des craintes de hausse des prix et de tensions sur les coûts, dans un contexte de cherté générale de l'énergie et d'autres produits de base. Troisièmement, la vive expansion de la monnaie au sens large et du crédit dans certains pays, surtout pour ceux dont les cours des actions et les prix du logement s'envolaient, indiquait deux scénarios possibles. À court terme, la vigueur de la demande intérieure faisait craindre un réveil de l'inflation. À plus long terme, le risque d'une brusque inversion des prix des actifs menaçait, pour certains, la croissance. Quatrièmement, les déséquilibres mondiaux sont restés amples et les mouvements de capitaux

...mais la vigueur de la demande intérieure et l'expansion de la masse monétaire ont indiqué des tensions inflationnistes



associés aux opérations de *carry trade* ont persisté, faisant peser sur les cours de change et l'activité économique la menace d'ajustements désordonnés.

Face à ces menaces, les banques centrales qui, au début de la période, affichaient des taux directeurs relativement élevés – en Australie, au Canada, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni – ont jugé un nouveau resserrement nécessaire.

Au début de la période, la Banque du Canada a relevé à deux reprises son taux directeur de 25 pb, pour le porter à 4 % en avril 2006, puis à 4,25 % en mai, niveau auquel elle l'a ensuite maintenu malgré un réveil de l'inflation

Le Canada...

début 2007, l'évolution de l'activité économique concordant avec les prévisions et le dérapage des prix restant modéré.

...la Nouvelle-Zélande...

La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a porté son taux des liquidités à 7,5 % en mars 2007 et à 7,75 % en avril, après l'avoir laissé inchangé à 7,25 % depuis décembre 2005. Il s'agit du taux directeur le plus élevé parmi les économies faisant l'objet du présent chapitre. L'essor de la demande intérieure a été favorisé par un regain d'activité sur le marché du logement et par l'orientation expansionniste de la politique budgétaire. En outre, prenant en compte le risque d'une inflation forte à moyen terme, la banque centrale a indiqué qu'un nouveau resserrement pourrait être nécessaire.

...l'Australie...

La Banque de Réserve d'Australie a procédé, en 2006, à trois relèvements de 25 pb, faisant passer son taux directeur de 5,5 % à 6,25 %. Les revenus et la dépense ont été dynamisés par la cherté des produits de base, les capacités excédentaires ont été limitées et le marché du travail est demeuré tendu. L'IPC, affiché et sous-jacent, était égal ou supérieur à l'objectif à moyen terme de la banque centrale durant l'essentiel de la période. Si l'IPC affiché est revenu dans la bande-objectif à la fin de la période, les risques d'inflation à moyen terme étaient encore jugés importants.

...et le Royaume-Uni ont augmenté encore quelque peu leurs taux, qui étaient déjà élevés

La Banque d'Angleterre a fait passer son taux des prises en pension de 4,5 % à 5,5 % en quatre relèvements entre août 2006 et mai 2007. La vigueur de la demande intérieure a encore réduit les capacités excédentaires, alors que l'IPC s'est établi juste au-dessus de 3 %, obligeant la banque centrale à adresser une lettre d'explication au chancelier de l'Échiquier. Les autorités craignaient de plus en plus que la vive expansion des agrégats de monnaie au sens large et de crédit ainsi que l'envolée des prix des actifs soient des signes de tensions inflationnistes. Elles prévoyaient néanmoins un lent retour de l'inflation affichée à son objectif sous l'effet du resserrement.

Au début de la période, les banques centrales de Norvège, de Suède et de Suisse affichaient des taux directeurs relativement bas par rapport aux autres pays à objectif d'inflation. Même si aucune d'entre elles ne prévoyait que le taux d'inflation dépasse l'objectif à l'horizon 1-2 ans, elles ont continué le processus de normalisation devant la poursuite de la croissance et les perspectives d'une hausse graduelle de l'inflation.

La Norvège...

À partir de mai 2006, la Banque centrale de Norvège a procédé à six relèvements de 25 pb, faisant passer son taux des dépôts à vue de 2,5 % à 4 %. Même si l'inflation restait bien inférieure à l'objectif, la croissance était bien engagée depuis l'été 2003, et les capacités excédentaires déjà limitées continuaient de s'amenuiser. L'emploi a rapidement augmenté et, au vu de signes d'accélération de la hausse des salaires, on s'attendait à une montée progressive de l'inflation sous-jacente. La banque centrale a indiqué que son taux devrait atteindre 5 % d'ici fin 2007, pour le dépasser ultérieurement.

...la Suède...

En raison de la croissance soutenue de l'activité, la Banque de Suède a fait passer son taux des prises en pension de 2 % en juin 2006 à 3,25 % en février 2007, en cinq relèvements consécutifs. Toutefois, l'inflation est restée proche de l'objectif de 2 %, sous l'effet de pressions à la baisse exercées par les prix d'importation, dont ceux de l'énergie au second semestre 2006, et par l'appréciation de la couronne. Si la banque centrale anticipait des tensions

inflationnistes relativement limitées, elle envisageait néanmoins la possibilité d'un relèvement de 25 pb suivi éventuellement d'une pause dans un contexte devenant haussier.

Depuis juin 2006, la Banque nationale suisse a procédé à quatre relèvements successifs de 25 pb, faisant passer la fourchette-cible de son taux directeur de 0,75–1,75 % à 1,75–2,75 %. La reprise économique s'est confirmée dans le pays, la demande extérieure et intérieure (consommation privée en tête) contribuant à une croissance supérieure au potentiel. Le taux d'utilisation des capacités a considérablement augmenté en 2006 et un nouveau recul du chômage était prévu en 2007. La baisse des cours du pétrole au second semestre 2006 a freiné la hausse des prix, mais son effet estompé, l'inflation devrait commencer à croître mi-2007 tout en restant conforme à l'objectif de la banque centrale, à savoir moins de 2 %.

Sur la période analysée, nombre de ces petites économies ont dû tenir compte des conséquences des amples mouvements de capitaux, en partie liés aux opérations dites de *carry trade* (chapitre V). Les fonds sont généralement allés de pays où les taux d'intérêt étaient bas, comme la Suisse (et le Japon), vers des pays à taux relativement élevés, comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni (ainsi que certaines économies émergentes). Ce phénomène a entraîné une dépréciation des monnaies des premiers et une appréciation de celles des derniers. Ces flux ont eu diverses répercussions sur la politique monétaire, contraignant notamment les autorités à faire face aux conséquences des mouvements de change sur la demande globale et les tensions inflationnistes. Les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme dans les pays destinataires ont eu tendance à contrebalancer le resserrement recherché ; l'éventualité d'un ajustement brutal a accru le risque pour les perspectives économiques. Par exemple, si, lorsque la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a resserré sa politique monétaire, elle a fait preuve de davantage de prudence que ne le justifiait l'environnement économique, c'était pour éviter tout risque de correction désordonnée.

Début 2007, la Banque de Suède a commencé à rendre publique la trajectoire qu'elle envisageait pour son taux directeur, suivant en cela l'exemple de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande, depuis 1998, et de la Banque centrale de Norvège, depuis novembre 2005. L'intérêt pour ce type d'informations prospectives va croissant depuis quelques années. Certaines banques centrales y voient le moyen d'accroître la transparence sur leur orientation future et de renforcer ainsi l'efficacité de la politique monétaire et leur responsabilité.

Dans le même temps, ces initiatives ne sont pas sans risques. Pour qu'elles réussissent, il semble impératif que le caractère conditionnel des trajectoires prospectives annoncées soit bien compris. Dans le cas contraire, tout écart par rapport à la trajectoire annoncée pourrait entraîner une perte de crédibilité de la politique monétaire. Il importe également que les déclarations des banques centrales sur l'orientation probable des taux n'affectent pas la qualité des informations des marchés financiers, que les banques centrales utilisent souvent à des fins de vérification. Cela pourrait arriver, par exemple, si les intervenants réagissaient aux annonces en relâchant notablement leurs

...et la Suisse ont resserré leur orientation pour normaliser des taux relativement bas

Cours de change et opérations de *carry trade*

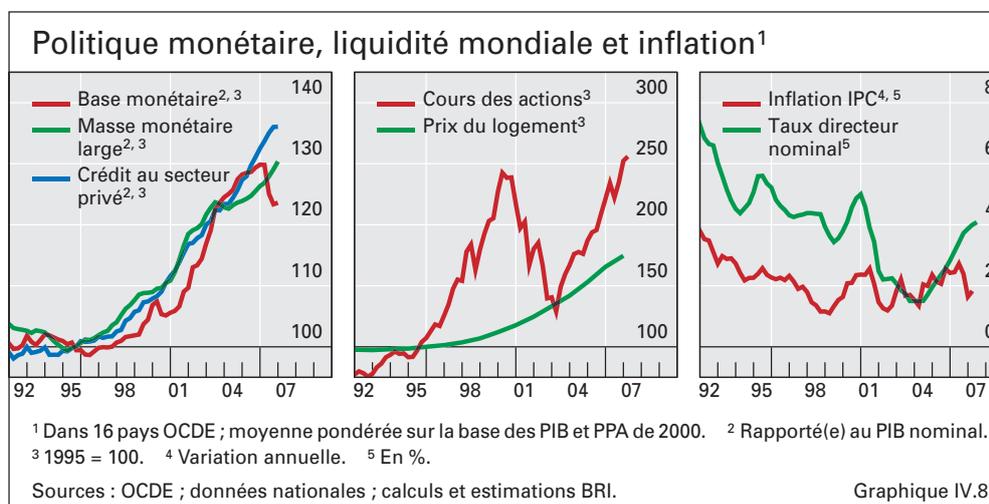
La Suède a commencé à diffuser des informations sur l'évolution projetée de son taux directeur

propres efforts pour évaluer les conséquences de l'évolution des conditions macroéconomiques sur les perspectives de taux d'intérêt. Enfin, il y a le risque que les intervenants intègrent dans leurs stratégies ces projections, les prenant pour acquises, ce qui entraînerait une prise de risque excessive dans le système financier. L'expérience faite par ces banques centrales offrira des enseignements importants qui permettront de juger de l'efficacité de ces nouvelles approches.

Rôle des agrégats de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire

Des thèses différentes sur l'importance des agrégats de monnaie et de crédit

L'analyse du comportement des banques centrales et de leur stratégie de communication montre qu'il existe différentes thèses sur l'importance à donner aux agrégats (« quantitatifs ») de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire. Ces thèses associent, à des degrés variables, trois approches conceptuelles du rôle de tels agrégats dans l'économie. La première doute de la fiabilité des agrégats dans la représentation de l'évolution de l'activité économique et de l'inflation, particulièrement à horizons courts. Elle ne leur confère donc pas une place prépondérante dans les cadres de politique. La deuxième approche privilégie le rôle central de la monnaie comme cause de l'inflation. En particulier, elle souligne les indications que peuvent livrer les agrégats monétaires sur les tendances de l'inflation à moyen terme et elle leur assigne un rôle de premier plan. La troisième approche, plus récente, met l'accent sur le contenu informatif des variations exceptionnellement vives des agrégats de monnaie et, plus encore, de crédit, surtout en présence d'un rapide renchérissement des actifs et d'une structure de la dépense inhabituelle. Elle voit dans ces hausses un signe potentiel d'accumulation de déséquilibres financiers et donc d'un cycle d'expansion et de contraction, susceptible d'engendrer, à terme, des coûts économiques élevés. À l'instar de la deuxième approche, elle donne une place prépondérante aux agrégats quantitatifs, les considérant avant tout comme des indicateurs de risques à moyen terme de récession, d'instabilité financière et de désinflation non désirée.



La présente section récapitule l'expérience acquise par les banques centrales et l'histoire de la pensée économique – qui constituent la toile de fond de ces différentes approches –, examine dans quelle mesure elles ont été intégrées dans les cadres actuels de politique monétaire et analyse les défis à relever. Dans les circonstances présentes, les enjeux sont importants. Comme précisé ci-avant, les agrégats de monnaie et de crédit s'accroissent très rapidement même si l'inflation est jusqu'ici demeurée modérée (graphique IV.8). Il convient de se demander si ce vif accroissement devrait constituer ou non une source de préoccupation pour les autorités monétaires.

La forte croissance de la monnaie et du crédit est-elle une source de préoccupation ?

Évolution du rôle de la monnaie et du crédit avant les années 1980

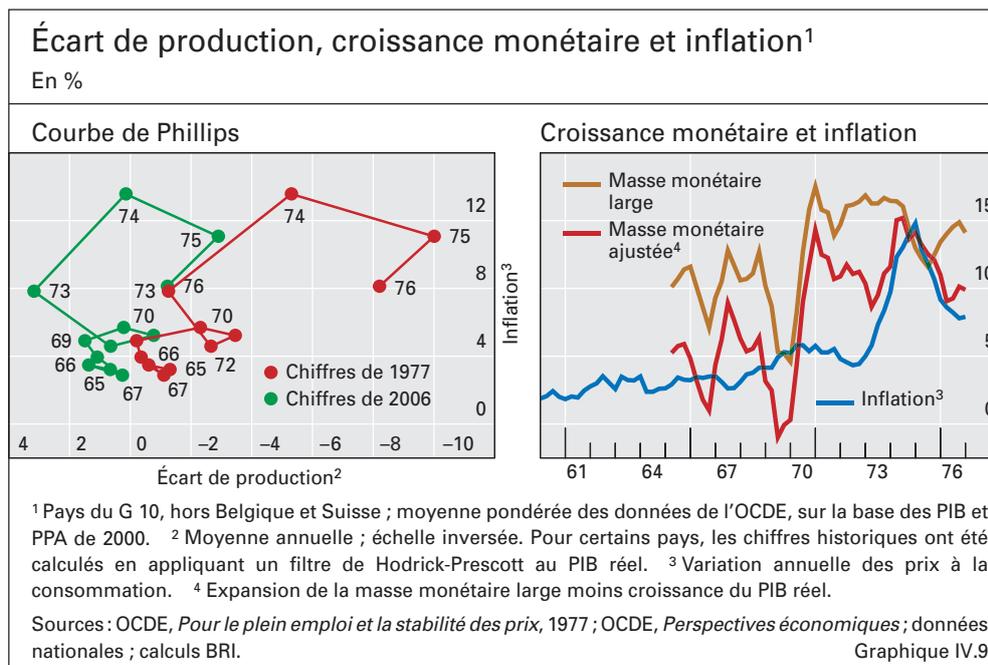
L'importance accordée à la monnaie remonte aux origines de l'équation quantitative de la monnaie au XIX^e siècle. Selon cette théorie, la quantité de monnaie utilisée dans les transactions multipliée par le nombre de fois que cette monnaie est échangée pendant un an doit être égale à la valeur totale des transactions nominales. Cette thèse est devenue l'un des fondements de la macroéconomie moderne, la valeur des transactions étant approchée par le PIB nominal. La distinction entre monnaie et crédit n'était pas clairement établie, du moins à l'origine. Mais, au prix d'une simplification excessive, le crédit était volontiers associé à la capacité d'obtenir un financement externe pour effectuer des transactions et était considéré comme une source potentielle d'« offre » de monnaie par le biais des prêts bancaires.

Théorie quantitative de la monnaie

Dans les systèmes financiers très réglementés des années 1950 et du début des années 1960, l'expansion du crédit a souvent été placée au centre de l'action des autorités monétaires. Grâce à divers types de contrôle sur les taux et les prêts, la disponibilité du crédit était alors considérée comme un moyen essentiel d'influer sur l'activité économique. Toutefois, la monnaie ou le crédit étaient peu utilisés en tant qu'indicateurs avancés de l'inflation, une pléthore d'études empiriques ayant convaincu nombre d'économistes et de responsables politiques que l'inflation était largement déterminée par le taux de chômage. De fait, l'existence de cette relation d'arbitrage inflation–chômage (la courbe de Phillips) a souvent été interprétée comme signifiant que le niveau de production et d'emploi pouvait être augmenté durablement en tolérant un peu plus d'inflation. En poursuivant cet objectif, les autorités ont laissé les agrégats de monnaie et de crédit s'accroître, car initialement elles n'y voyaient pas un motif de préoccupation.

La résurgence de l'inflation qui en est résultée et sa tendance à accélérer à mesure que les anticipations s'ajustaient à la hausse ont été vues comme une mise en cause directe de cette approche. L'expérience a montré à quel point la courbe de Phillips pouvait être instable si les décisions de politique monétaire visaient un niveau de chômage inférieur au taux naturel. D'ailleurs, les monétaristes, parmi beaucoup d'autres, avaient déjà contesté cette approche d'un point de vue théorique et prévu que l'accélération de la masse monétaire ne ferait qu'attiser l'inflation, sans effet permanent sur le niveau d'utilisation des capacités (graphique IV.9). Étayées par l'épisode inflationniste qui a suivi, ces thèses ont gagné en influence auprès des banques centrales,

Effondrement de la courbe de Phillips



les incitant dans les années 1970 à s'efforcer de mieux maîtriser l'inflation et l'activité économique en utilisant les agrégats monétaires comme variables-objectifs intermédiaires.

C'est à ce moment que la théorie quantitative de la monnaie a connu un second souffle. Le postulat selon lequel le ratio PIB nominal/agrégat monétaire (la vitesse de circulation de la monnaie) était constant, du moins à moyen terme, et que la monnaie n'avait pas d'influence sur la production à long terme a constitué le fondement théorique qui a permis aux banques centrales de maîtriser l'inflation en agissant sur la masse monétaire.

Tous les pays industriels ont adopté cette nouvelle approche au milieu des années 1970, à des degrés divers toutefois. L'Allemagne et l'Italie ont été les premières en 1974, suivies par le Canada, la Suisse et les États-Unis un an plus tard, puis par l'Australie, la France et le Royaume-Uni en 1976. Certes, les pratiques adoptées ont été très variables d'un pays à l'autre. Par exemple, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont choisi des agrégats larges comme objectifs intermédiaires, tandis que les États-Unis et le Canada leur ont préféré l'agrégat étroit (M1). Pour différentes qu'aient été les pratiques, leur objectif était le même : juguler l'inflation. Dans les années 1970, l'Allemagne, la Suisse et le Japon ont été les premiers à montrer que la surveillance des agrégats monétaires pouvait permettre d'atteindre cet objectif, ce qu'ont confirmé les États-Unis au début des années 1980, en ramenant rapidement une inflation à deux chiffres à environ 4 %.

Déclin du rôle des agrégats monétaires depuis les années 1980

Dans ce contexte, il peut paraître étrange que le ciblage monétaire soit tombé en disgrâce. La raison est double. Premièrement, cette politique a en partie fini par être victime de son succès : un taux élevé et variable d'inflation est généralement le résultat d'une stimulation monétaire excessive et volatile,

Le ciblage monétaire a été largement adopté dans les années 1970

Le ciblage monétaire a commencé à tomber en défaveur dans les années 1980

mais à un niveau plus bas, l'inflation peut, à court terme, être affectée par maints facteurs réels, qui sont moins faciles à maîtriser par le biais des agrégats monétaires. Deuxièmement, la déréglementation et l'innovation ont fini par modifier l'environnement financier, de sorte que l'utilisation des agrégats comme indicateurs est devenue moins fiable. Aux États-Unis, au début des années 1980, par exemple, la vitesse de circulation de M1 s'est nettement écartée de sa tendance pour devenir plus imprévisible. La levée des restrictions de taux d'intérêt sur les comptes courants et l'apparition d'une grande diversité de comptes de dépôts ont rendu le contrôle monétaire plus ardu. La rapidité de l'innovation financière a eu des effets analogues ailleurs. Même les partisans les plus fervents du ciblage monétaire, comme l'Allemagne et la Suisse, n'ont pas été épargnés par cette évolution : la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux a rendu beaucoup plus compliqué le suivi des agrégats appropriés.

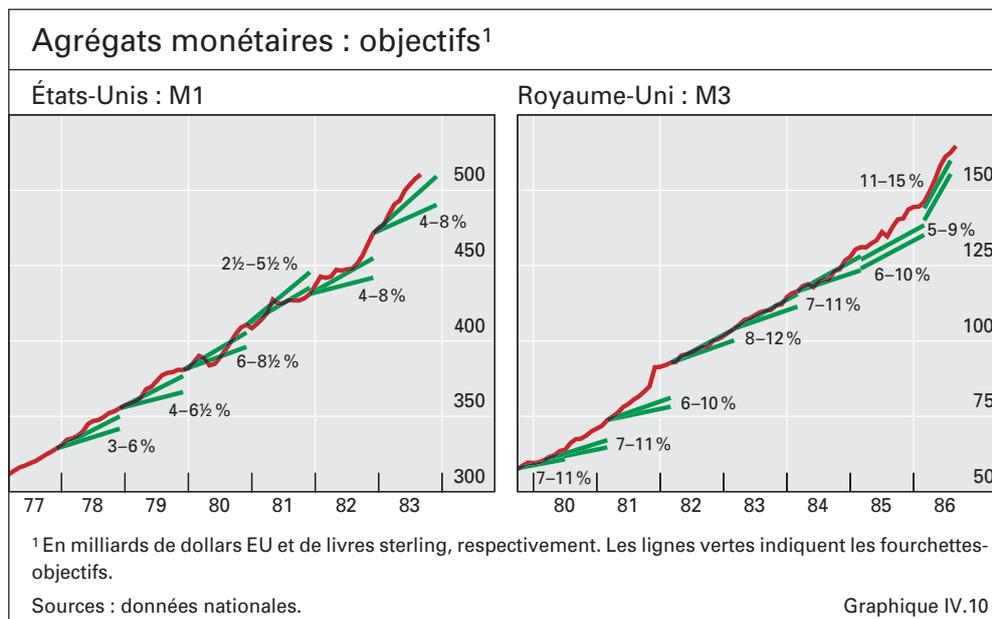
Le ciblage monétaire manquant ses objectifs, dans de nombreux cas de manière systématique, les banques centrales ont eu de plus en plus de difficultés à justifier leurs décisions (graphique IV.10). Naturellement, elles ont tenté de « résoudre » les problèmes liés à une situation changeante, notamment en ajustant les bandes-objectifs et en redéfinissant les agrégats monétaires utilisés. Les plus sceptiques de même que les partisans des objectifs quantitatifs sont devenus malgré tout de plus en plus préoccupés par l'incohérence entre la théorie et la pratique, mettant ainsi en doute la crédibilité du ciblage monétaire comme point d'ancrage nominal à moyen terme.

Compte tenu de ces difficultés, le ciblage monétaire à court terme a été en grande partie abandonné, au début des années 1990, dans les pays industriels avancés, qui ont préféré considérer les agrégats comme de simples variables informatives sur l'inflation potentielle, à moyen terme surtout. Plusieurs banques centrales ont ainsi adopté, officiellement ou pas, des fourchettes de

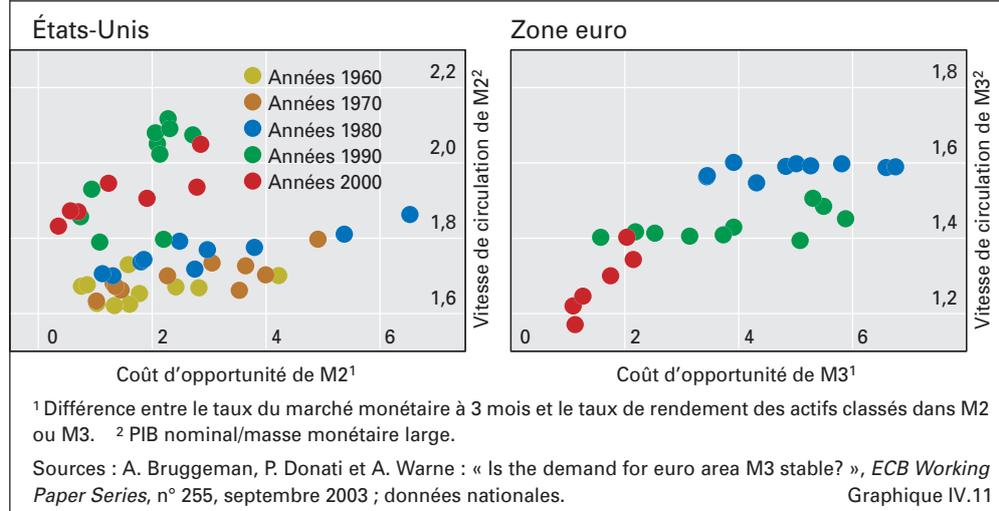
Les échecs chroniques du ciblage monétaire compliquent la communication

Diverses solutions mises en œuvre

Les agrégats quantitatifs ont été relégués le plus souvent au suivi de l'état de l'économie



Évolution de la vitesse de circulation de la monnaie



surveillance des agrégats (pour une chronologie de ces changements de régime dans les pays industriels avancés, voir le *67^e Rapport annuel*). Pour certaines, les fourchettes s'appliquaient aux agrégats étroits et larges de monnaie ainsi qu'aux agrégats de crédit. Pourtant, cette nouvelle approche comportait elle aussi des difficultés, d'autant que l'évolution des marchés financiers continuait d'affecter la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie pour de longues périodes (graphique IV.11).

Pour être complet, il faudrait néanmoins noter que le changement d'approche n'a pas été universel. L'Allemagne a continué de cibler le taux de croissance monétaire d'année en année (délaissant la monnaie centrale en faveur de M3). En outre, dans les années 1990, la Suisse est passée à une nouvelle stratégie à moyen terme ciblant un taux moyen de croissance monétaire sur trois à cinq ans.

Adoption croissante du ciblage de l'inflation

La désaffection pour les agrégats de monnaie et de crédit dans la politique monétaire culmine avec l'adoption, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, d'une stratégie d'objectif d'inflation par plusieurs petites économies, qui ciblait la prévision d'inflation à l'horizon 1-2 ans, en ajustant le taux d'intérêt à court terme (l'instrument de réglage). Dans le cadre de ces prévisions, la mesure du taux d'utilisation des capacités a pris de l'importance. En principe, rien n'excluait l'utilisation d'agrégats quantitatifs comme variables informatives essentielles à la prévision ; en pratique, toutefois, beaucoup de banques centrales de ces pays n'y ont pas fait appel, ayant souvent adopté un objectif d'inflation précisément en raison de l'échec du ciblage monétaire.

Au cours de la décennie suivante, l'intérêt pour les agrégats quantitatifs s'est encore émué, avec la rapide généralisation de stratégies d'objectif d'inflation, dans le monde émergent en particulier. Dans les cercles académiques, les agrégats quantitatifs ont été rétrogradés, voire écartés, au bénéfice de nouvelles références de modèles macroéconomiques

De nombreuses banques centrales ont abandonné les agrégats quantitatifs

exclusivement axés sur les taux d'intérêt et le degré d'utilisation des ressources.

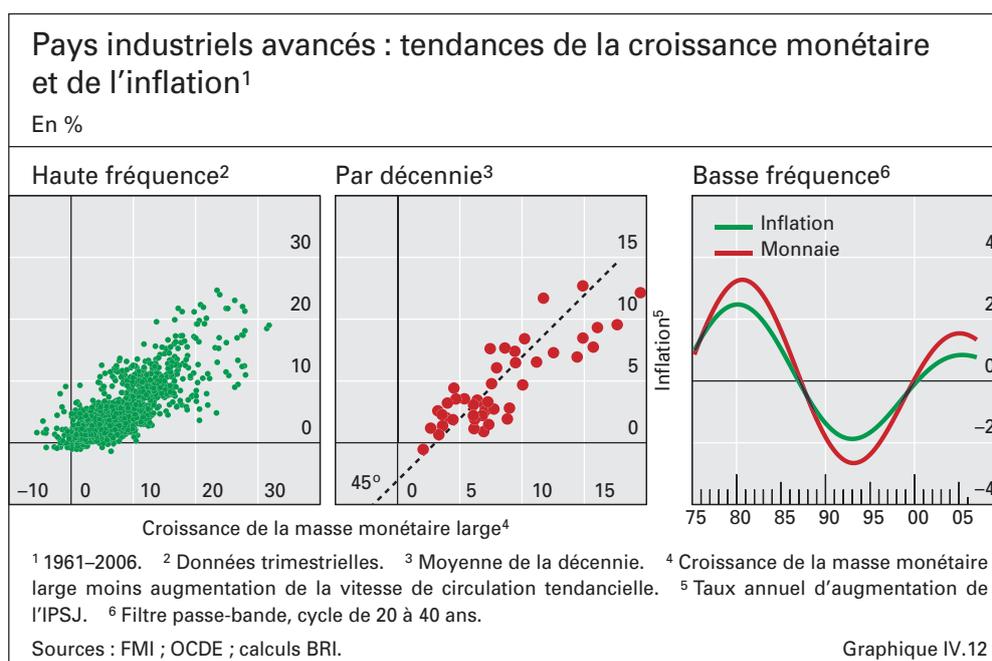
Un récent renouveau ?

L'instauration de la BCE a permis de ranimer le débat sur le rôle des agrégats quantitatifs. Cette dernière a choisi de suivre étroitement l'évolution de la masse monétaire et du crédit, embrassant la tradition monétariste de la Banque fédérale d'Allemagne et faisant de l'analyse monétaire un pilier de l'évaluation de la conjoncture et de la conduite de la politique monétaire. L'adoption officielle de sa stratégie fondée sur deux piliers, suivie de sa réaffirmation et de son utilisation systématique, a été très importante à cet égard. Ainsi, la BCE s'en est toujours remise à son analyse monétaire pour confirmer, à moyen terme, les indicateurs de tensions inflationnistes issus de l'analyse économique plus conventionnelle qui privilégie le court terme. Elle a aussi mené des travaux de recherche exhaustifs qui ont considérablement étayé sa stratégie sur les plans empirique et théorique.

La BCE a hérité de la tradition monétariste

Le type de preuve empirique utilisé pour corroborer cette approche a, jusqu'à récemment, surtout privilégié le lien entre la monnaie et l'inflation mis en évidence par l'équation quantitative. Quelques exemples viennent à l'esprit. Premièrement, il a été avancé que le lien à long terme survit aux différents changements de l'environnement économique et financier (graphique IV.12). Deuxièmement, dans la rivalité entre mesure des écarts de production et approche monétariste, les agrégats ont parfois trouvé un rôle complémentaire (tableau IV.1), révélant leur utilité potentielle en tant que variables informatives supplémentaires. En outre, l'analyse empirique a montré que le contenu informatif des agrégats monétaires concernant l'inflation semble s'étoffer – et que celui des mesures du taux d'utilisation des ressources paraît diminuer – à mesure que l'horizon s'allonge, jouant ainsi un rôle de vérification à moyen terme.

Des preuves empiriques corroborent cette approche



| Croissance monétaire : indicateur prédictif d'inflation sous-jacente ¹ | | | | |
|---|-----------|-------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|
| | Constante | Avec décalage de 1 an | | |
| | | Inflation sous-jacente ² | Écart de production | Croissance monétaire ³ |
| Australie | 0,4 | 0,7** | 0,4 | 0,1 |
| Canada | -0,1 | 0,5** | 0,1 | 0,3** |
| États-Unis | 0,5 | 0,8** | 0,5** | 0,1** |
| Japon | -0,8 | 0,5** | 0,5** | 0,3** |
| Norvège | 0,2 | 0,7** | 0,6** | 0,1* |
| Nouvelle-Zélande | -0,3 | 0,6** | 0,3 | 0,2* |
| Royaume-Uni | -0,0 | 0,8** | 0,5** | 0,2 |
| Suède | 0,6 | 0,7** | 0,3** | 0,1* |
| Suisse | 0,1 | 0,6** | 0,6** | 0,1** |
| Zone euro | -0,1 | 0,8** | 0,4** | 0,2** |

¹ Résultats d'une régression de la hausse de l'IPSI sur les paramètres considérés. Période échantillon : 1971–2006 (exercices) ; */** : statistiquement significatif au seuil de 10 % et 5 % respectivement.
² Inflation IPC hors alimentation et énergie. ³ Canada, États-Unis, Suède, Suisse et zone euro : M2 ; Japon : M2 + CD ; Australie, Norvège, Nouvelle-Zélande et Royaume-Uni : masse monétaire au sens large selon la définition de l'OCDE.

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

Regain d'attention pour le crédit

Les épisodes d'expansion et de contraction mettent en évidence le rôle potentiel de la monnaie et surtout du crédit...

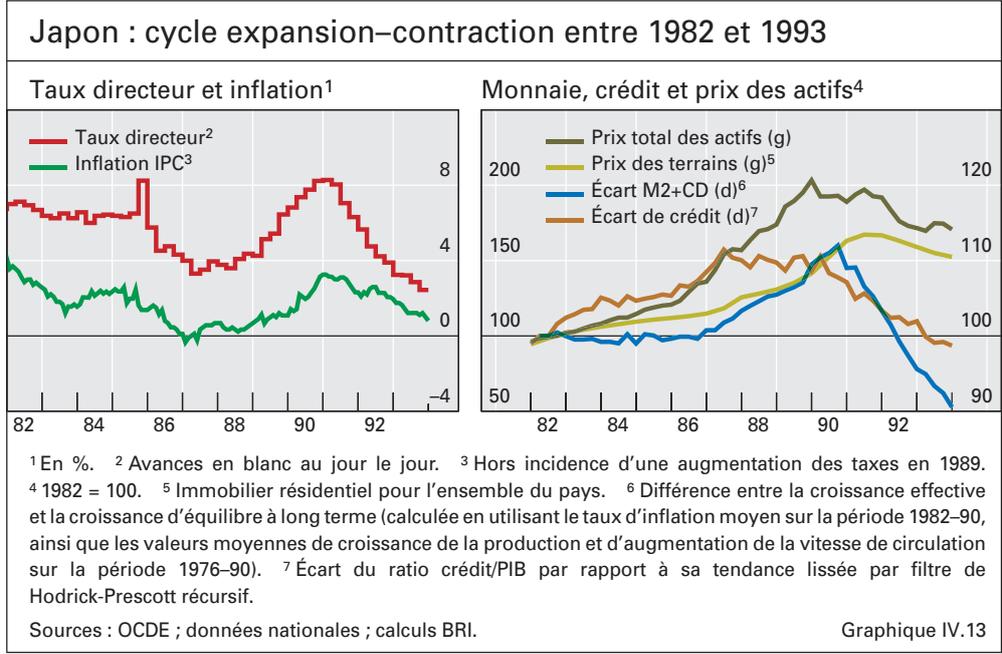
Le début des années 2000 a été marqué par l'apparition d'une autre thèse mettant l'accent sur l'importance des agrégats quantitatifs, de crédit surtout. Héritée des théories des fluctuations économiques qui, dans la première partie du XX^e siècle, avaient mis en évidence des processus auto-alimentés ayant engendré quelques épisodes d'expansion et de contraction, cette thèse s'est inspirée de la pensée traditionnelle qui soulignait le rôle du crédit et de la spéculation comme facteurs de l'instabilité financière. Elle a également retenu certains éléments plus récents de la théorie économique qui mettent en évidence que les imperfections du marché du crédit peuvent amplifier les cycles conjoncturels.

...au Japon en particulier

Cette nouvelle thèse est apparue dans le contexte de plusieurs boums économiques et financiers récents qui avaient fait place à des contractions marquées aux conséquences coûteuses. Le renversement conjoncturel au Japon à partir du début des années 1990 en est un exemple frappant. La phase d'expansion s'est caractérisée par une croissance rapide du crédit, une hausse du prix des actifs et des niveaux exceptionnellement élevés de formation de capital. Et, fait particulièrement intéressant, une inflation significative durant le boum n'a pas posé de problème, sans doute en raison d'une évolution favorable de l'offre (graphique IV.13).

Des « boums du crédit ayant mal tourné » observés ailleurs

En outre, il était de plus en plus avéré que ces types de « boums du crédit ayant mal tourné » avaient été observés dans d'autres pays industriels avancés et économies émergentes et à d'autres époques. Si les résultats en matière d'inflation n'étaient pas toujours uniformes d'un épisode à l'autre, ils n'ont pas semblé être une source importante de préoccupation. On peut citer comme exemples les crises bancaires dans les pays nordiques à la fin des années 1980 et au début des années 1990, la crise en Asie du Sud-Est en 1997–1998 et,



dans une certaine mesure, les cycles conjoncturels au Royaume-Uni et aux États-Unis, qui se sont terminés en récessions au début des années 1990. D'aucuns sont remontés plus loin dans le temps et ont constaté que la phase précédant la Grande Dépression avait affiché de semblables caractéristiques non inflationnistes, suggérant que les mécanismes économiques et le comportement humain ayant contribué à ce type de cycle avaient survécu aux mutations des économies, de leur degré d'ouverture et de leur régime réglementaire.

Cette thèse a été étayée par des travaux statistiques qui ont montré que des mesures en temps réel de la concomitance de hausses exceptionnellement rapides du crédit et du prix des actifs pouvaient fournir des informations sur les difficultés financières, la faiblesse de l'activité et la désinflation au-delà de l'horizon traditionnel de 1–2 ans normalement utilisé en politique monétaire. Plus généralement, des études économétriques ont commencé à mettre en évidence l'importance des agrégats quantitatifs, tant de monnaie que de crédit, dans les fluctuations économiques de type expansion–contraction, les prix immobiliers jouant un rôle de premier plan.

Par conséquent, il pourrait être souhaitable que les autorités prévoient la possibilité de contrer une accumulation de déséquilibres financiers si elles en percevaient le besoin, même en cas de perspectives d'inflation à court terme favorables. Une telle action aurait un effet préventif et limiterait le risque et les coûts des perturbations que la correction des déséquilibres pourrait entraîner à terme, soit du simple fait de l'importance de ces derniers, soit parce que les tensions inflationnistes contenues finissent par se manifester, forçant les banques centrales à un durcissement. Dans un contexte de faible inflation, la phase de contraction pourrait engendrer des risques de déflation, accompagnés des complications qui découlent du poids de l'endettement en termes réels et de taux directeurs ne pouvant devenir négatifs. Sur le plan opérationnel, un resserrement préventif nécessiterait un horizon pour la

Conséquence pour l'action des autorités

politique monétaire allant au-delà de la période usuelle d'un à deux ans, et permettrait ainsi d'évaluer de manière plus structurée les risques les plus extrêmes.

Prise en compte de l'évolution de la monnaie et du crédit

Les banques centrales ont adopté diverses positions sur le rôle des agrégats quantitatifs dans leurs cadres de politique actuels.

Certaines réticences à conférer une place prédominante à la monnaie...

...mais pas partout

Nombre d'entre elles ont eu des difficultés à obtenir des informations suffisamment fiables sur l'inflation à partir des agrégats monétaires et, par conséquent, ont été peu disposées à leur donner un rôle important dans la maîtrise de l'inflation. La Réserve fédérale et la plupart des banques centrales des pays à objectif d'inflation entrent dans cette catégorie. Certaines de ces dernières, dont la Banque d'Angleterre et surtout la Banque nationale suisse, ont toutefois commencé à remettre en cause l'indifférence vis-à-vis des agrégats monétaires, particulièrement lorsque ces derniers enregistrent une vive augmentation. La BCE, quant à elle, continue d'estimer que les agrégats monétaires sont importants dans l'examen des déterminants à court terme de l'inflation.

Une plus grande attention donnée au crédit comme source de déséquilibres financiers

Ces dernières années, les banques centrales ont été quelque peu plus réceptives à l'idée que les agrégats quantitatifs sont susceptibles de signaler des déséquilibres financiers. Par exemple, la BCE a élargi et nuancé l'interprétation du pilier consacré à l'analyse monétaire pour y intégrer le rôle du crédit et du prix des actifs. De même, la Banque du Japon est en mesure d'incorporer ces facteurs dans sa seconde perspective (à moyen terme). Et plusieurs banques centrales à objectif d'inflation prévoient désormais la possibilité d'allonger l'horizon traditionnel de la politique monétaire (Banque d'Angleterre, Banque de Suède et Banque centrale de Norvège, par exemple) en cas de risque d'accumulation de déséquilibres financiers, ou ont souligné l'importance de privilégier l'horizon à moyen terme en première approche (Banque de Réserve d'Australie).

Des risques dans les deux sens

Les années à venir verront sans doute une nouvelle intensification du débat sur l'importance à donner aux agrégats de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire. De fait, l'expansion actuellement rapide des agrégats dans diverses régions du monde pourrait amener certaines banques centrales à un véritable examen de la riposte appropriée et, on le sait, les enjeux sont de taille (*supra*). En donnant trop de poids aux agrégats, les banques centrales risquent de susciter une réaction excessive, voire de créer une certaine confusion dans le public concernant leurs stratégies et priorités, surtout dans les économies où les tensions inflationnistes à court terme restent modérées. Si elles sous-estiment les indications fournies par les agrégats, leur riposte risque d'être trop modeste et trop tardive. En dernière analyse, quel que soit le scénario envisagé, c'est la crédibilité des banques centrales qui est en jeu.

V. Marchés des changes

Faits marquants

Durant la majeure partie de 2006 et les quatre premiers mois de 2007, le dollar EU s'est graduellement affaibli en termes nominaux pondérés par les échanges commerciaux, alors que l'euro s'appréciait et que le yen se dépréciait encore plus que le dollar. De nombreuses autres monnaies européennes, dont les couronnes tchèque et suédoise ainsi que la livre sterling, se sont également renforcées en 2006, tant sur une base pondérée que vis-à-vis de l'euro, mais elles ont ensuite perdu du terrain. Principale exception : le franc suisse, qui s'est, dans l'ensemble, affaibli sur la période considérée. Plusieurs monnaies asiatiques, en particulier le baht thaïlandais, se sont renforcées sur une base pondérée. L'appréciation du renminbi à l'égard du dollar EU s'est accentuée au second semestre 2006, mais elle a été nettement plus modérée en termes corrigés des échanges commerciaux.

Globalement, les marchés des changes ont été caractérisés par de gros volumes d'opérations et, sauf pour deux périodes, par une volatilité historiquement basse : en mai-juin 2006, un regain d'instabilité a essentiellement affecté des monnaies d'économies émergentes, comme le real brésilien, et celles de pays conjuguant des taux d'intérêt et un déficit courant élevés (Australie et Nouvelle-Zélande, par exemple) ; fin février 2007, la volatilité d'un large éventail de monnaies s'est accrue, mais cette tendance a commencé à s'inverser à partir de la mi-mars.

Trois facteurs paraissent avoir dominé les évolutions de change. Premièrement, les écarts de taux d'intérêt, qui reflètent les perspectives macroéconomiques et leurs implications pour la politique monétaire, ont continué d'affecter les fluctuations de plusieurs cours bilatéraux. Dans un contexte de faible volatilité, l'amplification des stratégies de *carry trade* a été assurément influencée par ces écarts de taux. Deuxièmement, confirmant une tendance apparue à la fin des années 1990, l'accumulation de réserves de change officielles s'est encore sensiblement accentuée en 2006, limitant l'effet des pressions à la hausse sur les monnaies d'Asie et de quelques pays exportateurs de pétrole. Plusieurs pays, comme la Chine, la Corée, la Malaisie et la Thaïlande, ont amendé leurs réglementations sur les mouvements de capitaux afin d'atténuer ces tensions. Troisièmement, les déséquilibres mondiaux ont continué de peser sur la détermination des cours de change. L'ampleur des déficits budgétaires ou des paiements courants peut avoir modifié la nature de la réaction des monnaies aux accès de volatilité sur les marchés financiers. Dans le même temps, le déficit courant des États-Unis semble avoir eu moins de poids qu'à d'autres périodes comme facteur explicatif de l'évolution du dollar EU.

La dernière partie de ce chapitre examine les changements dans les méthodes de gestion des réserves, qui pourraient avoir des effets significatifs sur les marchés financiers, et notamment les changes. Elle analyse ensuite plusieurs causes sous-jacentes : ampleur des réserves accumulées par certains pays, nouvelles technologies financières et évolution des marchés financiers, modifications du cadre de gouvernance externe délimitant l'action des banques centrales. Pour finir, elle passe en revue quelques-uns des enjeux qui en résultent.

Synthèse des évolutions

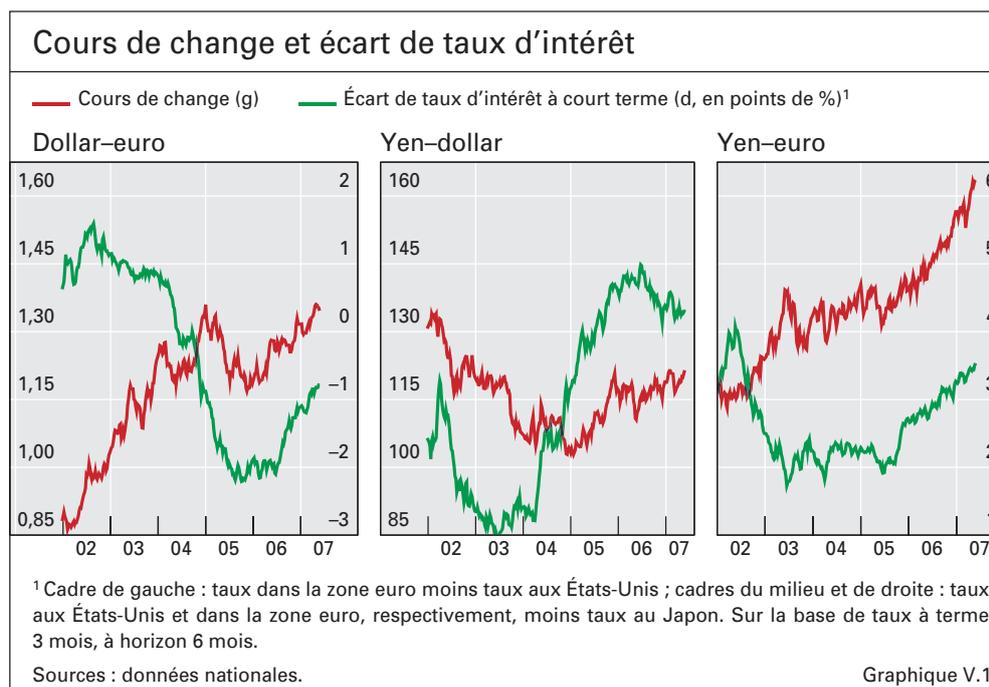
En 2006 et pendant les quatre premiers mois de 2007, la plupart des monnaies ont suivi une trajectoire inchangée, avec toutefois, dans quelques cas, une rupture distincte début 2007.

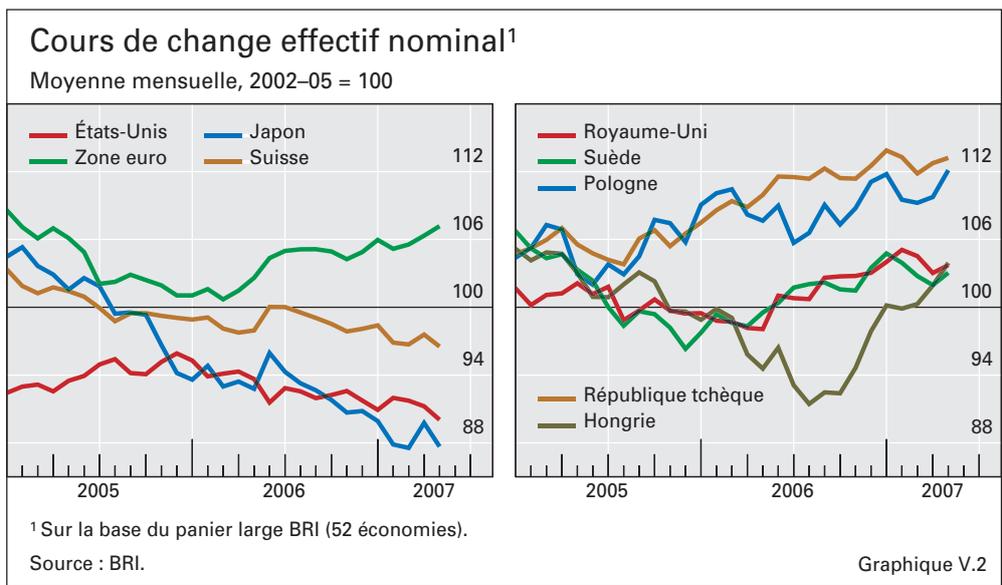
Durant la période considérée, le dollar EU s'est dans l'ensemble déprécié, cédant près de 6 % en termes effectifs nominaux. Son repli a atteint environ 15 % à l'égard de l'euro, annulant ainsi quasiment ses gains de 2005 (graphique V.1). L'an passé, il s'est également affaibli vis-à-vis de plusieurs autres monnaies européennes, en particulier la livre sterling, ainsi que du dollar australien et de diverses monnaies d'économies émergentes d'Asie. Par rapport au yen, en revanche, il n'a cessé de s'apprécier, après une forte baisse en mai 2006. D'une manière générale, son comportement paraît avoir changé vers le début de 2007 avec, selon les cas, une inversion de tendance ou une légère stabilisation.

L'année 2006 a vu l'appréciation en termes effectifs nominaux de la plupart des monnaies européennes. La hausse de l'euro s'est inscrite à près de 5 %, les couronnes tchèque et suédoise ainsi que la livre sterling enregistrant des gains substantiels (graphique V.2) ; à noter la valorisation du forint

Tendance à la dépréciation du dollar EU

Appréciation de la plupart des monnaies européennes

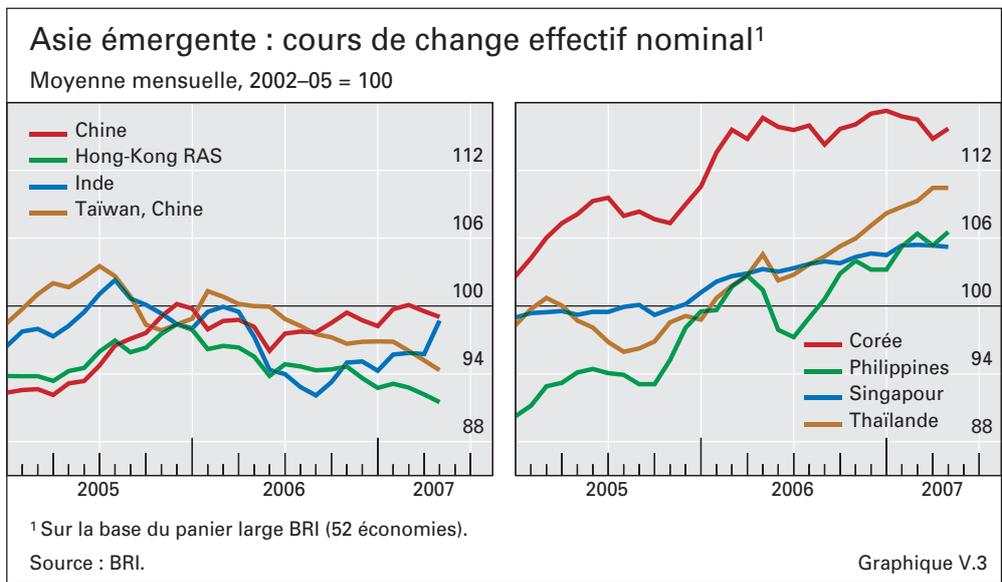


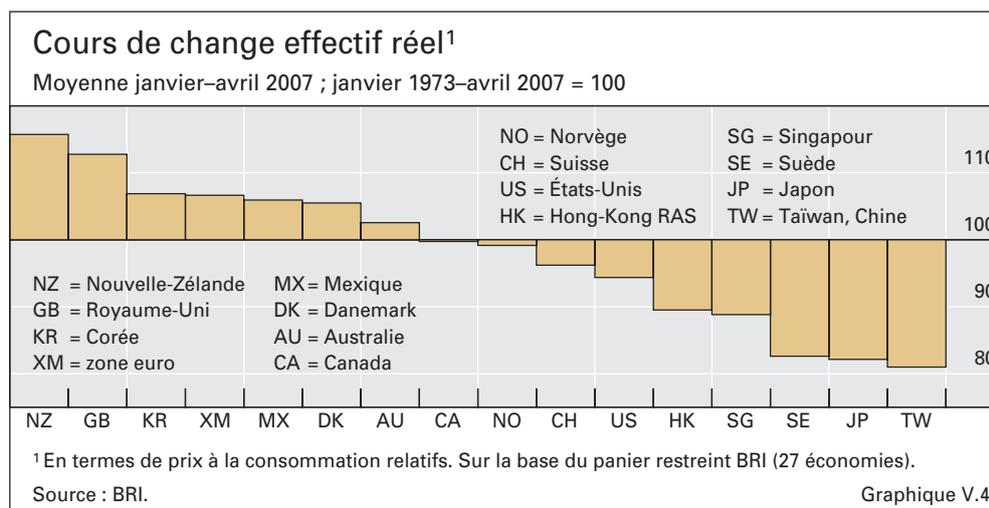


hongrois et du zloty polonais au second semestre. Au début de 2007, cependant, certaines de ces tendances se sont inversées. Le franc suisse s'est démarqué en demeurant relativement stable au premier semestre 2006, pour reculer pendant le reste de la période sous revue.

Les monnaies d'Asie ont suivi des trajectoires divergentes, évoluant de façon moins synchrone que les années précédentes vis-à-vis du dollar EU ainsi qu'en termes effectifs. Le yen n'a cessé de se déprécier en termes effectifs nominaux en 2006 et jusqu'en 2007, de même que le dollar de Hong-Kong et le nouveau dollar de Taïwan, avec un renversement passager dans le cas du yen en mai 2006 et mars 2007. Le peso philippin et le baht thaïlandais, au contraire, se sont notablement raffermis (graphique V.3). De son côté, même s'il ne s'est pas autant apprécié que les autres devises asiatiques, le won coréen a réussi à se maintenir à un niveau élevé en 2006, après la hausse

Évolutions divergentes pour les monnaies asiatiques





effective nominale de 15 % qu’il avait enregistré les dix-huit mois précédents, pour céder un peu plus de 1 % sur les quatre premiers mois de 2007. Avec un taux annualisé de près de 5 %, le rythme d’appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar EU a quasiment doublé entre le premier semestre 2006 et la période allant de fin juin 2006 à fin février 2007, même si ses gains sont plus modestes en termes corrigés des échanges commerciaux. Durant mars et avril 2007, la monnaie chinoise est restée globalement stable face au dollar EU, mais sa valeur pondérée a fléchi de plus de 1 %.

Niveaux des cours de change sur longue période

Pour évaluer les cours de change en vigueur dans une perspective plus lointaine, l’une des méthodes consiste à comparer le cours effectif réel avec la moyenne de long terme. Durant la période considérée, la plupart des monnaies ne se sont guère écartées de ce niveau de référence. Pour les quatre premiers mois de 2007, l’écart pour le dollar EU et l’euro n’a pas dépassé 7 % (graphique V.4). Plusieurs monnaies d’Asie, en particulier le nouveau dollar de Taïwan et le yen, se sont situées à plus de 10 % au-dessous de cette moyenne. C’est aussi le cas de la couronne suédoise. À l’autre extrémité, le dollar néo-zélandais et la livre sterling se sont inscrits sensiblement au-dessus.

Conditions sur les marchés des changes

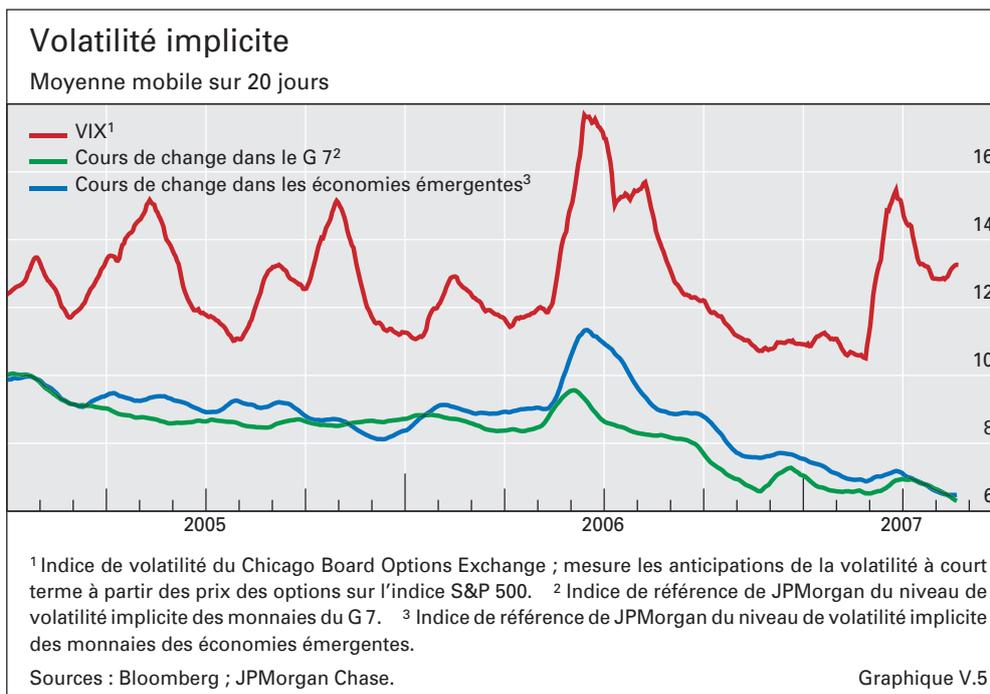
D’une manière générale, les changes ont été caractérisés par de gros volumes et une volatilité historiquement faible, correspondant à une baisse de l’instabilité sur l’ensemble des marchés financiers (graphique V.5 ainsi que chapitre VI). Deux périodes de hausse de volatilité ont toutefois été enregistrées, à la fois sur les changes et les autres marchés, mais elles ont été modestes et assez localisées.

En mai–juin 2006, tout d’abord, la volatilité, tant implicite qu’effective, des couples yen–dollar et yen–euro s’est brièvement accrue. Cet accès a été particulièrement marqué pour certaines monnaies d’économies émergentes comme le real brésilien et le rand sud-africain, mais plus modéré pour celles de pays conjuguant des taux d’intérêt et un déficit courant élevés tels que l’Australie et la Nouvelle-Zélande. Leur mouvement haussier s’est alors

Écarts parfois significatifs par rapport aux moyennes de long terme

Gros volumes et faible volatilité

Deux accès de volatilité



brèvement interrompu. Un second épisode a eu lieu de fin février à début mars 2007. Une montée brutale de la volatilité sur les marchés financiers a rejaili sur plusieurs paires de monnaies, avec une forte augmentation des volumes de transactions.

Variations de change : déterminants

Pendant les quelque douze mois considérés, l'évolution des cours de change a été influencée par trois grands facteurs : les perspectives macroéconomiques et leurs implications pour la politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt ; les politiques de change et interventions correspondantes, notamment en Asie émergente ; les déséquilibres extérieurs mondiaux. Pour certaines monnaies, les cours des produits de base ont également joué un rôle.

Écarts de taux d'intérêt et rôle des stratégies de carry trade

Comme les années précédentes, l'évolution des écarts de taux d'intérêt effectifs et anticipés liée à la perception de la situation macroéconomique et à ses implications pour la politique monétaire semble avoir exercé une influence prépondérante sur les cours de change, comme l'illustre bien le comportement du couple dollar-euro. L'examen des contrats à terme sur taux semble indiquer que les marchés s'attendaient à ce que la BCE poursuive sa normalisation des taux, mais qu'ils estimaient que le cycle de resserrement entrepris par la Réserve fédérale touchait à sa fin (graphique V.1). Cette hypothèse est d'ailleurs validée par l'appréciation tendancielle de l'euro vis-à-vis du dollar en 2006 et au début de 2007.

Les écarts de taux d'intérêt conditionnent les variations de change

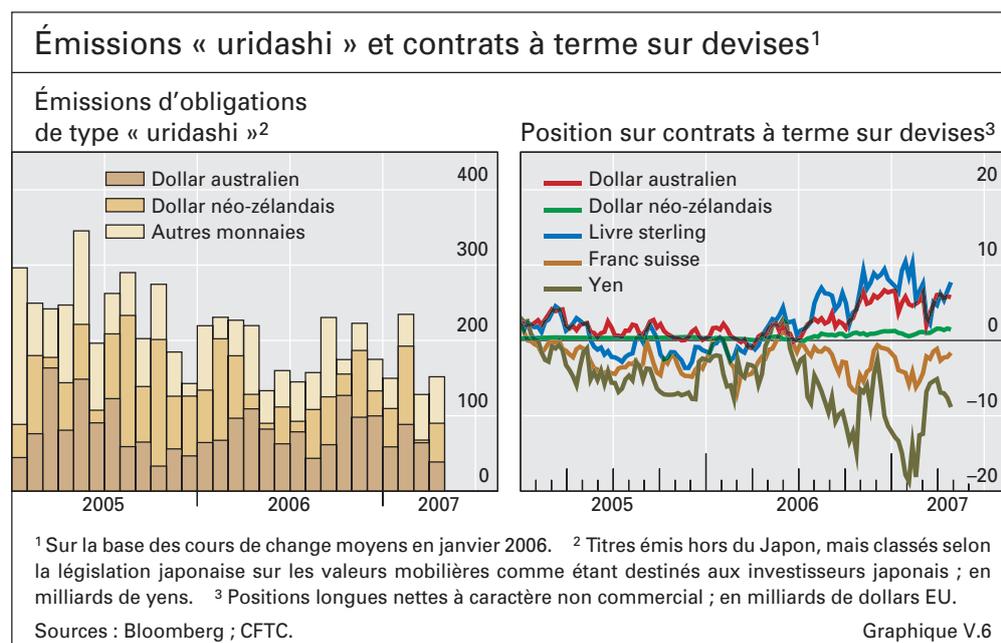
En outre, la faiblesse de la volatilité et l'ampleur des écarts de taux d'intérêt ont favorisé d'importants flux de change croisés sous forme d'opérations de *carry trade*. Traditionnellement, cette expression désigne des

Rôle significatif des opérations de *carry trade*

transactions spéculatives effectuées par des opérateurs tels que les fonds spéculatifs ou les intermédiaires en produits de base. Ces stratégies consistent à prendre simultanément des positions courtes dans une monnaie et longues dans une autre, généralement sur les marchés dérivés, en postulant que les variations de change ultérieures n'annuleront pas l'écart de taux favorable. Ces opérations sont donc sensibles à toute accentuation de la volatilité des cours de change ou à de brusques revirements des anticipations de taux. De plus, comme elles s'appuient souvent sur un fort levier financier, elles risquent de devoir être dénouées très rapidement en fonction des conditions de financement, ce qui peut avoir une incidence importante sur les cours de change, en particulier dans les petits compartiments. Le décrochage soudain du dollar face au yen en octobre 1998 semble montrer que même les marchés les plus importants ne sont pas à l'abri d'une liquidation soudaine des positions de *carry trade*.

Incidence notable également du comportement des petits investisseurs

Pour évaluer le rôle des stratégies de *carry trade*, il est bon de les distinguer de deux autres types assez analogues de flux de change croisés. Le premier est généré par les petits investisseurs nationaux recherchant des actifs à haut rendement libellés en monnaie étrangère. Un exemple qui a particulièrement retenu l'attention est la souscription d'obligations en devises par les petits investisseurs japonais, encouragée sans doute par un goût accru pour le risque quand la croissance intérieure s'accélère. Comme ces résidents détiennent essentiellement leurs avoirs en yens, ils sont moins exposés à une appréciation brutale de la monnaie japonaise que des spéculateurs ayant emprunté pour financer leurs positions courtes. Lors d'un accès de volatilité sur les changes, ils sont donc moins susceptibles de clôturer leurs positions en devises. Selon des sources de marché, il semblerait même qu'ils aient profité de l'appréciation du yen associée à la toute dernière hausse de volatilité pour renforcer leurs portefeuilles d'actifs étrangers à haut rendement. Quoiqu'il en soit, si ces petits investisseurs sont suffisamment nombreux à agir de



la sorte, leur comportement peut avoir une incidence significative sur les cours de change.

Certains éléments indiquent de manière indirecte que, durant la période examinée, les petits investisseurs auraient acquis des montants substantiels d'actifs en monnaies étrangères. Des informations sur les achats d'obligations en devises par les ménages japonais montrent, pour 2006, des flux continus de fonds en yens au profit de devises mieux rémunérées, en particulier les dollars australien et néo-zélandais (graphique V.6). D'après des estimations officieuses, la valeur des titres étrangers détenus par les petits porteurs japonais avoisinerait \$150 milliards.

Le second type de flux de change croisés présentant des analogies avec les opérations de *carry trade* est engendré par les résidents de pays à taux d'intérêt élevés qui empruntent dans une monnaie peu rémunérée pour investir dans leur propre pays. Au cours de la période considérée, des analyses de marché se sont intéressées aux ménages d'Europe centrale et orientale finançant leurs emprunts immobiliers en euros et en francs suisses. Le déséquilibre qui en résulte sur le marché des changes, si les volumes concernés sont suffisamment importants, peut fragiliser la monnaie nationale, comme l'a mis en évidence la crise asiatique de 1997–1998. Les données disponibles montrent cependant que tel n'est pas le cas et que, à la différence des opérations de *carry trade* à effet de levier, un dénouement rapide de ces

| Écarts de taux d'intérêt, déséquilibres extérieurs et volatilité du change | | | | | | |
|--|--------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------------------|-------------------------------------|----------------------|
| | Écart de taux d'intérêt ¹ | Paiements courants ² | Cours de change ^{3,4} | | Volatilité implicite ^{4,5} | |
| | 2006 | 2006 | Phase 1 ⁶ | Phase 2 ⁷ | Phase 1 ⁶ | Phase 2 ⁷ |
| Brésil | 9,8 | 1,3 | -8,7 | -1,7 | 7,2 | 4,3 |
| Nouvelle-Zélande | 2,7 | -8,8 | -1,7 | -2,4 | -0,1 | 1,9 |
| Afrique du Sud | 2,5 | -6,4 | -10,9 | -4,1 | 10,5 | 2,5 |
| Mexique | 2,4 | -0,2 | -4,1 | -2,1 | 4,5 | 0,6 |
| Hongrie | 2,1 | -6,9 | -2,8 | 0,0 | 0,8 | 0,4 |
| Australie | 1,1 | -5,4 | -2,3 | -0,7 | 0,2 | 1,1 |
| Chili | 0,1 | 3,8 | -4,8 | 0,4 | 4,3 | 0,7 |
| Royaume-Uni | -0,0 | -2,9 | 0,7 | -2,0 | 0,4 | 0,3 |
| Corée | -0,4 | 0,7 | -2,2 | -1,4 | -0,7 | 0,6 |
| Pologne | -0,7 | -2,1 | -4,2 | 0,1 | 1,7 | -0,0 |
| Canada | -0,8 | 1,7 | 1,3 | -0,6 | 1,0 | 0,0 |
| Norvège | -1,7 | 16,7 | -0,2 | -0,6 | -0,0 | 0,2 |
| Zone euro | -1,8 | -0,3 | -0,0 | 0,4 | -0,1 | 0,5 |
| Suède | -2,6 | 7,4 | 0,8 | -1,5 | 0,0 | 0,6 |
| Taiwan, Chine | -3,1 | 7,1 | -2,6 | 0,2 | -0,1 | 0,7 |
| Suisse | -3,4 | 18,5 | 0,8 | 1,7 | 0,0 | 1,2 |
| Japon | -4,5 | 3,9 | -0,9 | 4,8 | -0,7 | 2,4 |
| VIX | . | . | . | . | 9,1 | 11,7 |

¹ Taux d'intérêt 3 mois par rapport au taux américain. ² Solde des paiements courants, en % du PIB. ³ Variation, en % ; une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar EU. ⁴ Entre niveau moyen du mois précédant la phase de volatilité et niveau au pic de volatilité (VIX). ⁵ Volatilité implicite à 1 mois par rapport au dollar EU ; variation, en points de %. ⁶ Début le 17 mai 2006, pic le 13 juin 2006. ⁷ Début le 27 février 2007, pic le 5 mars 2007.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; données nationales.

Tableau V.1

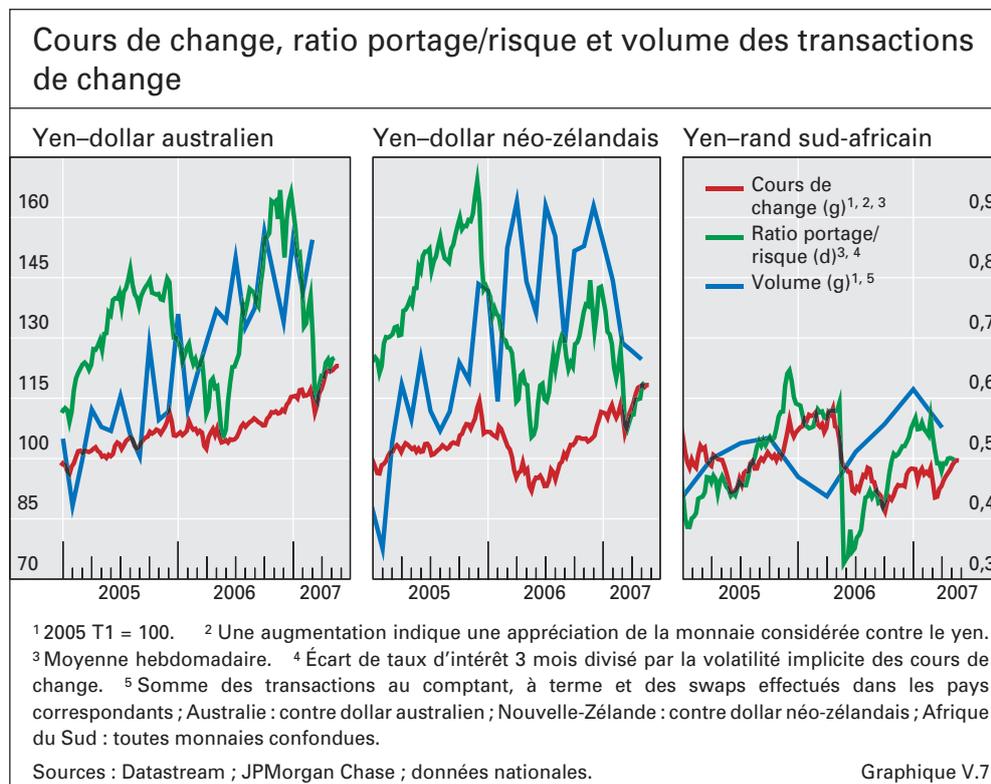
investissements est peu probable. De plus, les prêts à l'Europe centrale et orientale sont majoritairement consentis, de toute façon, par des banques d'Europe occidentale aux risques diversifiés.

Pour certaines monnaies, les opérations de *carry trade* ont été importantes...

Durant la période couverte par cette étude, des analyses de marché ont désigné le yen et le franc suisse comme les deux grandes monnaies de financement des opérations de *carry trade* et, comme devises de placement, les dollars australien et néo-zélandais, la livre sterling ainsi que les monnaies de certaines économies émergentes, dont le real brésilien, le forint hongrois et le rand sud-africain. Les stratégies de *carry trade* ont sans doute favorisé l'appréciation de ces monnaies-cibles. En mai-juin 2006 et février 2007, cependant, leur dénouement pourrait avoir contribué à l'affaiblissement des monnaies de placement et au raffermissement des monnaies de financement (tableau V.1). Comme l'accès de volatilité a été relativement modéré et de courte durée, son effet a été limité et temporaire, et ne s'est pas étendu à d'autres compartiments.

...et rentables

Les mesures de performance *ex ante* ou *ex post* des stratégies de *carry trade* montrent que celles-ci ont été généralement rentables en 2006 et début 2007, en termes corrigés des risques. Les ratios portage/risque, par exemple, qui mesurent les écarts de taux corrigés des anticipations de risques implicites intégrées dans les options sur devises, permettent de penser que les stratégies financées en yens ont été particulièrement intéressantes en 2006, en raison du maintien des écarts de taux et de la faible volatilité de change (graphique V.7). La rentabilité de ces stratégies a toutefois diminué en mai-juin 2006 et février 2007, par suite d'une perception accrue des risques dans une phase de plus grande volatilité des marchés.



Il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces stratégies et leur impact sur les cours de change. En l'absence de données publiquement disponibles sur les positions en devises, d'autres mesures indirectes sont généralement utilisées : positions ouvertes des spéculateurs sur les contrats à terme sur devises ; indicateurs d'activité sur les transactions sur les marchés des changes ; analyse de style des placements des fonds spéculatifs ; statistiques bancaires internationales BRI. Rapportées à des mesures de rentabilité du *carry trade*, elles montrent toutes que ces stratégies ont pu avoir une influence notable sur l'évolution des cours de change au cours de la période sous revue.

Autres méthodes de mesure des opérations de *carry trade* :

L'une des mesures couramment utilisées est obtenue à partir des données sur les positions en contrats à terme sur devises négociés sur le Chicago Mercantile Exchange, qui distinguent les opérateurs commerciaux et non commerciaux (spéculateurs) ainsi que les positions longues et courtes. Les données sur les positions non commerciales nettes, en particulier les positions courtes en yens et les positions longues en livres sterling et en dollars australiens, concordent avec une évolution des volumes d'opérations de *carry trade* en forte hausse en 2005 et 2006, mais en repli fin février 2007 quand la volatilité des cours de change s'est accrue (graphique V.6). L'augmentation des positions spéculatives courtes nettes en francs suisses en 2006 est moins évidente. Pour diverses raisons, cependant, ces conclusions commandent une certaine prudence. Premièrement, les données de l'enquête triennale BRI sur les marchés des changes et dérivés laissent penser qu'une infime fraction seulement des transactions de change passe par des contrats de place. Deuxièmement, la distinction entre opérations commerciales et non commerciales est quelque peu arbitraire. Troisièmement, certaines transactions identifiées comme spéculatives ne sont pas nécessairement associées à des stratégies de *carry trade*.

positions sur les marchés des contrats à terme...

Les données sur le volume des opérations de change confirment les conclusions de l'analyse des contrats de place. La forte progression des transactions en dollars australiens et néo-zélandais et de plusieurs monnaies d'économies émergentes concorde avec le renforcement des stratégies de *carry trade* sur ces monnaies en 2006 (graphique V.7). Le montant global élevé des transactions, après une baisse marquée des ratios portage/risque, paraît refléter des opérations de dénouement consécutives à l'accentuation de la volatilité de change. Dans le même temps, ces chiffres ne donnent que des informations indirectes, car ils ne précisent ni la nature des transactions ni les contreparties. Tout en présentant des limites semblables, les enquêtes semestrielles sur les dérivés de gré à gré confirment, dans une certaine mesure, l'intensification de l'activité sur plusieurs monnaies de placement ainsi que sur des monnaies de financement comme le yen et le franc suisse.

...volume des opérations de change...

Une autre méthode d'évaluation du rôle des stratégies de *carry trade*, fondée sur une analyse de style de placements d'un large échantillon de fonds spéculatifs, tend aussi à confirmer leur importance pour un certain nombre de devises. L'analyse utilise des régressions des rendements d'un échantillon de fonds spéculatifs sur des mesures de rentabilité de stratégies spécifiques de *carry trade*, après neutralisation des effets de la performance des principaux indices de marché. L'application de cette technique aux deux dernières années

...analyse des placements des fonds spéculatifs...

sur quelques centaines de fonds permet de déterminer si les rendements ont été affectés par ces stratégies spécifiques. Les résultats montrent que celles portant sur des monnaies telles que le dollar australien ou le real brésilien permettent d'expliquer, mais dans une modeste mesure, les performances de différentes catégories de fonds. Si cette analyse peut avoir son utilité pour montrer l'importance, à moyen terme, des stratégies de *carry trade* pour les fonds spéculatifs, il est difficile d'en déduire avec précision ce qui s'est passé avec ces placements en période de volatilité accrue.

...et statistiques
bancaires BRI

Les statistiques bancaires internationales BRI apportent des éléments plus contrastés sur le rôle des stratégies de *carry trade* ; elles peuvent être utiles dans la mesure où ces stratégies sont mises en œuvre, au moins en partie, grâce à des emprunts et prêts directs. Une modification des créances sur les résidents des centres financiers, par opposition aux autres places, pourrait être interprétée comme un signe de changement de stratégie, étant donné que de nombreux fonds spéculatifs ou services de négociation pour compte propre sont installés dans ces centres. Ces statistiques indiquent une chute de l'encours des créances en yens en 2006, et notamment un recul des crédits accordés aux résidents du Royaume-Uni et des places franches. Ce résultat semble concorder avec le tassement des opérations de *carry trade* financées en yens. À l'inverse, les créances en francs suisses ont augmenté au premier semestre 2006, ce qui montrerait le rôle croissant de la monnaie helvétique comme devise de financement, même si les créances sur les résidents du Royaume-Uni et des places franches sont restées assez modestes. Là encore, ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, puisque les stratégies de *carry trade* ne sont qu'un des facteurs qui déterminent les variations des flux internationaux de créances.

Politique de change

Augmentation
significative des
réserves de change
officielles

Comme les années précédentes, l'accumulation substantielle de réserves de change montre que les interventions ont été un facteur important sur les marchés des changes en 2006. Les autorités monétaires ont accru leurs réserves d'environ \$850 milliards, soit deux fois plus qu'en 2005 (tableau V.2). Cette progression s'explique surtout, mais pas entièrement, par les interventions destinées à atténuer les tensions sur la monnaie résultant d'entrées importantes de capitaux, conjuguées, bien souvent, à un excédent des paiements courants élevé. Les effets de valorisation induits par d'amples fluctuations de change et par les flux de revenus sont également susceptibles d'avoir gonflé les réserves mesurées en dollars EU.

L'augmentation des réserves de change officielles dans les bilans des banques centrales s'est accompagnée d'un renforcement sensible des avoirs en devises gérés par des fonds de richesse nationale. Certains, instaurés pour neutraliser les effets de la volatilité des cours des produits de base sur l'économie du pays, se sont donc étoffés en raison des niveaux toujours plus élevés de ces cours. Ainsi, le fonds de pension du gouvernement norvégien, qui est l'un des fonds de richesse nationale les plus transparents, a triplé depuis 2002 avec le renchérissement du pétrole. D'autres fonds offrent de nouveaux débouchés pour les excédents de paiements courants des

économies dotées d'un régime de change administré. L'accumulation continue de réserves officielles et l'annonce faite récemment qu'une partie des réserves chinoises en devises servirait à créer un fonds de placement autonome semblent indiquer que les avoirs ainsi gérés vont encore se développer.

Malgré la transition vers un régime de change plus souple amorcée en 2005, c'est la Chine qui a accumulé les plus grosses réserves en valeur absolue, la Russie arrivant juste après, avec un doublement par rapport à 2005. De même, le Brésil et l'Inde ont enregistré des accroissements sensibles de leurs réserves officielles, surtout à la suite d'interventions sur les changes.

Dans certains pays d'Asie, les interventions n'ayant pas suffi à atténuer les tensions sur la monnaie, des appréciations substantielles ont été enregistrées (graphique V.3). Ainsi, en Chine, en Corée, en Inde, en Malaysia et aux Philippines, une déréglementation des sorties de capitaux a complété

Des modifications des contrôles des changes ont aussi influé sur les cours

| Réserves officielles en devises : variation annuelle | | | | | | | |
|--|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------|
| En milliards de dollars EU | | | | | | | |
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Encours (décembre 2006) |
| | À cours de change courants | | | | | | |
| Total | 113,2 | 358,7 | 616,8 | 723,2 | 426,1 | 859,8 | 5 034,2 |
| Pays industriels | 6,3 | 116,1 | 215,5 | 197,3 | -23,3 | 99,9 | 1 394,9 |
| États-Unis | -2,3 | 4,8 | 5,9 | 3,0 | -4,9 | 3,1 | 40,9 |
| Zone euro | -10,8 | 8,0 | -27,6 | -7,0 | -14,0 | 16,9 | 184,0 |
| Japon | 40,5 | 63,7 | 201,3 | 171,5 | 4,5 | 46,1 | 874,9 |
| Asie | 76,2 | 174,0 | 263,8 | 363,8 | 250,0 | 396,3 | 2 217,5 |
| Chine | 46,6 | 74,2 | 116,8 | 206,7 | 208,9 | 247,5 | 1 066,3 |
| Corée | 6,6 | 18,3 | 33,7 | 43,7 | 11,8 | 28,4 | 238,4 |
| Hong-Kong RAS | 3,6 | 0,7 | 6,5 | 5,2 | 0,7 | 8,9 | 133,2 |
| Inde | 8,0 | 21,7 | 30,6 | 27,5 | 5,9 | 39,2 | 170,2 |
| Indonésie | -1,2 | 3,7 | 4,0 | -0,0 | -1,9 | 7,9 | 40,7 |
| Malaysia | 1,2 | 3,8 | 10,4 | 22,1 | 4,5 | 12,4 | 81,7 |
| Philippines | 0,4 | -0,2 | 0,3 | -0,5 | 2,8 | 4,1 | 19,9 |
| Singapour | -4,8 | 6,5 | 13,6 | 16,5 | 3,8 | 20,5 | 135,8 |
| Taïwan, Chine | 15,5 | 39,4 | 45,0 | 35,1 | 11,6 | 12,9 | 266,1 |
| Thaïlande | 0,4 | 5,7 | 2,9 | 7,5 | 2,0 | 14,6 | 65,1 |
| Amérique latine ¹ | -0,3 | 4,2 | 30,6 | 21,1 | 25,4 | 53,7 | 271,0 |
| Argentine | -9,9 | -4,1 | 2,7 | 4,9 | 4,7 | 7,7 | 30,4 |
| Brésil | 3,2 | 1,7 | 11,7 | 3,6 | 0,8 | 32,0 | 85,6 |
| Chili | -0,6 | 0,8 | 0,4 | 0,3 | 1,2 | 2,5 | 19,2 |
| Mexique | 9,2 | 5,5 | 7,8 | 5,0 | 10,2 | 2,4 | 75,4 |
| Venezuela | -3,8 | -0,8 | 7,5 | 2,3 | 5,6 | 5,5 | 28,9 |
| ECO ² | 4,0 | 24,2 | 21,1 | 21,4 | 15,3 | 26,0 | 181,3 |
| Moyen-Orient ³ | 1,9 | 0,7 | 5,7 | 12,8 | 17,0 | 26,2 | 101,4 |
| Russie | 8,3 | 11,5 | 29,1 | 47,6 | 54,9 | 119,6 | 295,3 |
| Exportateurs nets de pétrole ⁴ | 17,6 | 27,7 | 67,0 | 100,0 | 114,8 | 219,0 | 706,5 |

¹ Pays cités plus Colombie et Pérou. ² Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. ³ Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. Arabie Saoudite : hors investissements en titres étrangers. ⁴ Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigeria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient. Nigeria : données 2006 jusqu'en novembre.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales.

Tableau V.2

les interventions des autorités monétaires. La Corée, par exemple, a assoupli les restrictions sur les investissements à l'étranger et adopté des dispositions visant à favoriser les achats de titres et d'avoirs immobiliers étrangers. La Chine a pris de nouvelles mesures pour encourager les sorties de capitaux, notamment le relèvement des plafonds sur les achats de devises par les entreprises et les particuliers, l'autorisation pour les banques et compagnies d'assurances d'acquérir des actifs étrangers à revenu fixe et la possibilité, pour les gestionnaires agréés, de constituer des fonds en devises et d'effectuer des placements hors du pays. De son côté, après plusieurs tentatives visant à freiner l'appréciation du baht, la Banque de Thaïlande a choisi de durcir les contrôles sur les entrées de capitaux (chapitre III).

Effet peu sensible des modifications de la composition en devises

Outre la rapidité de l'accumulation de réserves, des changements dans leur répartition par devise et l'incidence possible de ces changements sur les cours de change ont retenu l'attention. Cette incidence n'est cependant pas prouvée. En 2006, plusieurs modifications effectives ou envisagées de la composition en devises des réserves de change ont été annoncées. Elles ont essentiellement fait apparaître un désengagement vis-à-vis du dollar EU au profit de l'euro et de la livre sterling. Si ces annonces ont eu des effets sur les cours de change, ils n'ont guère duré toutefois, en raison peut-être des volumes peu importants concernés. Cette explication est étayée par des données agrégées du FMI, qui semblent indiquer, malgré leur caractère incomplet, une relative stabilité de la part des réserves de change officielles en dollars EU et en euros entre 2005 et 2006 (respectivement deux tiers et un quart du total). Les seuls faits significatifs dans la répartition par devise ont été la progression de la livre sterling et le recul du yen. Il est à noter, néanmoins, que la composition des réserves n'est pas disponible pour tous les pays, et surtout la Chine, ce qui limite l'intérêt de ces statistiques. De surcroît, les fonds de richesse nationale ne sont pas couverts et il existe peu d'informations sur la ventilation par monnaie de leurs actifs.

Déséquilibres mondiaux

Stabilisation des déséquilibres mondiaux

En 2006, les déséquilibres mondiaux des paiements courants se sont quelque peu stabilisés, mais sans signe tangible de l'imminence d'un véritable rééquilibrage (chapitre II). Aux États-Unis, le déficit a continué de croître, pour baisser légèrement début 2007 en proportion du PIB. Globalement, l'excédent de l'Asie a augmenté en pourcentage du PIB, tandis que les excédents des pays exportateurs de pétrole n'ont guère varié en termes nets, en raison du tassement des prix pétroliers au second semestre 2006. C'est en Europe centrale et orientale que la situation des paiements courants s'est le plus détériorée.

Absence d'effets majeurs sur les monnaies du G 3...

Les déséquilibres extérieurs ne paraissent pas avoir eu d'effet majeur sur les monnaies du G 3. S'il est possible d'avancer que la dépréciation tendancielle du dollar EU traduit l'inquiétude latente suscitée par l'ampleur du déficit courant américain, la baisse sensible du yen n'est pas compatible avec la position des paiements courants du Japon. Cela voudrait dire que, durant la période considérée, les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle plus important que les considérations de long terme (*supra*).

Dans quelques petites économies, il apparaît que le niveau élevé du déficit courant a exposé la monnaie à un regain d'aversion pour le risque, surtout pendant l'épisode de volatilité de mai-juin 2006. Il existe pourtant une forte corrélation négative entre les ratios paiements courants/PIB et les taux d'intérêt intérieurs (tableau V.1). Ainsi, divers pays-cibles des opérations de *carry trade* ont enregistré également d'importants déficits courants. Les régressions de la volatilité des cours de change sur ces deux facteurs durant les six dernières années montrent que l'influence des taux d'intérêt a été plus déterminante. On pourrait donc penser que, pour la période examinée, la vulnérabilité est davantage liée à une inversion des flux de capitaux spéculatifs qu'aux déséquilibres structurels.

...mais impact possible sur les devises moins échangées

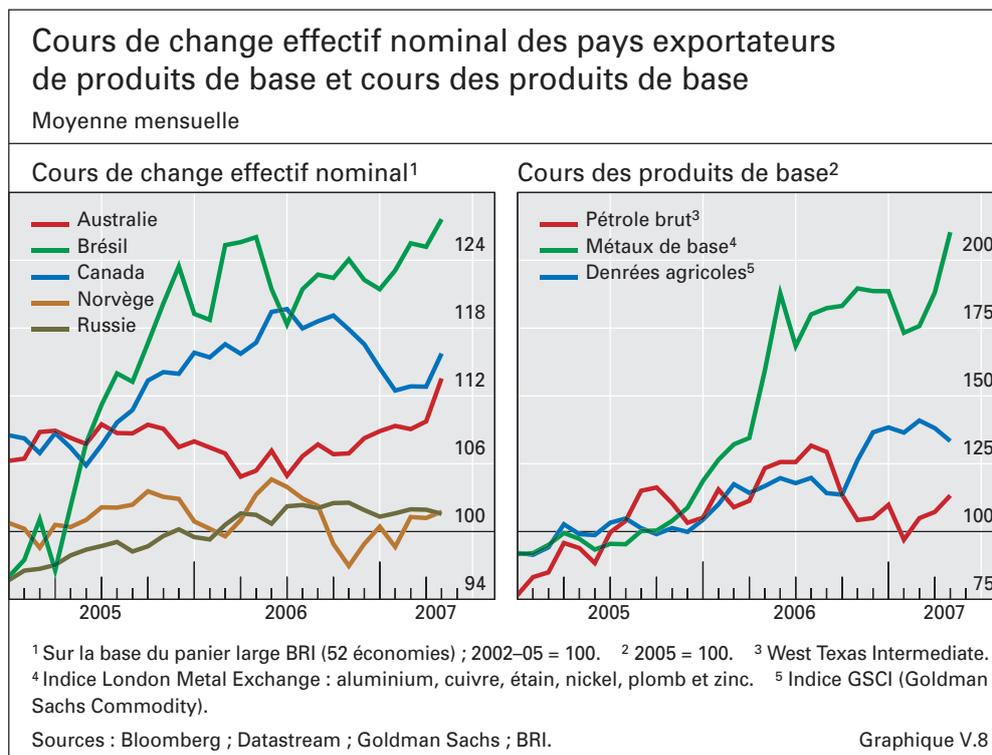
La question est de savoir si l'expérience récente constitue un bon indicateur de l'évolution à venir des cours de change en cas de maintien des déséquilibres extérieurs. Sur les marchés financiers, la volatilité se situe à des niveaux historiquement très bas, et les pics enregistrés ont été comparativement modestes. Il est donc possible que, dans les pays présentant un important déficit courant, les ajustements de change soient plus forts si la volatilité venait à s'accroître nettement.

L'expérience récente n'est pas forcément un bon indicateur pour l'avenir

Cours des produits de base

S'agissant des pays exportateurs de produits de base, les cours de change ont quasiment partout évolué en fonction des cours de leurs produits de base, eux-mêmes moins synchronisés que les années précédentes. Chez les exportateurs d'énergie comme le Canada et la Norvège, les cours de change ont suivi étroitement ceux du pétrole brut : en hausse au premier semestre 2006, puis en baisse, avec ensuite une remontée durant les quatre premiers

Évolutions de change divergentes au sein des pays producteurs



mois de 2007, dans le sillage de la reprise des prix du pétrole (graphique V.8). Dans un certain nombre d'autres pays exportateurs de matières premières, la monnaie s'est dépréciée à la suite du repli de la plupart des cours des produits de base non pétroliers durant les turbulences de mai 2006. Le rétablissement a toutefois été relativement rapide dans ceux dont les exportations sont diversifiées, comme l'Australie et le Brésil. En outre, les cours de change sont demeurés proches de leurs sommets historiques, car la conjonction d'un resserrement continu de l'offre et d'une forte demande a fait rebondir les cours de nombreux produits, parfois à des niveaux records. Le rouble russe a bénéficié à la fois de la bonne tenue des prix pétroliers au premier semestre 2006 et de la diversification de ses produits de base exportés au second.

Accumulation de réserves et politiques de gestion

Les changements dans la gestion des réserves peuvent affecter les marchés financiers

Après des années de progression ininterrompue, en particulier depuis la crise asiatique, l'ampleur et la concentration des réserves de change officielles ont suscité un regain d'intérêt pour les décisions de gestion et leur incidence possible sur les marchés financiers. Ainsi, un débat animé s'est engagé au sujet des effets des achats officiels de titres de dette en dollars EU sur les rendements des obligations du Trésor américain (chapitre VI). À plus long terme, on peut aussi s'interroger sur les implications que pourraient avoir de nouvelles modifications importantes dans la composition des réserves, dans le cadre, par exemple, d'initiatives plus larges visant à accroître les rendements.

Évolution sensible à cet égard ces dernières années

Depuis une dizaine d'années, la gestion des réserves de change officielles a sensiblement évolué, à la suite des modifications de l'environnement économique et du cadre institutionnel au sens large. Celles-ci ont entraîné des ajustements des méthodes d'un grand nombre de banques centrales, principales responsables de cette tâche, bien au-delà des plus gros gestionnaires. Si certaines ont retenu l'attention, d'autres sont passées plus inaperçues.

La présente section décrit quelques grands changements intervenus à cet égard, en examine les principales causes et analyse certains défis pour l'avenir, ceux en particulier qui pourraient avoir davantage d'incidence sur les marchés financiers. On ne reviendra pas à cet effet sur les raisons de l'accumulation de réserves nettes, qui relèvent de stratégies plus générales.

Gestion des réserves de change : principales tendances

Trois grandes tendances :

Dans l'évolution des méthodes de gestion des réserves, trois tendances au moins appellent une attention particulière. À l'instar de ce qui s'est passé pour la politique monétaire et la surveillance prudentielle, elles sont liées aux objectifs, aux instruments et à la responsabilité des banques centrales. On les retrouve un peu partout, mais à des moments différents et à des degrés divers selon les pays : importance plus grande donnée aux rendements ; adoption d'une approche plus structurée reposant sur un renforcement de la gouvernance interne et de la gestion des risques ; meilleure information du public.

Le recentrage sur les rendements, qui constitue sans doute la tendance la plus apparente, a revêtu des formes diverses. Dans certains cas, il s'est agi de la création de fonds de richesse nationale spécifiquement axés sur les rendements. Dans plusieurs banques centrales, les réserves existantes ont été réparties en différentes tranches, liquidité et investissement par exemple, ou confiées à des gestionnaires extérieurs pour permettre une gestion plus spécialisée. D'une manière plus générale, les banques centrales ont élargi leur gamme de placements pour y inclure des actifs tels que les produits sur « écarts de taux », plus prometteurs que les instruments traditionnels, en raison de leurs caractéristiques de liquidité ou d'une qualité de crédit inférieure.

recentrage sur les rendements...

L'adoption d'une approche structurée pour les décisions concernant la gestion des réserves s'est faite selon trois axes très complémentaires ; ils portent sur la segmentation verticale et horizontale des processus de gestion et sur les fonctions connexes de la gestion des risques.

...approche plus structurée de la décision et de la gestion...

La première forme de structuration a consisté à adopter une approche de haut en bas (*top down*) pour assurer la meilleure conception et la mise en œuvre effective du portefeuille. Au niveau stratégique, il s'est agi surtout de définir le bon dosage entre risque et rendement (« allocation stratégique des avoirs »), dans le cadre d'un choix plus global pour l'institution compatible avec ses autres missions (*infra*) ; dans la plupart des banques centrales, la définition de ce compromis stratégique est officiellement confiée à l'organe exécutif, qui doit ensuite sélectionner un portefeuille de référence et préciser les plages de tolérance dans lesquelles la répartition effective peut varier. Un échelon tactique entre l'allocation stratégique et les prises de positions des gestionnaires a souvent été introduit, afin de centraliser les décisions pour mieux exploiter les évolutions à court terme des marchés.

Le deuxième axe de la structuration a été l'instauration d'une séparation horizontale plus stricte des activités liées à la gestion des réserves. Cette démarche vise à mieux garantir l'intégrité du processus, notamment en limitant les risques de conflits d'intérêts internes. C'est ainsi que des responsabilités différentes comme la gestion des avoirs, la mesure de performance et la conformité aux directives de placement, ainsi que les fonctions de règlement, ont généralement été cloisonnées, tant sur le plan fonctionnel que hiérarchique.

Le troisième axe, enfin, a été de renforcer les processus de gestion des risques et a été perçu comme un préalable indispensable à l'élargissement de la gamme des placements potentiels et à la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement plus rigoureuse. S'agissant des risques financiers, le recours plus systématique à des outils de mesure et de gestion a permis de concevoir le portefeuille de référence, de mesurer et d'évaluer les performances, de limiter les risques d'exécution et de garantir la conformité aux textes réglementaires. On s'est attaché également à centraliser davantage la gestion du risque opérationnel, fonction dont l'importance au sein des institutions a été rehaussée en confiant sa responsabilité à des niveaux hiérarchiques plus élevés.

L'information du public s'est accrue, ce qui n'a pas été sans affecter la gestion des risques elle-même. De plus en plus de banques centrales publient

...et meilleure information du public

à présent des informations plus complètes sur le cadre institutionnel, les placements potentiels et les performances. Certaines indiquent également la composition en monnaies de leurs réserves, même si, à l'exception surtout de la banque centrale russe, il ne s'agit pas encore de celles qui détiennent des parts substantielles des réserves mondiales.

Principaux déterminants des tendances

Trois grandes forces :

Les tendances identifiées ci-dessus, en matière de gestion des réserves de change par les banques centrales, résultent de plusieurs développements majeurs dans l'environnement économique et institutionnel. Les plus importants sont : l'accumulation substantielle de réserves par certains pays ; les avancées de la technologie financière et l'expansion des marchés financiers ; les modifications du cadre de gouvernance externe dans lequel opèrent les banques centrales.

accumulation substantielle de réserves de change...

L'accumulation massive de réserves de change ces dernières années dans plusieurs pays a naturellement conduit à opter pour des stratégies davantage axées sur les rendements, tout en privilégiant les processus indispensables pour gérer une part de plus en plus importante des ressources nationales. Même s'il est difficile de mesurer avec précision le niveau « adéquat » des réserves, leur montant semble réellement bien au-dessus de la norme dans certaines économies, sur la base uniquement de considérations de liquidité (tableau V.3). C'est le cas, en particulier, de celles où cette accumulation ne répond plus au désir de se constituer un trésor de guerre, mais résulte plutôt des tentatives entreprises pour lutter contre l'appréciation de la monnaie nationale.

| Réserves de change : niveau et indicateurs d'adéquation | | | | | | | | |
|---|----------------------------------|-------|-------------------------------------|------|---------------------------------------|------|---|------|
| | Encours de réserves ¹ | | Réserves/ importations ² | | Réserves/masse monétaire ³ | | Réserves/dette à court terme ⁴ | |
| | 2000 | 2006 | 2000 | 2006 | 2000 | 2006 | 2000 | 2006 |
| Chine | 166 | 1 066 | 9 | 16 | 10 | 24 | 8 | 13 |
| Japon | 347 | 875 | 11 | 18 | 6 | 15 | 2 | 2 |
| Taiïwan, Chine | 107 | 266 | 9 | 16 | 19 | 34 | 8 | 8 |
| Russie | 24 | 295 | 6 | 20 | 44 | 77 | 2 | 5 |
| Corée | 96 | 238 | 7 | 9 | 29 | 38 | 2 | 2 |
| Asie hors Chine ⁵ | 325 | 647 | 6 | 7 | 27 | 30 | 2 | 2 |
| Amérique latine ⁶ | 136 | 271 | 5 | 7 | 23 | 25 | 1 | 2 |
| Moyen-Orient ⁷ | 75 | 178 | 9 | 8 | 25 | 30 | 2 | 2 |
| Europe centrale et orientale ⁸ | 69 | 181 | 5 | 4 | 39 | 36 | 2 | 1 |
| Économies industrielles ⁹ | 344 | 334 | 1 | 1 | 3 | 2 | 0 | 0 |

¹ En milliards de dollars EU. ² En mois d'importation. ³ En %. ⁴ Dette extérieure à court terme (envers les banques déclarantes BRI) : créances consolidées de toutes les banques déclarantes sur les pays cités, d'échéance inférieure ou égale à 1 an, plus encours de titres de dette internationaux d'échéance jusqu'à 1 an ; sur la base de l'encours en fin d'année. Arabie Saoudite et Libye : hors titres de dette internationaux. ⁵ Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁷ Arabie Saoudite, Égypte, Émirats arabes unis, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Oman et Qatar. ⁸ Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovaquie. ⁹ Canada, États-Unis, Royaume-Uni, Suisse et zone euro.

Sources : FMI ; Datastream ; BRI.

Tableau V.3

Les avancées de la technologie financière et l'expansion des marchés ont été déterminantes, d'une manière plus générale, dans cette évolution des méthodes de gestion. Comme pour le secteur privé, les progrès technologiques ont doté les banques centrales des outils nécessaires à une approche plus structurée de la mesure et de la gestion des risques, et leur ont sans doute permis de réduire leurs besoins en avoirs liquides. L'expansion des marchés financiers a élargi la palette des actifs qui procurent un niveau de liquidité acceptable et des rendements plus attractifs, tels que les titres adossés à des emprunts hypothécaires. Les banques centrales ont eu aussi plus de facilité à obtenir rapidement des fonds par mobilisation des sûretés. De plus en plus, elles ont également commencé à utiliser des produits dérivés en complément de leurs placements, avec la perspective d'étendre leur gamme d'investissements à travers ces marchés. Ainsi, l'émergence d'un marché actif de contrats dérivés sur défaut de crédit pourrait permettre aux banques centrales de gérer plus efficacement les risques liés à leur entrée sur le marché des obligations d'entreprise.

...avancées de la technologie financière et expansion des marchés...

Enfin, les modifications du cadre de gouvernance externe ont été multiples et profondes, ce qui explique en partie le caractère international des tendances observées. Partout, l'indépendance plus marquée octroyée aux banques centrales a permis de mettre en valeur la responsabilité et la transparence. C'est l'une des raisons qui ont conduit à améliorer l'information du public sur la gestion des réserves, à renforcer le processus de gouvernance interne et, parfois, à pousser les banques centrales à rechercher de meilleurs rendements. Dans le même temps, la réputation et la crédibilité ont pris une importance grandissante dans l'exercice des politiques. Les banques centrales ont ainsi davantage conscience de la nécessité de procédures saines de placement, tant en termes d'efficacité et de sécurité des transactions que dans la gestion des éventuels conflits d'intérêts. Le rôle d'instance de réglementation et de normalisation assumé par nombre d'entre elles pour le secteur privé, et qui leur confère d'ailleurs valeur de modèle, n'a fait que conforter ces incitations.

...et modifications du cadre de gouvernance externe

Défis

Les principales tendances qui viennent d'être identifiées dans la gestion des réserves comportent d'importants défis pour les banques centrales. Si certains ont des implications qui se limitent essentiellement à l'organisation et au fonctionnement des institutions sur le plan interne, d'autres peuvent avoir des répercussions plus immédiates sur les marchés financiers et les cours de change. Pour illustrer ce second point, il est intéressant d'approfondir trois aspects : le choix du numéraire pour la conception du portefeuille ; la définition du compromis approprié entre risque et rendement pour les réserves ; le degré adéquat d'information du public. Dans les trois cas, il n'existe pas de solution toute prête ni même de réponse « correcte ». Ce sont plutôt des compromis difficiles qui doivent être trouvés entre plusieurs considérations. Quoi qu'il en soit, la manière de faire face à ces questions peut avoir des conséquences importantes.

La manière de relever les défis peut affecter les marchés

Question du choix du numéraire

Sur un plan stratégique, le choix de la devise, ou du panier de devises, comme référence dans les décisions de répartition du portefeuille – qui peut se démarquer de l'unité retenue pour les états comptables – est particulièrement déterminant pour la composition en devises des réserves. Dans l'hypothèse d'une convergence sur le long terme des rendements anticipés entre devises – ce qui est généralement le cas pour les décisions sur les allocations stratégiques des avoirs –, le choix du numéraire influence la composition du portefeuille de référence, surtout par son incidence sur la mesure de la variabilité des rendements. Concrètement, cette répartition comporte une représentation élevée des devises ayant une covariance plus forte avec le numéraire. L'adoption d'une approche plus structurée et formelle pour la gestion des réserves et l'apparition d'outils financiers plus élaborés ont mis récemment en évidence l'importance de ce choix.

Importance du rôle prévu des réserves

En principe, le choix du numéraire participe d'une analyse minutieuse des usages prévus des réserves ainsi que du cadre institutionnel au sens large, qui aide à définir la tolérance du détenteur des réserves à l'égard du risque. Auparavant, quand les réserves étaient essentiellement destinées à des interventions, la solution qui s'imposait pour le numéraire (largement implicite) consistait à prendre la monnaie la plus liquide, à savoir le dollar EU. De même, quand les transactions financières étaient moins importantes qu'aujourd'hui, le libellé des importations constituait une alternative tout indiquée. Par la suite, lorsque les réserves ont servi surtout à couvrir des engagements extérieurs, la composition par devise de ces engagements aurait pu s'avérer une référence utile.

La monnaie nationale devient une alternative

Deux tendances plus récentes semblent montrer que la monnaie nationale pourrait présenter un attrait de plus en plus grand en tant que numéraire. Premièrement, dans les pays, en particulier, où les réserves dépassent les besoins de liquidité et où l'investissement est la principale motivation, la monnaie nationale pourrait être considérée comme un meilleur critère d'optimisation du patrimoine. En outre, il se peut que les banques centrales soient devenues plus sensibles aux pertes, dans la mesure où celles-ci sont perçues comme une menace possible pour leur indépendance opérationnelle ou leur réputation (*infra*), ou bien si elles affectent leurs fonds propres. Cela tendrait alors à renforcer l'influence exercée par le régime de change sur la répartition par devise, en favorisant la devise (ou le panier) affichant la plus grande stabilité vis-à-vis de la monnaie nationale.

Comment trouver le bon compromis entre risque et rendement ?

Pour le détenteur de réserves, il est particulièrement délicat de trouver le bon compromis entre risque et rendement. Défi en soi s'il ne s'agissait que de la seule fonction de gestion, il le devient beaucoup plus quand il faut composer avec les multiples tâches assumées par les banques centrales. La manière de résoudre ce dilemme n'est pas sans implications pour l'éventail des placements retenu ainsi que pour le degré et la nature d'une gestion active des réserves.

La réponse dépend des coûts d'opportunité...

Si la gestion des réserves est à présent davantage axée sur les placements, ce qui a logiquement favorisé une stratégie privilégiant la rémunération, il n'existe pas de critère évident pour trouver le bon équilibre entre risque et rendement. C'est d'ailleurs dû en partie à la difficulté d'évaluer

le véritable coût d'opportunité des fonds. Ainsi, toutes les réserves sont *a priori* « empruntées », que ce soit en monnaie nationale ou en devises, de sorte que le coût de financement immédiat est facile à mesurer. Cependant, une estimation de leur véritable coût d'opportunité pour l'économie du pays ne peut éluder des considérations d'équilibre général, notamment sur la configuration que pourraient présenter les cours de change et les taux d'intérêt en l'absence d'accumulation de réserves. Cela dépendrait à son tour, naturellement, des différents usages qui pourraient être faits des réserves, sous la forme par exemple d'investissements d'infrastructure ou de baisses d'impôts.

Le fait que la gestion des réserves de change soit intégrée à d'autres fonctions rend encore la tâche plus compliquée. En raison notamment de leur sensibilité particulière au risque de réputation, les banques centrales sont généralement aussi très sensibles au risque de crédit et au risque opérationnel associés à l'activité de placement, bien au-delà sans doute de leur incidence directe sur les rendements des portefeuilles. En outre, plus la part des réserves augmente dans le bilan global de la banque centrale, plus la crainte de subir des pertes peut paradoxalement s'accroître et la tolérance à l'égard du risque, diminuer, reflétant le plus grand risque de répercussions négatives sur les fonds propres de l'institution. Le désir d'éviter une telle issue peut influencer sur la « localisation » de la fonction de gestion des réserves au sein du secteur public. C'est l'une des raisons qui ont conduit à la création de fonds de placement spéciaux, qui ne figurent pas au bilan de la banque centrale, dans certaines économies considérées comme ayant un niveau de réserves excédant les besoins de liquidité. Dans le même temps, le cas de la Norvège laisse penser que certaines de ces contraintes associées aux préférences en matière de risque sont étroitement liées au cadre institutionnel dans lequel opère la banque centrale. En Norvège, l'institut d'émission gère à peu près de la même façon ses propres réserves et le fonds de pension public.

D'une manière plus générale, on peut se demander jusqu'à quel point on devrait privilégier une approche davantage axée sur les rendements. Sur un marché de plus en plus mondialisé, les responsabilités conjointes qui incombent aux différentes autorités en charge de l'intérêt public – notamment fonctionnement des marchés et stabilité financière – fixent des limites à une telle orientation. Ainsi, il est tout à fait naturel que des investisseurs privés, répondant à des motivations individuelles, recherchent le rendement ou qu'en période de turbulences ils se désengagent ou se retirent du marché. Sur un plan global, en revanche, un tel comportement peut, s'il va trop loin, contribuer à l'instabilité financière.

Malgré la tendance à une transparence accrue, la question du bon dosage de l'information publique sur les réserves de change suscite bien des controverses. Dans le passé, ces interrogations se limitaient au montant global des réserves ainsi qu'aux interventions modifiant leurs encours. Or, comme les réserves ont augmenté, l'attention s'est reportée sur leur composition et sur les implications que sa modification pourrait avoir pour les marchés financiers. Ce sont là des données que les banques centrales ont toujours été plus réticentes à communiquer.

...des atteintes possibles à la réputation...

...et d'autres objectifs stratégiques

Le bon dosage de l'information

Certains compromis dépendent...

Abstraction faite des dispositions de gouvernance externe, et au risque d'être un peu trop schématique, le degré optimal d'information est apparu comme un compromis entre les gains d'efficacité générés par des informations plus complètes à l'adresse des marchés financiers et la perte de marge de manœuvre tactique qui en résulte pour le gestionnaire des réserves. Les divergences d'opinions portent donc sur des différences d'appréciation concernant le bon fonctionnement des marchés et les contraintes auxquelles l'information publique soumet les autorités dans la réalisation de leurs objectifs.

...de facteurs tels que les volumes concernés

La taille des réserves et la nature du régime de change sont des facteurs qui peuvent réduire le souci de transparence des gestionnaires de réserves. Si celles-ci sont substantielles (tableau V.3), l'hypothèse selon laquelle la banque centrale n'est qu'un simple acteur individuel sur les marchés des changes et les marchés financiers est moins tenable. Des considérations tactiques pourraient même jouer un rôle encore plus important si les informations relatives aux variations de la composition par devise étaient interprétées comme le signe avant-coureur d'une modification du régime de change administré. Ces informations pourraient aussi aider à dissocier les variations *ex post* du niveau des réserves dues à des effets de valorisation de celles qui résultent des interventions. Plus généralement, les modifications de la composition en devises s'apparentent techniquement à des interventions stérilisées des autorités dont les monnaies sont échangées, et les opinions diffèrent nettement sur l'incidence de telles transactions sur les cours de change.

VI. Marchés financiers

Faits marquants

Les prix des actifs à risque ont continué d'augmenter pendant la majeure partie de 2006 et du premier trimestre 2007 ; les deux replis marqués enregistrés ont été, en fait, davantage des corrections passagères que des tassements prolongés. Ainsi, plus d'un indice boursier a inscrit des records historiques, tandis que diverses primes de risque ont atteint des planchers. Pourtant, il est apparu que la croissance mondiale pouvait avoir atteint un pic, et le sentiment des investisseurs a commencé à se ressentir des perspectives économiques moins favorables aux États-Unis et des effets des hausses de taux antérieures.

Dans les économies industrielles avancées, les rendements obligataires se sont stabilisés vers la mi-2006, avant d'amorcer un recul. Aux États-Unis, en particulier, ceux du segment long ont diminué au second semestre, traduisant les interrogations des investisseurs sur l'évolution de la croissance dans ce pays ainsi que les anticipations d'un assouplissement monétaire. Au Japon, la persistance de perspectives économiques plus positives a soutenu les rendements ; dans la zone euro, l'embellie progressive a fini par faire monter ceux des euro-obligations.

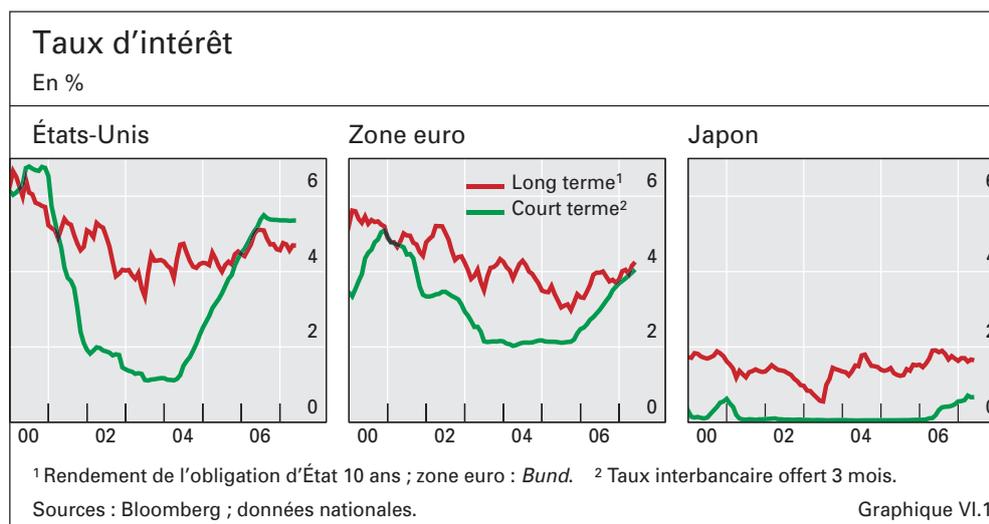
Si les actions ont pu être confortées, par moments, par la baisse des rendements obligataires, elles l'ont surtout été par la poursuite d'une vive progression des bénéfices. Elles ont également bénéficié des modifications survenues dans le capital des entreprises, avec l'augmentation des rachats d'actions et l'intensification des fusions-acquisitions, et du goût de plus en plus prononcé des investisseurs pour le risque.

L'amélioration des résultats économiques et l'attitude plus favorable des investisseurs à l'égard du risque ont également eu des conséquences bénéfiques sur les primes de risque des entreprises dans les pays développés. La solidité des bénéfices et les faibles niveaux d'endettement ont fait nettement reculer les perspectives de défaut. De même, les gains réalisés dans les économies émergentes se sont accompagnés de relèvements des notations et d'une situation macroéconomique généralement solide. Cependant, sur tous ces marchés, le goût croissant pour le risque a comprimé les primes.

Les rendements affectés par des perspectives de croissance contrastées

En mai 2006, lors du tassement sur les marchés financiers mondiaux, la progression enregistrée depuis quelque temps par les rendements longs des obligations d'État dans les pays développés s'est interrompue. Si les prix des

Amorce d'un recul des rendements à long terme vers la mi-2006



actifs à risque sont repartis à la hausse peu après, l'obligataire n'a pas suivi. Les rendements longs du G 3 ont amorcé un recul vers la mi-2006, lorsque les investisseurs ont revu en baisse leurs anticipations de croissance, en particulier pour les États-Unis (graphique VI.1), et que le marché a attendu à plusieurs reprises des réductions de taux par la Réserve fédérale. Au Japon, les perspectives de croissance, bien que meilleures, n'ont guère stimulé les rendements mais ont probablement limité leur repli. Dans la zone euro, le regain de dynamisme de l'économie a entraîné un mouvement de hausse. De début mai 2006 – avant le tassement – au 18 mai 2007, le rendement de l'obligation d'État 10 ans a perdu environ 35 pb, à 4,80 %, aux États-Unis, tandis qu'il gagnait quelque 30 pb, à 4,30 %, dans la zone euro et cédait près de 25 pb, à 1,65 %, au Japon.

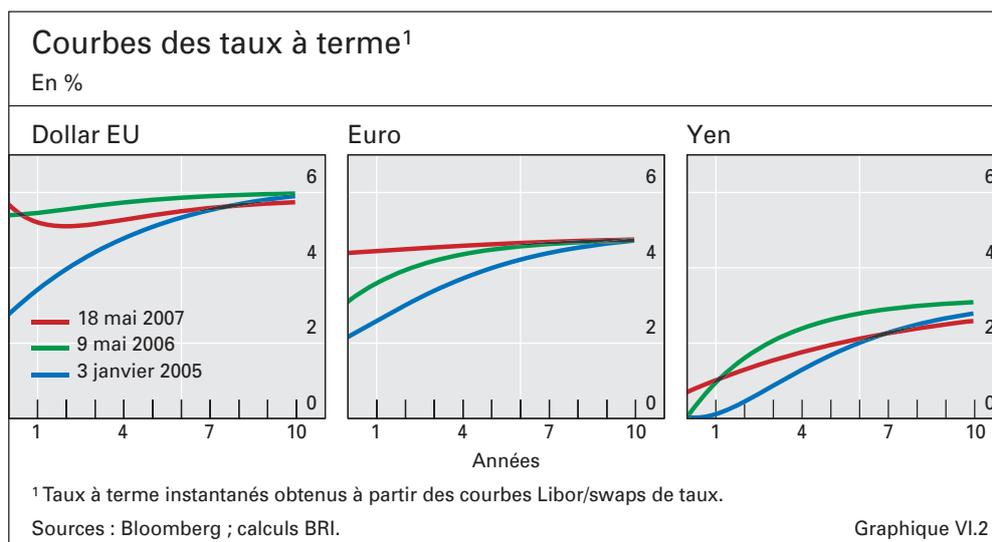
Aplatissement des courbes des rendements au Japon et dans la zone euro

Le 29 juin 2006, le 17^e relèvement consécutif des taux de la Réserve fédérale a été suivi d'une longue période d'attente, durant laquelle les variations des anticipations sur l'évolution de sa politique ont contribué au repli des rendements longs et courts. Les investisseurs tablaient au départ sur une poursuite du resserrement monétaire, à un rythme plus lent toutefois, puis ils ont été peu à peu amenés à penser que la banque centrale laisserait ses taux inchangés pendant une période prolongée et ont fini par envisager l'éventualité d'une baisse. Lors du relèvement de juin 2006, l'écart entre les rendements 10 ans et 2 ans était proche de zéro. Au 18 mai 2007, la pente de ce segment de la courbe n'avait guère évolué par rapport à juin 2006, tandis que l'extrémité courte de celle des taux à terme implicites américains s'était fortement inversée (graphique VI.2). Cette situation corroborait les attentes d'un assouplissement monétaire à court ou moyen terme.

Si les taux sont restés inchangés aux États-Unis, le resserrement monétaire s'est poursuivi en revanche au Japon et dans la zone euro, entraînant un aplatissement des courbes (graphique VI.2). Le Japon a cessé de maintenir son taux officiel proche de zéro et a procédé, en juillet 2006, à son premier relèvement depuis six ans, puis à un second en février 2007. De

Montée des anticipations de réduction des taux directeurs aux États-Unis...

...et relèvements au Japon et dans la zone euro



juin 2006 à mai 2007, la BCE a remonté ses taux de 25 pb à cinq reprises (chapitre IV). Dans le même temps, les rendements longs ont légèrement fléchi au Japon et ne sont que peu remontés dans la zone euro, atténuant la courbure de la structure par échéance. De début mai 2006 au 18 mai 2007, l'écart entre le 10 ans et le 2 ans s'est rétréci d'environ 55 pb dans la zone euro et de quelque 45 pb au Japon.

Divergence des perspectives de croissance et modération des anticipations d'inflation

Comme toujours, les décisions concernant les taux directeurs ont reflété les jugements portés sur la situation macroéconomique et ses perspectives, qui ont aussi déterminé dans une large mesure les rendements à long terme. En 2006, les anticipations et la tarification des titres d'État se sont probablement fondées essentiellement sur le rythme et l'ampleur attendus du ralentissement économique aux États-Unis. Les craintes suscitées par les répercussions du tassement rapide de l'immobilier, la hausse persistante des prix pétroliers et les relèvements antérieurs des taux ont progressivement tempéré l'optimisme des investisseurs sur la trajectoire de la croissance future de l'économie américaine. À partir de là, les prévisions de croissance pour 2007 n'ont cessé d'être revues en baisse, hormis une brève interruption au début de 2007 (graphique VI.3, cadre de gauche).

Si l'évolution des perspectives américaines a aussi influé sur les rendements obligataires hors des États-Unis, les anticipations de croissance dans la zone euro et au Japon ont certainement joué localement un rôle important. Dans la zone euro, où la croissance s'est accélérée et où les prévisions ont fait preuve d'un optimisme grandissant, les rendements ont, au départ, moins baissé qu'aux États-Unis, puis sont remontés progressivement. Au Japon, ils se sont également moins repliés, les investisseurs croyant de plus en plus à un retour à la normale de l'économie et à l'avènement d'une croissance solide.

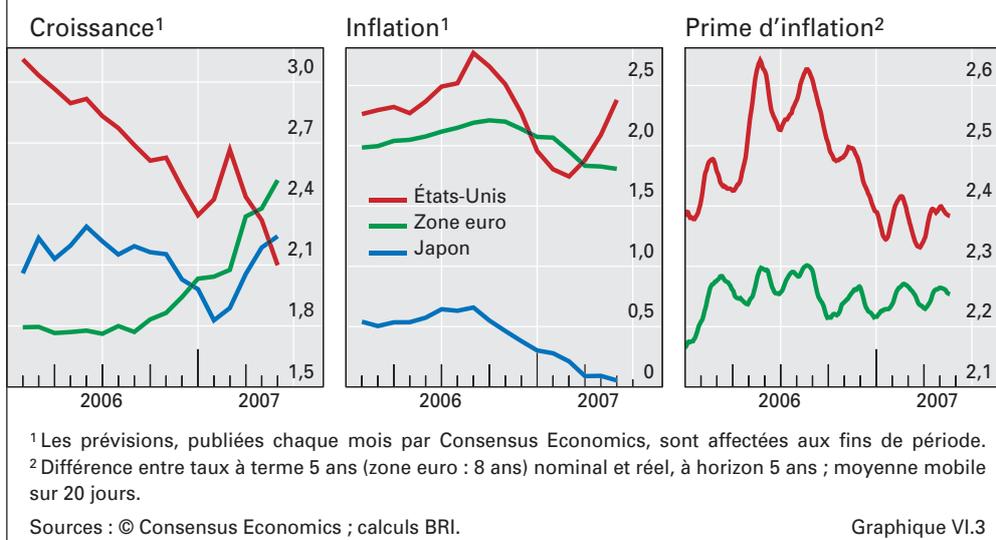
Outre les perspectives de croissance, le sentiment des investisseurs sur l'évolution de l'inflation a influé sur les rendements obligataires au cours de

Un ralentissement attendu a fait baisser les taux aux États-Unis...

...tandis que l'accélération de la croissance a stimulé les rendements dans la zone euro

Prévisions pour 2007 et indicateur de prime d'inflation

En %

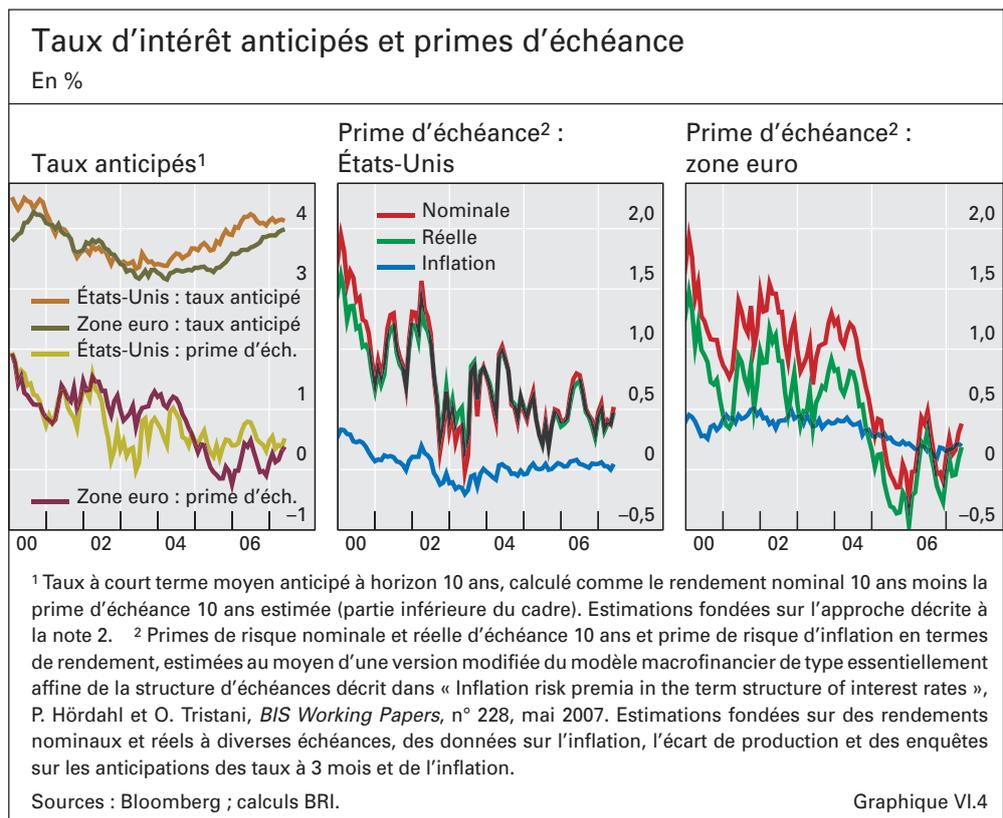


l'année écoulée. Au premier semestre, les tensions inflationnistes ont paru s'intensifier peu à peu, surtout aux États-Unis, puis s'atténuer au second, à la suite du resserrement monétaire et de la décline des prix du pétrole jusqu'en fin d'année. Sur la base de ces éléments, les prévisions d'inflation pour 2007 ont commencé à se modérer, après une montée progressive pour les premiers mois de 2006 (graphique VI.3, cadre du milieu). Au premier semestre 2007, des signes montrant que l'inflation diminuait moins vite que prévu ont entraîné un revirement partiel de ces prévisions. Les anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, mesurées par la différence entre les rendements obligataires à terme nominaux et réels, ont en grande partie reflété ces changements (graphique VI.3, cadre de droite). Parallèlement, les indicateurs correspondants de l'inflation dans la zone euro étaient plus stables, les marchés jugeant que les tensions sur les prix dues à l'amélioration de l'activité économique seraient contrebalancées par un resserrement graduel de la politique monétaire.

Les rendements affectés par la baisse de la prime d'échéance

Si l'évolution des rendements obligataires en 2006 a été en partie déterminée par les anticipations économiques, d'autres facteurs sont également intervenus. L'absence, en particulier, de tendance haussière notable dans la zone euro pendant la majeure partie de l'année a semblé contraster, dans une certaine mesure, avec les bons résultats économiques du groupe. Il apparaît plutôt que le repli de la prime d'échéance a joué un rôle important et contribué également aux pressions sur les rendements des titres du Trésor américain.

La prime d'échéance intégrée dans la structure par échéance des taux d'intérêt représente la rémunération des investisseurs en regard des risques liés à l'évolution incertaine des taux. Selon des estimations portant sur les États-Unis et la zone euro, cette prime est restée historiquement faible (graphique VI.4, cadre de gauche). En outre, même si elle paraît avoir



légèrement progressé de fin 2005 à mi-2006, elle s'est de nouveau repliée par la suite. De mi-2006 à mai 2007, la prime sur le rendement nominal de l'obligation 10 ans du Trésor américain aurait cédé environ 25 pb, ce qui équivaut aux trois quarts environ de sa baisse totale sur cette période, les 10 pb restants étant dus à des anticipations de recul des taux. Dans la zone euro, la prime à 10 ans a perdu quelque 40 pb au second semestre 2006, avant de refaire l'essentiel de ses pertes sur les cinq premiers mois de 2007.

Si l'on défalque, dans le rendement à 10 ans, la prime d'échéance estimée, le résultat semble mieux faire apparaître l'évolution contrastée des deux économies l'an passé. La trajectoire implicite des taux nominaux moyens attendus sur les dix prochaines années a continué de progresser sans interruption pour la zone euro, alors qu'elle a stagné puis s'est infléchi vers la mi-2006 pour les taux américains (graphique VI.4, cadre de gauche).

Les modèles récents de la structure par échéance fournissent des indications sur les déterminants sous-jacents de la prime ainsi estimée. Sur le rendement nominal, la prime d'échéance peut se décomposer grosso modo en deux éléments : la prime de risque d'inflation et la prime de risque réelle. La première représente la rémunération exigée par les investisseurs en regard des incertitudes relatives à l'inflation, et la seconde rétribue le risque lié aux variations des taux d'intérêt réels. La modélisation conjointe de la dynamique des rendements nominaux et indiciels ainsi que des variables macroéconomiques clés montre l'évolution de ces primes dans le temps. Ces estimations comportent, certes, un degré notable d'incertitude et peuvent également dépendre des conditions de liquidité sur les différents marchés et

Parmi les déterminants du recul de la prime d'échéance...

des facteurs institutionnels. Ainsi, la demande des investisseurs institutionnels et les acquisitions massives de titres d'État par les banques centrales étrangères et autres organismes publics ont pu compresser pour un temps les rendements (chapitre VI du 76^e Rapport annuel).

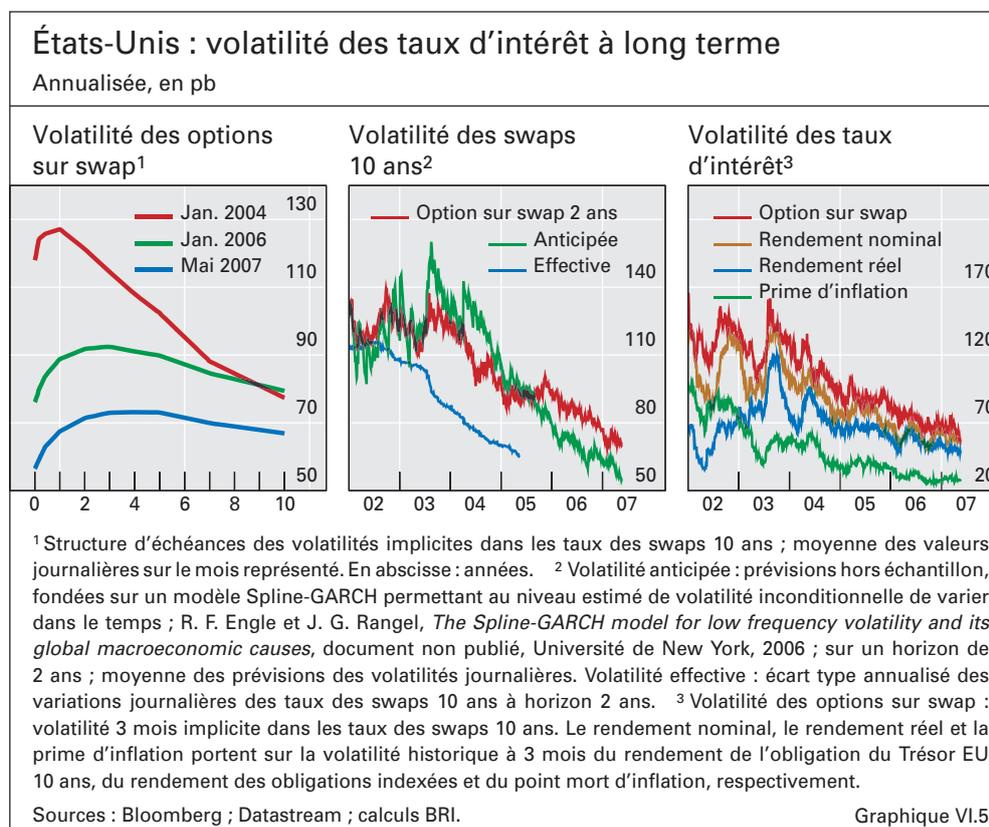
...la baisse de la prime réelle domine

Les chiffres semblent néanmoins indiquer que les fréquentes variations de la prime d'échéance nominale ont été dues, en grande partie dans la zone euro et presque exclusivement aux États-Unis, à celles de la composante réelle de cette prime (graphique VI.4, cadres du milieu et de droite). Dans le même temps, les estimations montrent que, pour l'ensemble de 2006, la prime de risque d'inflation a progressivement diminué dans la zone euro et est restée globalement inchangée aux États-Unis.

Poursuite de la baisse de la volatilité implicite des taux

Poursuite de la baisse de la volatilité implicite des options sur swap

Le recul de la prime d'échéance estimée peut s'expliquer, dans une certaine mesure, par le fait que les investisseurs ont considéré que les incertitudes liées à l'évolution future des taux d'intérêt avaient diminué. C'est ce qui ressort de la volatilité implicite des options sur swap de taux. Ainsi, la structure par échéance de cette volatilité implicite pour le taux des swaps 10 ans aux États-Unis n'a cessé de fléchir en 2006 et début 2007 (graphique VI.5, cadre de gauche) de même, d'ailleurs, que pour d'autres échéances. Les replis massifs de mai-juin 2006 et fin février-mars 2007 sur les marchés mondiaux n'ont guère influé sur la volatilité des options sur swap en général, même si la volatilité à court terme des taux courts est brièvement remontée pendant le second épisode.



Si les variations de la rémunération exigée pour le risque de volatilité ont pu également contribuer à la volatilité des options sur swap, des éléments indiquent qu'elles ont probablement joué un rôle mineur. On peut représenter cette prime pour risque de volatilité par l'écart entre la volatilité implicite et celle anticipée par les investisseurs. Les prévisions issues de modèles de séries chronologiques permettent de mesurer ces anticipations : selon les estimations obtenues, la diminution sur ces options, bien qu'importante, a été due principalement au fait que les investisseurs s'attendaient à une poursuite du recul de la volatilité. En d'autres termes, le repli de la volatilité implicite ces dernières années correspond en grande partie aux prévisions plus basses (hors échantillon) fournies par un modèle tenant compte des variations de la perception de la volatilité à long terme. De surcroît, la baisse de la volatilité implicite des options sur swap a coïncidé avec celle de la volatilité effective des taux longs (graphique VI.5, cadre du milieu).

Étant donné que l'écart entre les swaps et les valeurs du Trésor américain reste stable depuis quelque temps, le recul constant de la volatilité des taux des swaps depuis mi-2003 a correspondu, en grande partie, à une décline de la volatilité du rendement de l'obligation 10 ans (graphique VI.5, cadre de droite). Ce recul pourrait donc traduire une augmentation de la stabilité perçue des fondamentaux économiques. La rémunération du risque d'inflation pour le rendement nominal, en particulier, est devenue moins volatile, ce qui, avec la stabilité de la prime pour risque d'inflation, corrobore des anticipations d'inflation à long terme moins fluctuantes. Cela peut être dû à une plus grande crédibilité de la banque centrale ou au fait que, d'après les investisseurs, les futurs chocs inflationnistes sur l'économie seront de moindre ampleur. La baisse généralisée des mouvements sur la prime d'échéance estimée, qui résulte surtout d'une prime de risque réelle moins volatile, peut aussi avoir contribué au recul de la volatilité des taux d'intérêt.

La baisse de la volatilité peut être liée à la stabilité macroéconomique perçue

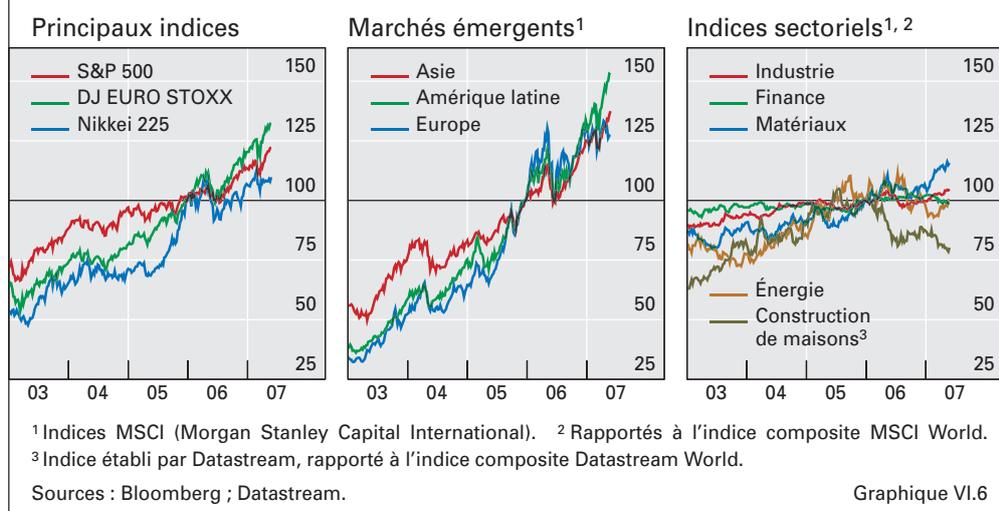
Vigueur des marchés d'actions malgré des épisodes de volatilité

La hausse amorcée début 2003 par les marchés mondiaux des actions s'est poursuivie pendant la majeure partie de la période examinée, malgré deux forts replis, en mai-juin 2006 et fin février-mars 2007. Pour la troisième année consécutive, les économies européennes avancées ont fait mieux à cet égard que les autres pays développés. Leur indice a gagné 19 % entre fin mars 2006 et mi-mai 2007, devançant la progression des titres américains et japonais, qui ont gagné respectivement 17 % et 2 % (graphique VI.6, cadre de gauche). Cette vigueur se retrouve dans l'ensemble dans les économies émergentes, avec des augmentations respectives de 37 %, 28 % et 10 % en Amérique latine, Asie et Europe (graphique VI.6, cadre du milieu). Les épisodes de volatilité accrue qui ont accompagné les périodes de repli des actions ont été brefs également. De ce fait, la volatilité globale des cours a inscrit un plancher historique fin 2006 et demeurait bien inférieure, en mai 2007, à ses moyennes à long terme (graphique VI.7, cadres de gauche et du milieu).

Hausse des cours des actions...

Cours des actions

Données de fin de semaine, en monnaie locale ; fin décembre 2005 = 100



Les marchés confortés par de bons résultats

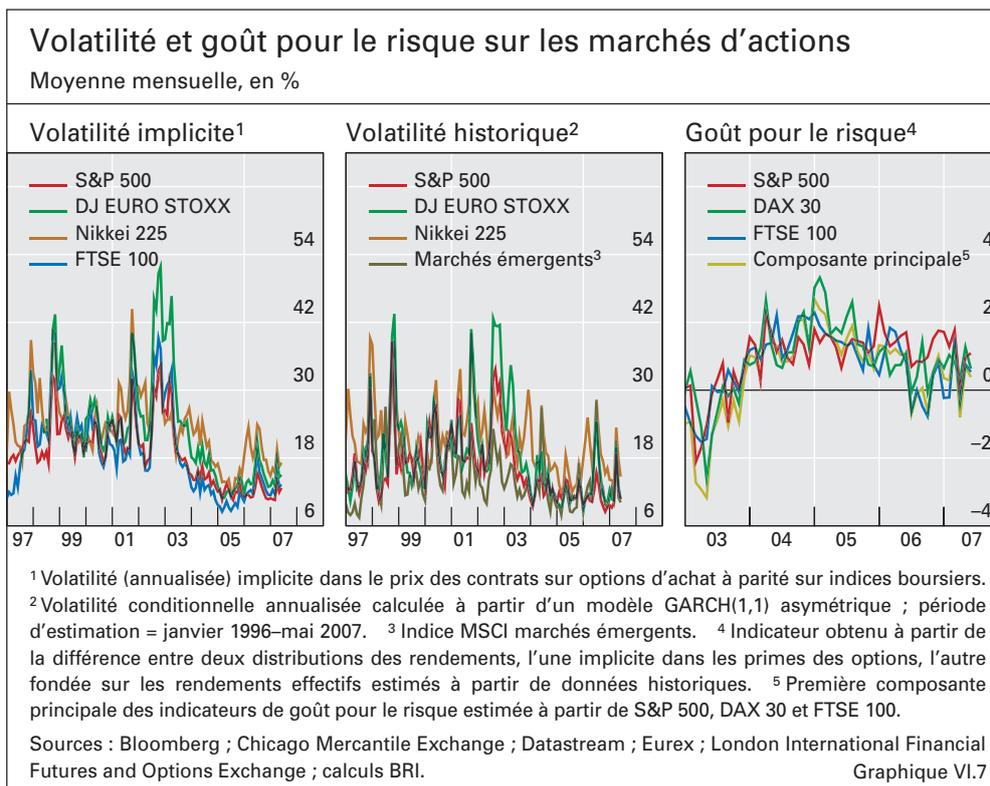
...étayée par de bons résultats

Les bons résultats des sociétés cotées sur les marchés des pays développés ont soutenu les cours des actions. Même le ralentissement de la croissance du PIB aux États-Unis au troisième trimestre 2006 n'a eu, au départ, qu'une faible incidence sur les résultats des entreprises, qui n'ont commencé à se tasser qu'en fin d'année. Pour autant, la stagnation des prix du logement a amoindri, en 2006, la rentabilité et les performances dans des secteurs tels que le bâtiment (graphique VI.6, cadre de droite). En Europe, les entreprises ont également connu de fortes progressions en général ; le dynamisme de l'activité économique au Royaume-Uni, en Allemagne et en France a aidé les marchés à faire face à la série de relèvements de taux de la Banque d'Angleterre et de la BCE. Après une accélération début 2006, les profits des sociétés japonaises ont marqué le pas.

Les progressions des cours des actions dans les économies émergentes ont coïncidé avec des conditions macroéconomiques généralement favorables (chapitre III) et un goût prononcé pour le risque de la part des investisseurs mondiaux. La vive appréciation dans le secteur des matériaux (graphique VI.6, cadre de droite), englobant les métaux et l'industrie minière, a reflété en partie le dynamisme d'économies en voie d'industrialisation comme la Chine. De plus, les effets de contagion des troubles politiques dans certains pays, tels que la Hongrie, la Thaïlande et l'Équateur, ont été assez limités. Néanmoins, avec le repli des prix pétroliers, les actions du secteur de l'énergie ont stagné après la mi-2006 et celles du marché boursier en Russie, pays exportateur de pétrole, ont subi des revers particulièrement marqués début 2007. À l'inverse des marchés développés, les bénéfices des sociétés des économies émergentes n'ont pas suivi les cours des actions, et les ratios cours/bénéfices ont nettement augmenté (graphique VI.9, cadre du milieu), ce qui traduit le goût croissant pour le risque associé aux actifs des économies émergentes.

Le goût pour le risque a stimulé les rendements dans les économies émergentes...

Les marchés mondiaux des actions ont essuyé de lourdes pertes en mai-juin 2006 et fin février-mars 2007. L'indice global MSCI s'est alors replié



respectivement de 13 % et 7 %. La baisse de la mi-2006 semble avoir été davantage déclenchée par un tassement du goût pour le risque que par une réévaluation des fondamentaux (graphique VI.7, cadre de droite) ; de ce fait, c'est dans les économies émergentes que les cours ont le plus reculé (-26 %). Quant à l'épisode du début de 2007, il a coïncidé avec l'apparition de préoccupations au sujet de la faiblesse de l'économie américaine (en particulier du marché du logement). Malgré une ample correction subie par la bourse chinoise au début de ce mouvement, les marchés des économies émergentes n'ont pas autant perdu qu'à la mi-2006 par rapport aux marchés des pays développés. Le renversement a également duré moins longtemps que le précédent, et le regain de volatilité ainsi que la diminution du goût pour le risque ont pu être effacés en l'espace d'un mois (graphique VI.7).

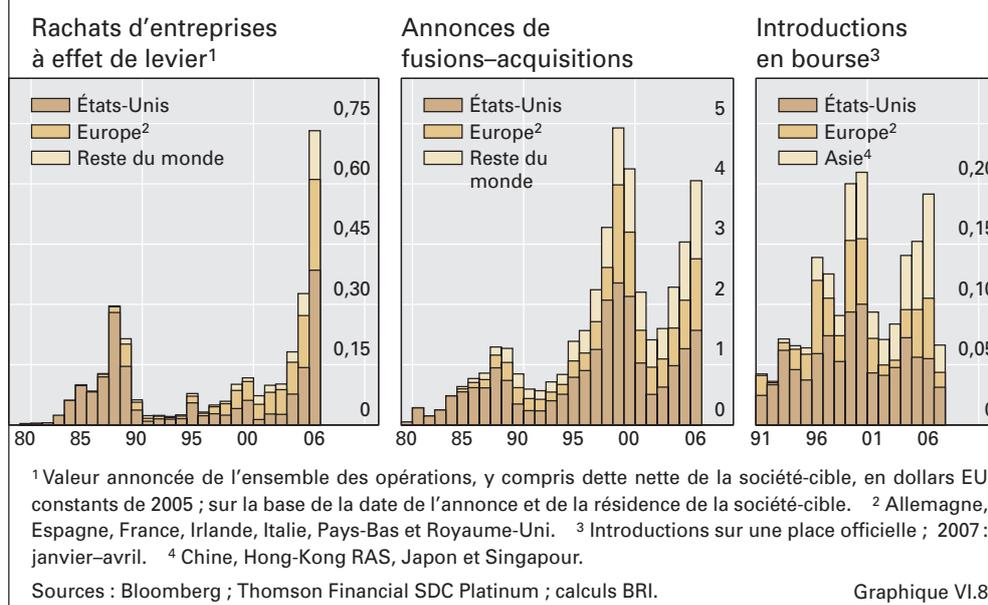
Le marché soutenu par les fusions-acquisitions

Les cours des actions ont également profité des changements effectifs et envisagés dans le capital des entreprises. Les rachats d'actions se sont intensifiés : en 2006, ils ont totalisé plus de \$430 milliards pour les entreprises du S&P 500, soit nettement plus que les niveaux records de l'année précédente. De plus, les rachats à effet de levier ont fait un bond, à \$753 milliards, les opérations des sociétés de capital-investissement dépassant (en dollars constants) les sommets de la fin des années 1980. L'une des grandes différences entre ces deux épisodes tient au fait que les entreprises ciblées n'ont plus été en majorité américaines : les sociétés européennes ont représenté, en effet, 31 % de la valeur annoncée des transactions, contre moins de 10 % en 1988. Celles d'économies émergentes et d'autres pays ont été également bien recherchées (graphique VI.8, cadre de droite).

...et dynamisé
les fusions-
acquisitions

Fusions-acquisitions et introductions en bourse

En milliers de milliards de dollars EU



Les fusions-acquisitions au sens large, déjà considérables en 2005, ont connu une progression substantielle, avec un total de \$4 100 milliards d'opérations annoncées en 2006, le plus élevé (en termes réels) depuis 2000. Elles ont été particulièrement dynamiques en Europe, où elles ont augmenté de 52 % l'an passé. La valeur globale des transactions s'est établie à \$1 200 milliards, non loin des chiffres enregistrés aux États-Unis (graphique VI.8, cadre du milieu). Cette vigueur sans précédent constitue probablement l'une des causes de la vitalité des marchés européens des actions. En décembre 2006, le principal indice européen, stimulé dans une large mesure par l'annonce de rachats potentiels, a affiché des rendements positifs pendant dix séances consécutives, ce qui ne s'était pas produit depuis 1997.

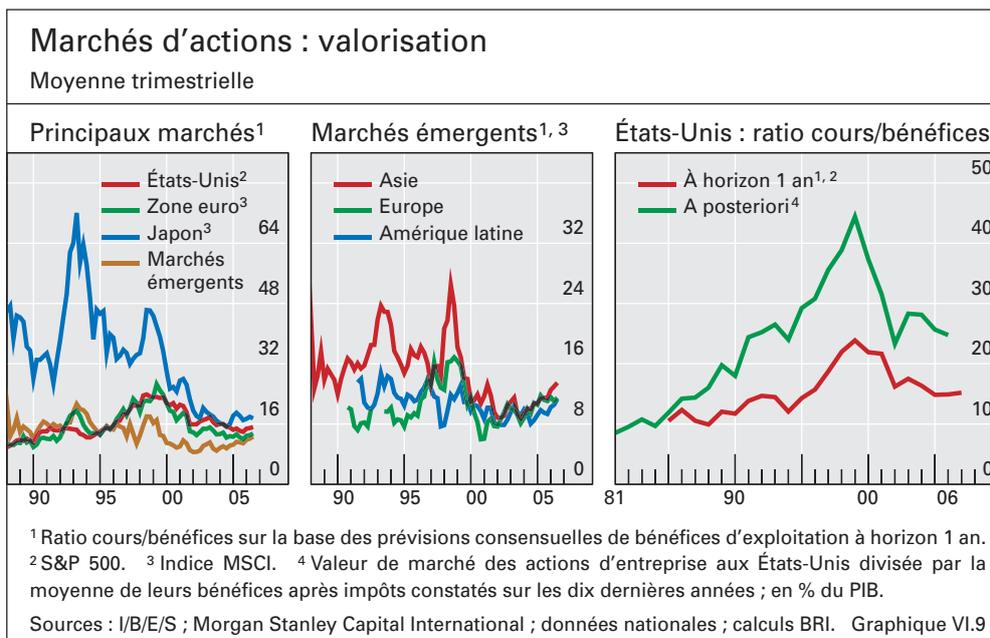
Le volume des introductions en bourse n'avait jamais été aussi élevé depuis 2000. Ces opérations ont été particulièrement nombreuses en Asie, où elles ont atteint le record de \$86,4 milliards, en hausse de 53 % par rapport à l'année précédente (graphique VI.8, cadre de droite). Les volumes ont été exceptionnels à Hong-Kong et Shanghai. Ils ont progressé de 27 % en Europe mais ont stagné aux États-Unis, où leur valeur, exprimée en pourcentage du total des principaux marchés, est revenue à moins de 30 %.

Valorisations

Dans ce contexte d'excellents résultats, la résilience des cours des actions n'a pas tiré les valorisations vers le haut dans les pays développés, tout au moins selon plusieurs indicateurs couramment utilisés. En fait, les révisions des prévisions de bénéfices ont été généralement supérieures à la progression des cours. En 2006, le ratio cours/bénéfices prévisionnels à un an s'est maintenu aux alentours de 15 pour les entreprises du S&P 500, soit un peu au-dessus de celui du MSCI pour la zone euro. L'un et l'autre étaient d'ailleurs légèrement

Le marché européen des prises de contrôle particulièrement dynamique

Ratios cours/bénéfices en baisse aux États-Unis et dans la zone euro...



en deçà de leur moyenne à long terme de 16 sur 1988–2005. Au Japon, malgré une forte augmentation au second semestre 2005 et début 2006, les ratios sont restés bien inférieurs aux niveaux des décennies précédentes (graphique VI.9, cadre de gauche).

En revanche, dans les économies émergentes, les valorisations ont poursuivi sur leur lancée de 2005 (graphique VI.9, cadre du milieu). Cette appréciation a été particulièrement marquée en Asie, même si les économies émergentes d'Europe font mieux depuis cinq ans. Malgré ces récents progrès, les valorisations demeurent bien inférieures à celles de la fin des années 1990, avant le repli boursier, dans chacune des grandes régions émergentes.

Certes, dans les pays développés, les valorisations apparaissent plus favorables sur la base des indicateurs historiques des bénéfices que sur la base des prévisions à court terme. Comme le montre l'analyse ci-après, aux États-Unis, les bénéfices, exprimés en pourcentage du PIB, ont avoisiné leurs sommets historiques en 2006 (graphique VI.15). Sur la base d'une moyenne mobile des bénéfices (choisie sur dix ans pour lisser la variation cyclique), le ratio cours/bénéfices, en termes réels, des actions américaines constitue un indicateur historiquement fiable des rendements à venir (relation inverse). Fin 2006, il se situait bien au-dessus de sa moyenne historique, à environ 25, contre une moyenne d'un peu moins de 20 depuis le début des années 1980 (graphique VI.9, cadre de droite).

Des primes de risque proches de leurs planchers historiques

Les primes de risque se sont resserrées sur toutes les catégories de dette, mais surtout sur le compartiment à haut risque. L'essor des marchés a été interrompu à deux reprises par des épisodes de turbulences, d'une durée relativement courte cependant. Il semble dû surtout à la solidité des fondamentaux des entreprises, à la forte demande de produits structurés et à un goût retrouvé pour le risque.

...et en hausse dans les économies émergentes

Bonne tenue des titres à haut rendement

La tendance
baissière des
primes sur la dette
à haut rendement...

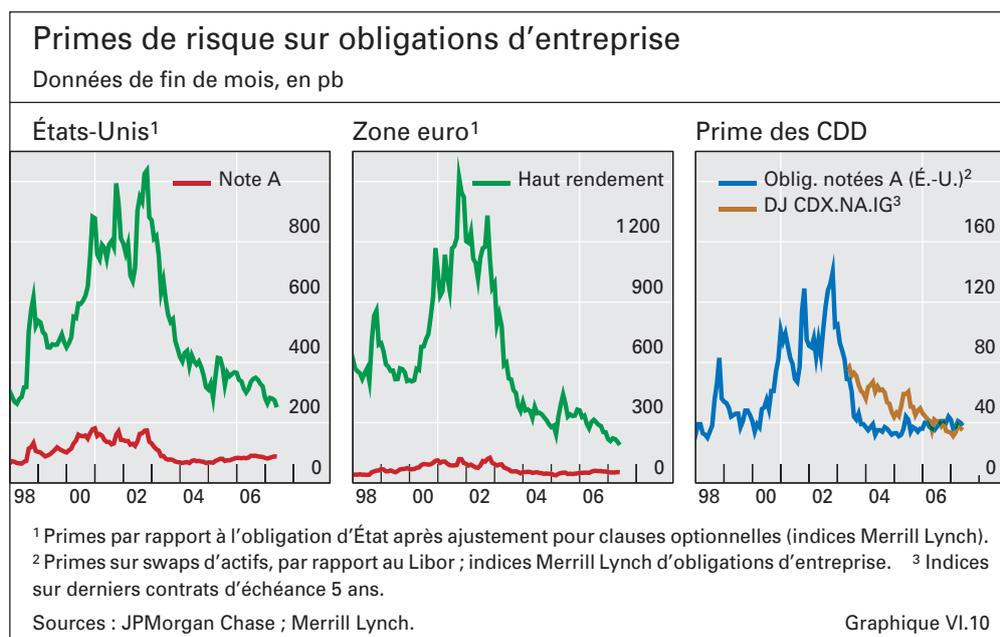
Sur certains marchés, le regain d'intérêt pour les instruments à haut risque a comprimé un peu plus les primes (graphique VI.10). Fin mai 2007, l'indice des primes des obligations d'entreprise américaines à haut rendement était retombé juste au-dessus de 250 pb, soit moins que son minimum précédent enregistré avant le repli des marchés au deuxième trimestre 2005 et non loin du creux de 235 pb d'octobre 1997. De même, les primes sur les obligations européennes étaient redescendues au-dessous de 190 pb, ce qui est inférieur de plus de 40 pb à leur plancher antérieur de mars 2005. Celles sur les titres d'entreprise américains et européens de qualité investissement, qui se maintenaient dans une fourchette relativement étroite, n'avaient augmenté, fin mai 2007, que de quelques points de base par rapport à mars 2006.

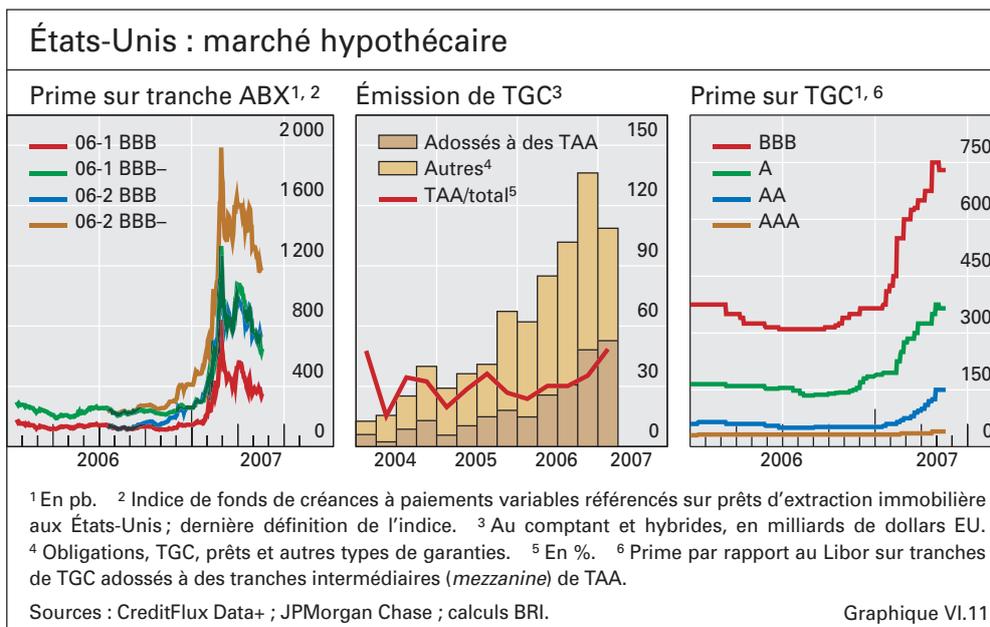
...a résisté aux
turbulences de
mai-juin 2006...

Le risque de crédit a été temporairement réévalué pour la première fois à partir de la mi-mai 2006. De 288 pb le 12 mai 2006, les primes des obligations d'entreprise à haut rendement des États-Unis s'étaient élargies, fin juin, de 47 pb. Les marges correspondantes des contrats dérivés sur défaut (CDD) auraient été sensiblement plus grandes en juin et juillet sans le secteur de l'automobile : celles de General Motors et Ford se sont contractées, en effet, de plus de 300 pb entre fin juin et fin août. Pour les actifs à risque, les niveaux sont restés élevés pendant tout le mois d'août, mais ont recommencé à descendre fin septembre. En mai et juin, les investisseurs se sont détournés de la dette à haut rendement pour des actifs plus sûrs, ce qui a moins affecté les primes sur les signatures de qualité. Ainsi, celles des obligations d'entreprise notées A aux États-Unis et en Europe ont augmenté de moins de 10 pb pendant cet épisode.

...et de fin février-
mars 2007

Les marchés de la dette ont traversé une deuxième zone de turbulences à la fin de février et en mars 2007, mais son incidence globale a été plus modérée. Le 27 février, alors que les marchés mondiaux des actions étaient en repli, les primes sur les obligations à haut rendement des États-Unis sont





montées de plus de 20 pb et ont continué d'augmenter pendant quatre jours environ. Si les places boursières ont ensuite annulé l'essentiel de leurs pertes en trois semaines, les marchés de la dette ont mis davantage de temps à se remettre. Il a fallu attendre la mi-mai pour que ces primes se rapprochent de leurs creux de fin février.

La montée des préoccupations suscitées par les crédits immobiliers à risque aux États-Unis a accentué les incertitudes. Les taux de défaut sur les prêts de qualité inférieure, qui étaient proches de 10 % pendant la majeure partie de 2004 et 2005, atteignaient 13 % fin 2006, cette détérioration étant essentiellement intervenue au quatrième trimestre (chapitre VII). Plusieurs établissements de ce segment ont alors fait faillite et, à compter de novembre 2006, les primes sur les tranches de moindre qualité des prêts d'extraction hypothécaire se sont sensiblement accrues (graphique VI.11, cadre de gauche). Après l'annonce, par HSBC, le 8 février 2007, de la nécessité de provisionner davantage de fonds pour couvrir les créances douteuses de son portefeuille de prêts de qualité inférieure, et suite à la révision en baisse des volumes de prêts anticipés par New Century Financial pour 2007, les primes sur ce segment se sont élargies de pas moins de 200 pb en deux jours.

Il est difficile de savoir si et comment les problèmes des prêts immobiliers de qualité inférieure aux États-Unis peuvent se propager à d'autres marchés. La taille relativement restreinte de ce compartiment limite en partie ce risque. Les prêts à cette catégorie d'emprunteurs n'ont représenté que 21 % du total des crédits hypothécaires aux États-Unis en 2006 et 14 % de l'encours des prêts immobiliers en fin d'année. Cela étant, les investisseurs sont devenus de plus en plus attentifs aux effets qu'une détérioration persistante pourrait avoir sur la valorisation des titres garantis par des créances (TGC), constituées elles-mêmes de titres adossés à des actifs (TAA). Le problème, en fait, est de pouvoir déterminer exactement sur quel segment du marché des TGC se concentrent les risques induits par les crédits de qualité inférieure et les prêts aux emprunteurs Alt-A (qui – de par leur documentation réduite – ne peuvent

Montée des préoccupations concernant le marché hypothécaire américain...

...et répercussions sur les marchés des TGC

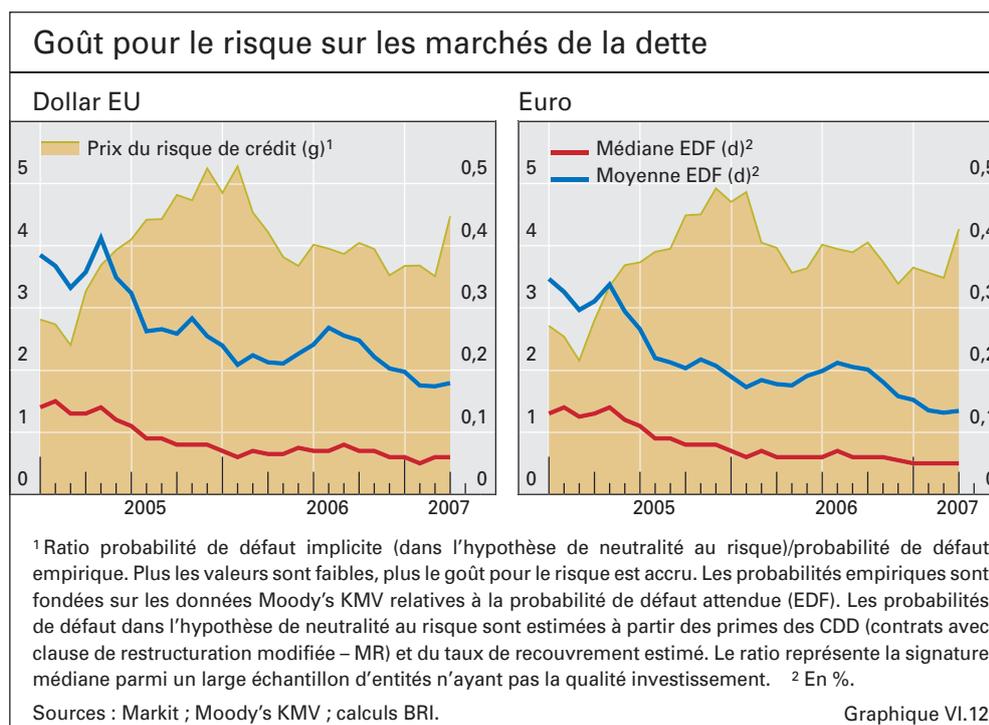
prétendre au statut d'emprunteur de qualité). Selon des estimations, les TAA comptent approximativement pour un tiers du total des sûretés des TGC au comptant (graphique VI.11, cadre du milieu). Selon des prévisions de marché, une bonne partie serait adossée à des crédits de qualité inférieure et Alt-A. Les primes sur les tranches de TGC garantis par des tranches intermédiaires de TAA ont commencé à augmenter fin janvier 2007, ce qui montre que les investisseurs tablaient davantage sur la probabilité d'une détérioration significative du lot de sûretés sous-jacent (graphique VI.11, cadre de droite).

Regain de goût pour le risque

L'évolution du goût pour le risque...

Si la solidité générale des bilans des entreprises (*infra*) a soutenu les valorisations sur les marchés de la dette, il apparaît également que le regain de goût pour le risque chez les investisseurs a contribué à faire baisser les primes sur les actifs à risque. Le ratio des probabilités de défaut, calculées à partir des primes de risque, sur celles résultant d'informations de bilans, en l'occurrence les probabilités de défaut attendues (*estimated default frequencies* – EDF) de Moody's KMV, permet d'obtenir une estimation simple du prix d'une « unité » de risque pour une classe de risque donnée. Plus ce ratio est élevé, plus la rémunération demandée par les créanciers pour supporter un niveau de risque de défaut donné le sera également. Certes, les EDF peuvent elles-mêmes intégrer une composante correspondant au sentiment du marché, puisqu'elles reflètent en partie le prix et la volatilité du capital ; néanmoins, elles constituent une approximation raisonnable de l'opinion des intervenants sur le risque de défaut fondamental.

Globalement, ces indicateurs suggèrent que le goût du risque s'est accentué durant la majeure partie de 2006. Il est évident que les solides



résultats des entreprises ont contribué aux faibles niveaux des EDF et des primes sur les CDD. Cependant, comme ces dernières ont enregistré un recul relativement plus marqué, on peut penser que l'évolution du goût pour le risque, au-delà des modifications des fondamentaux, explique en partie les variations des primes sur les instruments à haut rendement (graphique VI.12). Le prix estimé du risque de crédit, qui avait culminé fin 2005, a le plus souvent diminué en 2006 et début 2007, sauf durant le bref repli de mai-juin 2006. Les derniers chiffres disponibles indiquent que la hausse des primes sur les titres à haut rendement, à la fin de février et en mars 2007, était due pour beaucoup au renchérissement du risque.

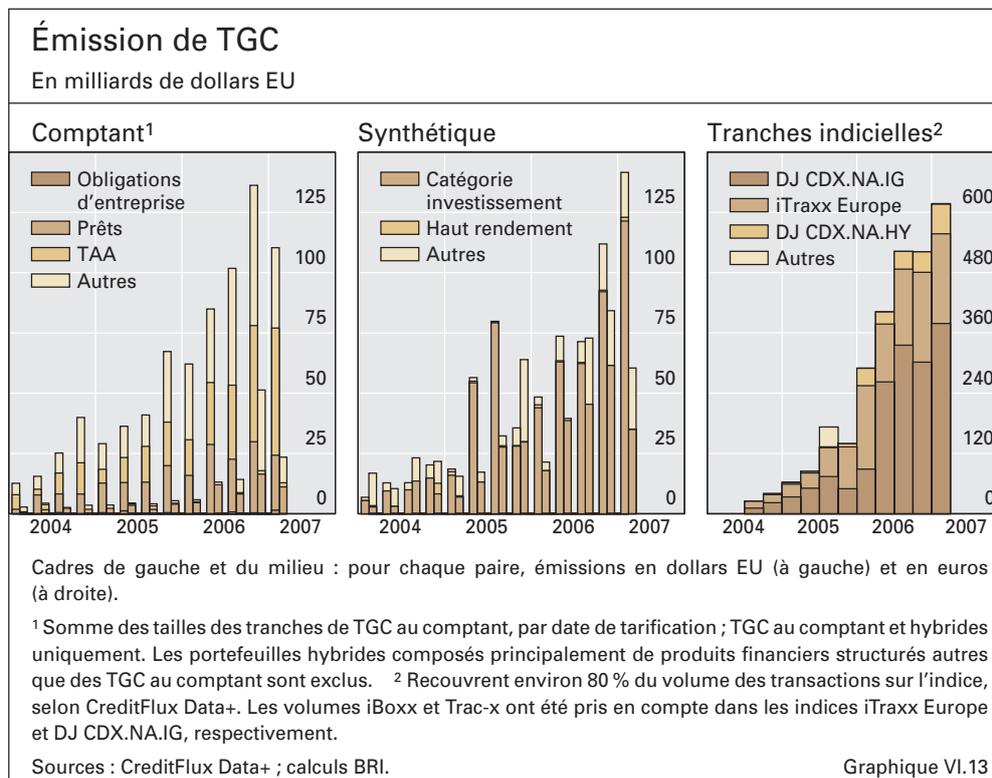
...a contribué au resserrement des primes de la catégorie à haut rendement

Bond des émissions de produits structurés

Le mouvement de baisse des primes sur les instruments à haut rendement a coïncidé avec une période d'abondantes émissions de produits structurés. Certains observateurs en ont déduit que l'expansion du marché des TGC depuis 2004 pouvait avoir contribué à cette contraction. Avec \$470 milliards en 2006, les émissions mondiales de TGC au comptant libellées en dollars EU et en euros, particulièrement abondantes au quatrième trimestre, ont battu leur record (graphique VI.13). De même, celles de TGC synthétiques (ou de TGC de CDD) ont aussi beaucoup progressé, à \$524 milliards, tout comme les transactions sur les tranches indicielles de CDD (\$1 736 milliards).

Les effets des émissions records de TGC...

Les émissions de produits structurés peuvent exercer des pressions sur les primes de risque à travers deux mécanismes au moins. Sur un plan général, l'émission de TGC au comptant élargit la clientèle d'investisseurs et, partant, la demande pour les obligations d'entreprise. Les investisseurs



ciblant des titres bien notés peuvent indirectement être exposés à la dette d'entreprises n'ayant pas la qualité investissement en achetant les tranches supérieures de TGC. De plus, les émetteurs de TGC synthétiques et autres instruments de crédit structurés génèrent des rendements en vendant des protections contre les défauts sur le marché des CDD, ce qui peut ajouter à la liquidité à la fois sur les marchés des dérivés et au comptant. En fait, l'offre de protection résultant des émissions de produits structurés pourrait même être plus abondante que ne le suggère la valeur notionnelle des TGC. Ainsi, la couverture de TGC à tranche unique, où seul un segment donné de la distribution des défauts est cédé aux investisseurs, nécessite une vente de protection au multiple de la valeur notionnelle afin de compenser la forte sensibilité de ces tranches à l'égard du prix. Les multiples de produits plus complexes, tels que l'assurance de portefeuille à proportion constante et les titres à proportion constante (TPC), peuvent être encore supérieurs.

...n'ont guère été ressentis sur la catégorie à haut rendement...

Si, en principe, l'émission de produits structurés peut faire baisser les primes par le biais de l'un ou l'autre de ces mécanismes, les données disponibles permettent de penser que ce facteur n'a peut-être pas été déterminant en 2006, tout au moins sur les marchés à haut rendement. Moins de 1 % des montages de TGC au comptant étaient adossés à des obligations, essentiellement de qualité investissement. De même, l'essentiel des émissions de TGC synthétiques, de tranches indicielles et de TPC se rapportait à des entités de cette catégorie. Si, au total, l'émission de TGC coïncide avec un resserrement des primes sur les CDD à haut rendement, une régression simple semble indiquer que cette relation est ténue et n'est que marginalement significative sur le plan statistique pour une fréquence mensuelle.

...mais plutôt sur les segments de qualité investissement

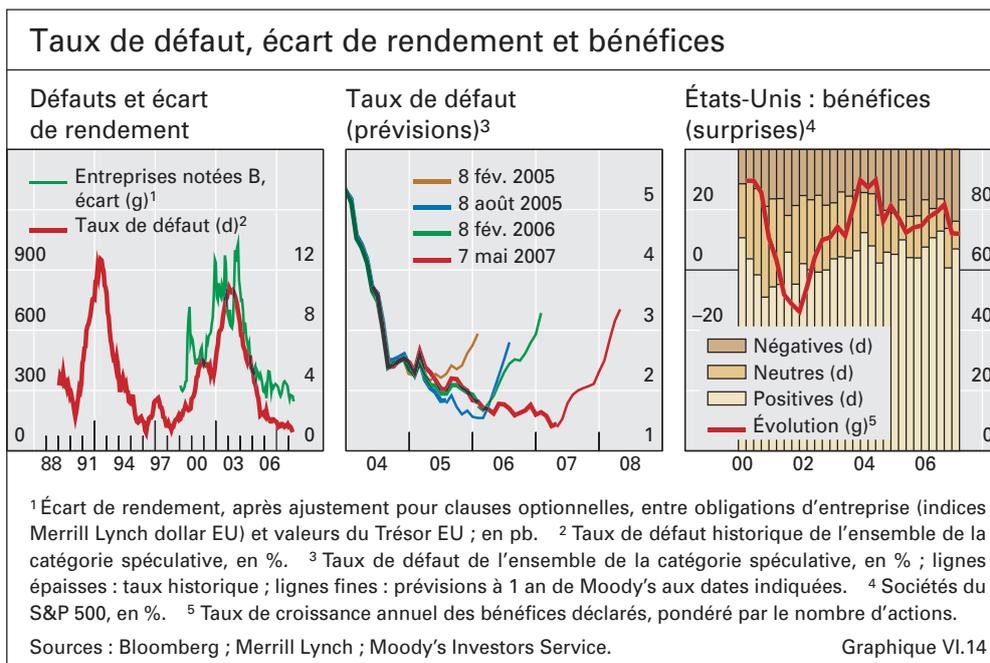
Il apparaît toutefois que l'expansion des émissions de TGC synthétiques peut avoir contribué au découplage entre les primes sur les obligations de qualité investissement et celles correspondantes des CDD (graphique VI.10, cadre de droite). Entre la fin du mouvement de repli des marchés de la dette, en mars 2005, jusqu'à fin février 2007 – période d'intense activité d'émission de produits structurés –, les primes sur les CDD de qualité investissement libellés en dollars EU et en euros n'ont cessé de diminuer. En revanche, celles des contrats d'échange d'actifs de même catégorie n'ont guère varié dans l'ensemble.

Retournement du cycle ?

Avec des primes proches de leurs creux historiques, les marchés de la dette étaient sans doute exposés à une réévaluation du risque. Les épisodes de turbulences ont pu traduire la nervosité latente d'intervenants redoutant une sous-estimation des risques liée à une conjoncture favorable.

Peu de craintes d'un retournement imminent

Pour le proche avenir, cependant, rares sont ceux qui s'inquiètent outre mesure d'une dégradation soudaine et généralisée de la qualité des signatures. Le taux de défaut sur les obligations d'entreprise de catégorie spéculative, tombé au-dessous de 2 % en 2005, se maintient depuis autour de ce niveau, c'est-à-dire en deçà des prévisions des agences de notation (graphique VI.14). On peut néanmoins penser que le marché s'attend dans



l'ensemble à ce qu'il augmente, car les primes des instruments à court et moyen terme se sont davantage resserrées que celles de la dette à échéance longue.

Le risque de crédit pourrait être réévalué si, par exemple, la rentabilité des entreprises connaissait un tassement. C'est aux États-Unis qu'elle a été la plus élevée en 2006 (*supra*), mais elle a nettement fléchi en fin d'année et début 2007. Même si, une nouvelle fois, lors des présentations de résultats du quatrième trimestre, les bonnes surprises ont été plus nombreuses que les mauvaises, leur proportion s'est très fortement réduite par rapport aux trimestres précédents. Le léger mieux enregistré sur les trois premiers mois de 2007 a davantage été dû à une révision en baisse des anticipations qu'à une élévation de leur rythme de progression.

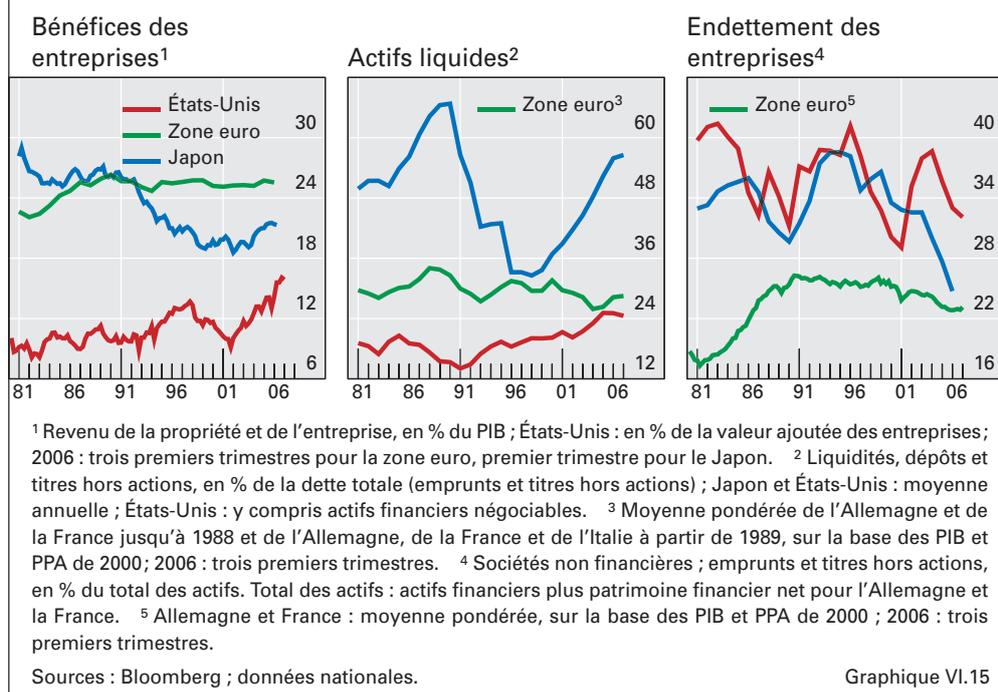
La solidité des bilans des entreprises pourrait atténuer quelque temps l'incidence d'un tassement des profits sur le taux global de défaut. En fait, les grands indicateurs de la situation financière des entreprises restent au vert (graphique VI.15). Dans l'ensemble, aux États-Unis et au Japon, le taux d'endettement demeure bien inférieur aux niveaux observés au plus fort de la bulle Internet et décroît dans la zone euro. De même, le ratio des actifs liquides sur la dette totale se maintient juste au-dessous de son récent pic aux États-Unis et continue d'augmenter au Japon et dans la zone euro. Enfin, les bénéfices des entreprises en termes de PIB ont été confortables en 2006. Pour les États-Unis au moins, la situation est actuellement très différente de celles de la fin des années 1980 et 1990, avant le retournement du cycle. Les entreprises américaines affichaient alors des bénéfices plus bas et étaient relativement plus endettées qu'aujourd'hui.

De prime abord, le désendettement des entreprises apparaît incompatible avec les volumes croissants de fusions-acquisitions et autres opérations, décrites plus haut, en faveur des actionnaires (graphique VI.8). Ces dernières restent modestes, cependant, par rapport au poids des

Son déclenchement pourrait venir d'un tassement de la rentabilité des entreprises

La solidité des bilans pourrait en atténuer l'incidence

Solidité du bilan des entreprises



Augmentation du risque circonstanciel pour certaines entreprises dans le cadre de fusions-acquisitions et de rachats à effet de levier

entreprises dans la comptabilité nationale. Même aux États-Unis, les rachats d'entreprises à effet de levier ont représenté environ 3 % de la valeur totale des actifs en 2006 et leur répartition a été relativement homogène entre les différentes branches.

Cela étant, les rachats à effet de levier peuvent entraîner une augmentation substantielle de l'endettement de certaines entreprises, accentuant le risque de défaut de grands groupes et les difficultés sectorielles. La plupart des récentes fusions-acquisitions ont été payées comptant, au moyen de capitaux souvent levés sur les marchés de la dette. Les opérations financées par actions n'ont représenté en 2006 que 12 % du total annoncé, contre 19 % en 2004 et 26 % en 2002. En général, les achats au comptant aggravent davantage l'endettement que ceux financés par actions. D'après les données d'une grande agence de notation, le ratio moyen dette/flux de trésorerie des sociétés rachetées par des fonds de capital-investissement a atteint le niveau record de 5,4 en 2006 (chapitre VII). Les détenteurs de titres de dette des sociétés-cibles ont subi de lourdes pertes, en raison de changements non anticipés dans la structure du capital : selon certains calculs, en 2006, les pertes auraient avoisiné \$2 milliards en valeur de marché pour les cinq plus gros rachats à effet de levier de sociétés cotées.

Le cycle du crédit s'inversera tôt ou tard et les taux de défaut se mettront à augmenter. Les stratégies qui procurent de confortables bénéfices dans un contexte de primes faibles pourraient soudainement s'avérer plus périlleuses que prévu. Il est difficile de savoir, en particulier, si le niveau actuel des primes est suffisamment élevé pour compenser un retour à des taux de défaut même légèrement plus élevés. Une banque d'investissement a calculé que, à leurs niveaux d'aujourd'hui sur le marché des titres à haut rendement en dollars EU,

elles n'auraient pas pu rémunérer les investisseurs pour les défauts effectifs subis depuis le milieu des années 1970, quel que soit l'échantillonnage d'obligations d'entreprise à 5 ans retenu.

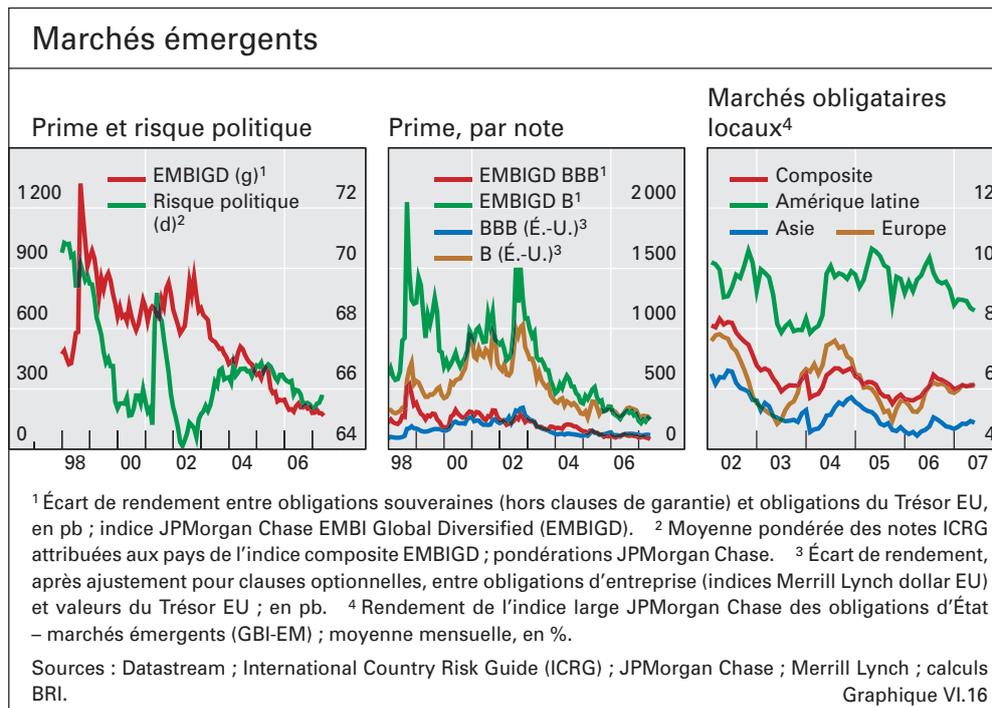
Fortes demandes d'actifs des économies émergentes

Dans les économies émergentes, les prix des actifs ont suivi une trajectoire analogue à celle des marchés développés. Les cours des actions, en particulier, ont conforté leurs bonnes performances des années précédentes (*supra*). Les primes sur la dette souveraine extérieure se sont encore resserrées, mais à un rythme plus lent qu'en 2005, l'indice EMBI Global étant tombé à de nouveaux plateaux (graphique VI.16). Elles sont revenues au-dessous de celles sur la dette des entreprises américaines de même qualité. Comme dans le monde développé, les primes ne se sont accentuées que temporairement lors des deux replis survenus durant la période examinée. Les rendements de la dette en monnaie locale sont fortement montés au premier semestre 2006, pour fléchir par la suite.

L'essor des marchés des économies émergentes...

La belle performance des actifs de ces régions a été étayée par une nouvelle année de bons résultats économiques. La croissance est restée soutenue et, dans de nombreux pays, la poursuite de l'amélioration de la situation budgétaire et de la balance des paiements a permis de limiter les emprunts à l'étranger (chapitre III). De plus, certains ont continué à substituer à leur dette en devises des obligations en monnaie locale. À \$6 milliards, les émissions souveraines nettes sur le marché international ont été supérieures à celles de l'année précédente (\$5 milliards), mais sont demeurées bien en dessous des niveaux de la fin des années 1990 (près de \$50 milliards par an). Profitant des conditions de financement favorables en 2006, les emprunteurs

...fondé sur de solides fondamentaux...



autres que les États ont émis \$130 milliards de titres, dont pratiquement quatre cinquièmes émanant d'établissements financiers. Les émissions d'actions ont également atteint de nouveaux sommets, grâce à plusieurs grosses introductions en bourse d'établissements financiers, principalement en Chine et en Russie.

...n'a guère été menacé par les événements politiques

Si des événements politiques et économiques locaux ont contribué à accroître la volatilité, ils n'ont pas eu d'effets durables. Ainsi, en Équateur, les primes sur la dette extérieure sont passées de moins de 500 pb à l'été 2006 à plus de 1 000 pb en janvier 2007, en raison de craintes d'une restructuration de la dette à la façon de l'Argentine, pour ensuite refaire une bonne partie de cet écart. En septembre 2006, les primes ont augmenté, à la suite d'un coup d'État en Thaïlande et de troubles en Hongrie, mais la tendance s'est inversée en quelques jours. En décembre 2006, l'instauration de contrôles des capitaux en Thaïlande, destinée à enrayer l'appréciation du baht, a provoqué un recul de 15 % de la bourse de Bangkok le jour de cette annonce et une baisse de 4 % de la monnaie les jours suivants, avec toutefois peu de répercussions ailleurs. Les cours des actions ont pu combler l'essentiel de leurs pertes en quelques mois, les autorités ayant décidé d'exempter de nombreuses transactions de ces contrôles. Au Venezuela, un vaste programme de nationalisation lancé début 2007 a fait monter les primes de risque et provoqué une chute des actions, sans pour autant peser sur les autres marchés. En Turquie, une crise politique survenue à la même période n'a guère eu d'incidence sur les économies émergentes dans leur ensemble. D'après un indicateur largement utilisé, le risque politique moyen dans 22 économies recensées a sensiblement diminué, en dépit de ces événements, au premier semestre 2006 et est resté stable ensuite : l'accroissement des risques dans certains pays a été contrebalancé par le phénomène inverse dans d'autres (graphique VI.16, cadre de gauche).

Les actifs des économies émergentes vont-ils perdre leur spécificité ?

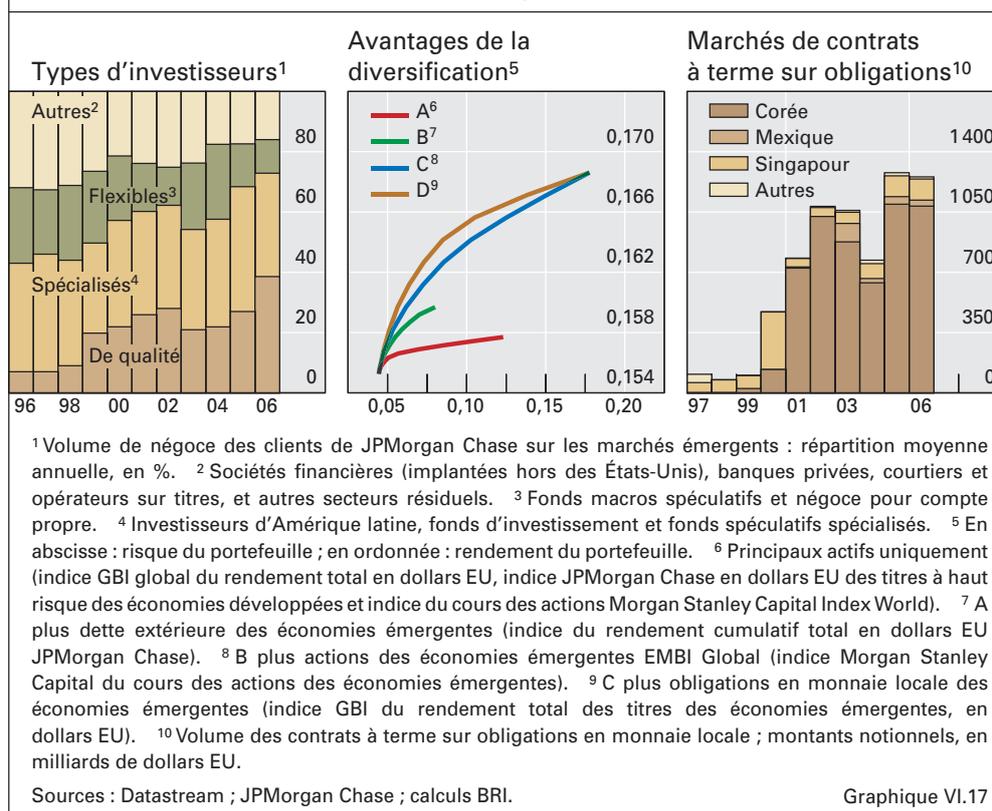
Les investisseurs de qualité...

Les placements en actifs des économies émergentes étaient réservés jusque-là à des investisseurs spécialisés, mais ce n'est plus le cas. Certaines sources indiquent que la participation d'investisseurs de qualité, ou qui recherchent principalement des placements dans des actifs de premier rang, s'est accrue : elle atteignait presque 40 % en 2006, contre 7 % dix ans auparavant (graphique VI.17, cadre de gauche). Les opérateurs spécialisés, tels que fonds communs de placement ou fonds spéculatifs, restent présents, même si leur stratégie paraît ne plus être axée essentiellement sur la dette souveraine extérieure mais sur les actifs en monnaie locale.

...ont été attirés par les avantages de la diversification

Les rendements élevés ainsi que les avantages perçus de la diversification des portefeuilles ont amené les investisseurs non spécialisés vers les économies émergentes. L'analyse d'un modèle de portefeuille standard, de janvier 2002 à mars 2006 (période correspondant à des rendements élevés), révèle qu'un placement dans des obligations souveraines d'économies émergentes en dollars EU aurait nettement rehaussé le profil risque/rendement d'un portefeuille par rapport à une référence ne comportant aucun titre d'économies émergentes (graphique VI.17, cadre du milieu). Sur

Placements sur les marchés émergents



une base *ex post*, on constate que l'ajout de dettes en monnaie locale et d'actions de ces économies l'aurait même encore amélioré.

Si les expositions envers les économies émergentes peuvent accroître en principe le risque de pertes massives en période de tensions, cela n'a pas été le cas pour les deux épisodes de baisse relativement modérée de la période considérée. Certes, lors du repli de mai-juin 2006, un portefeuille composé d'un pourcentage élevé d'actifs d'économies émergentes aurait affiché de moins bons résultats qu'un portefeuille comparable ne contenant que des titres de pays développés, surtout s'il avait comporté des obligations en monnaie locale. Cependant, cette différence aurait disparu en quelques semaines avec le redressement des marchés. En février 2007, un placement à dominante économies émergentes aurait même eu un effet stabilisateur sur la valeur d'un portefeuille.

Il est néanmoins trop tôt pour affirmer que ces titres forment une véritable catégorie d'actifs, malgré leur popularité croissante auprès des investisseurs institutionnels. Les contrôles des capitaux instaurés par nombre d'économies émergentes constituent un premier frein à un élargissement de la participation d'investisseurs étrangers. Ces limitations pourraient expliquer la présence encore plus réduite de ces derniers sur les marchés obligataires d'Asie en monnaie locale, par rapport à ceux d'Europe centrale et orientale ou d'Amérique latine, régions dans lesquelles ces contrôles sont moins courants. Les investisseurs étrangers ont toutefois la possibilité de nouer des positions sur des marchés à accès restreint de manière indirecte par le biais de contrats

à terme non livrables (chapitre III). Négociés sur des places franches et réglés en devises, ces instruments reproduisent les rendements d'instruments locaux sans nécessiter de transaction dans la monnaie du marché-cible.

Deuxième frein à l'investissement étranger, en particulier sur l'obligataire en monnaie locale : le manque d'instruments disponibles pour couvrir le risque de change et de taux d'intérêt. Si l'on peut généralement se prémunir contre les mouvements de change sur quelques mois, il est beaucoup plus difficile de trouver une protection sur des périodes plus longues. Le problème se complique encore lorsqu'il s'agit du risque de taux. Seuls quelques pays, à savoir la Corée, Singapour et, à un degré moindre, le Mexique, sont dotés d'un marché liquide pour les contrats à terme sur obligations (graphique VI.17, cadre de droite). Les dérivés sur taux courts sont, eux, plus largement disponibles. En outre, étant donné que les opérateurs sur swaps recourent souvent à des contrats à terme pour couvrir leurs positions, l'absence d'un marché liquide pour ces contrats pourrait également entraver le développement d'un marché de swaps de taux. Bien qu'incomplètes, les statistiques BRI font état d'importantes positions de swaps de taux sur le dollar de Hong-Kong uniquement, mais des données locales révèlent l'existence de transactions sur plusieurs autres monnaies.

Troisième frein : la résilience des actifs des économies émergentes reste à démontrer dans un contexte mondial moins favorable. Depuis que l'Argentine a fait défaut sur sa dette fin 2001, ces régions n'ont pas connu de perturbation importante. Cette situation contraste fortement avec les années 1980 et 1990, où les investisseurs ont parfois subi de lourdes pertes sur ces marchés.

VII. Le système financier dans les pays industriels avancés

Faits marquants

Dans l'ensemble, au cours de la période examinée, les résultats du système financier ont été bons dans les pays industriels avancés. Portés par le dynamisme de ces dernières années, les intermédiaires financiers ont encore amélioré leur rentabilité, en profitant d'un contexte économique généralement favorable et d'une activité financière soutenue. Cependant, les situations individuelles apparaissent plus contrastées que les années précédentes. Dans certains compartiments, des signes montrent clairement que l'expansion récente pourrait avoir été gonflée par des prévisions trop optimistes.

Les risques les plus perceptibles pour la stabilité financière paraissent se situer à moyen terme. Compte tenu de la solidité des bilans et des niveaux actuels des bénéfices, les systèmes financiers sont parés pour faire face à de probables tensions immédiates. Les principales sources de vulnérabilité sont indirectes et restent liées à l'évolution macroéconomique au sens large. Les implications des risques pris précédemment, dans le cadre de placements immobiliers et de l'explosion des financements à effet de levier, dépendront étroitement de l'évolution à venir des taux d'intérêt et des conditions économiques d'ensemble. Un retournement du cycle du crédit ou une détérioration plus généralisée de la situation macroéconomique, avec un tassement des dépenses des ménages, demeurent les principales menaces à plus long terme.

La globalisation financière est une tendance structurelle majeure qui comporte d'importantes implications pour les établissements bancaires, en termes d'organisation, de stratégies et de profils de risque. En cherchant à se développer par le biais de fusions et d'expositions transfrontières, ils ont créé des interconnexions de capitaux qui offrent des possibilités de bénéfices et de diversification. Dans le même temps, ces approches présentent un certain nombre de risques liés aux résultats à la fois individuels et nationaux. Il en découle que l'internationalisation de l'activité bancaire n'est pas sans conséquences non plus pour les structures prudentielles et le calibrage des moyens d'action.

Résultats des établissements financiers

Les bons résultats d'ensemble sont dus essentiellement aux mêmes facteurs que les années précédentes. La situation macroéconomique favorable a permis aux établissements de se développer, en profitant des possibilités de diversification offertes par les nouveaux instruments de transfert du risque, du rythme rapide de l'innovation sur les marchés financiers et de la poursuite des efforts de maîtrise des coûts. L'optimisme général du secteur au sujet des

retombées bénéfiques de la prise de risque a été conforté jusqu'ici par un environnement propice au crédit et par des revenus abondants générés par l'expansion dans des activités nouvelles. Le système financier est parvenu à résoudre efficacement les problèmes rencontrés par des établissements ou sur certains marchés, ce qui suppose des marges de manœuvre confortables et un degré de flexibilité suffisant pour résister aux chocs. Toutefois, la conjonction de résultats contrastés dans différents segments et d'une tendance générale à recourir à des effets de levier plus importants ainsi qu'à une prise de risque plus déterminée laisse également penser qu'à moyen terme ces atouts pourraient être soumis à plus rude épreuve.

Banques commerciales

Les résultats des banques commerciales ont été généralement bons l'an dernier. Les bénéfices sont restés élevés, grâce à la poursuite de l'expansion de la demande de crédit, à la faiblesse des coûts des défauts et à une volatilité réduite de la courbe des rendements (tableau VII.1).

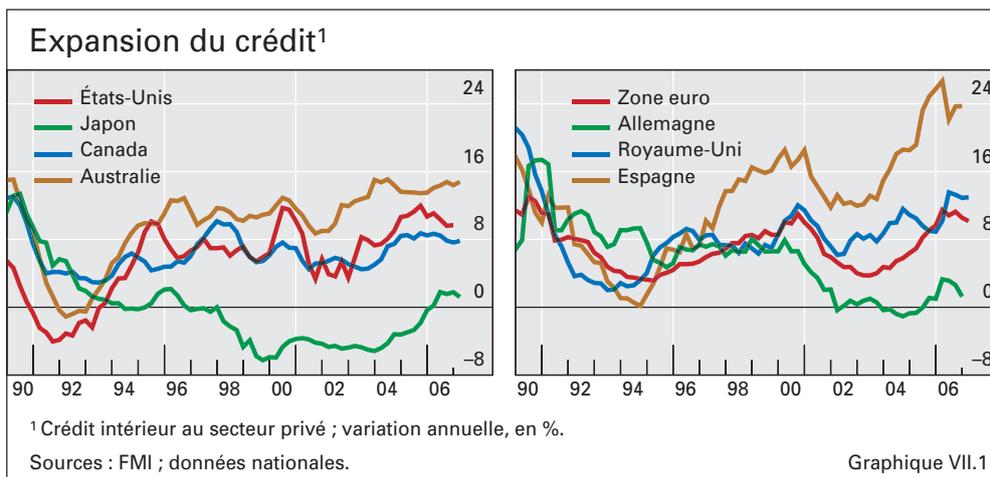
Les banques européennes ont poursuivi leur recherche de croissance en proposant aux particuliers et aux petites entreprises des services rémunérés par des commissions. L'expansion du crédit est restée soutenue dans l'ensemble, mais un ralentissement s'est fait sentir dans des pays comme l'Espagne, qui détenait depuis quelque temps le record en la matière (graphique VII.1). Des enquêtes font état, en outre, d'un assouplissement des conditions de crédit aux ménages et aux entreprises. Les pressions de la concurrence et l'accès à d'autres sources de financement ont incité les banques à se montrer moins

Les banques européennes ont poursuivi leur expansion...

| Grandes banques : rentabilité ¹ | | | | | | | | | | | | | |
|--|------|----------------------|------|------|--------------------------|-------|-------|------------------|------|------|------------------------|------|------|
| En % du total de l'actif moyen | | | | | | | | | | | | | |
| | | Bénéfice avant impôt | | | Dotations aux provisions | | | Marge d'intérêts | | | Charges d'exploitation | | |
| | | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 |
| États-Unis | (10) | 1,84 | 1,89 | 1,83 | 0,19 | 0,17 | 0,18 | 2,78 | 2,65 | 2,51 | 3,46 | 3,25 | 3,10 |
| Canada | (5) | 1,22 | 1,01 | 1,32 | 0,06 | 0,10 | 0,10 | 1,97 | 1,79 | 1,64 | 2,92 | 3,00 | 2,56 |
| Japon | (13) | 0,34 | 0,73 | 0,94 | 0,55 | 0,14 | 0,09 | 0,95 | 0,85 | 0,97 | 1,70 | 1,29 | 1,37 |
| Australie ² | (4) | 1,48 | 1,39 | 1,61 | 0,18 | 0,13 | 0,13 | 2,09 | 1,68 | 1,96 | 2,18 | 1,62 | 1,64 |
| Royaume-Uni ³ | (9) | 0,95 | 0,87 | 0,98 | 0,20 | 0,23 | 0,27 | 1,21 | 1,07 | 1,13 | 1,69 | 1,58 | 1,68 |
| Suisse | (5) | 0,73 | 0,68 | 0,84 | -0,01 | -0,02 | -0,01 | 0,96 | 0,68 | 0,45 | 2,72 | 2,34 | 1,72 |
| Suède ² | (3) | 0,91 | 0,90 | 1,03 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,99 | 0,88 | 0,76 | 1,21 | 1,07 | 1,12 |
| Autriche ² | (3) | 0,78 | 0,85 | 1,64 | 0,34 | 0,31 | 0,38 | 1,83 | 1,64 | 1,90 | 2,41 | 2,09 | 2,40 |
| Allemagne ⁴ | (9) | 0,13 | 0,37 | 0,47 | 0,22 | 0,08 | 0,09 | 0,72 | 0,63 | 0,66 | 1,41 | 1,15 | 1,19 |
| France ³ | (6) | 0,65 | 0,67 | 0,86 | 0,08 | 0,05 | 0,06 | 0,86 | 0,83 | 0,81 | 1,49 | 1,94 | 1,43 |
| Italie ² | (5) | 0,87 | 1,05 | 1,15 | 0,41 | 0,24 | 0,32 | 1,99 | 1,70 | 2,14 | 2,83 | 2,11 | 2,54 |
| Pays-Bas ² | (4) | 0,50 | 0,59 | 0,55 | 0,08 | 0,05 | 0,10 | 1,26 | 1,10 | 1,14 | 1,51 | 1,30 | 1,45 |
| Espagne ² | (5) | 0,89 | 1,18 | 1,51 | 0,24 | 0,23 | 0,34 | 1,47 | 1,55 | 1,78 | 1,78 | 1,80 | 2,12 |

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon en 2006. ² Tous les chiffres sont établis selon les normes IFRS.
³ 2005 et 2006 : chiffres établis selon les normes IFRS ; 2004 : chiffres établis par combinaison des normes IFRS et des Principes comptables nationaux généralement reconnus. ⁴ Chiffres établis par combinaison des normes IFRS et des Principes comptables nationaux généralement reconnus.

Source : Fitch Ratings. Tableau VII.1



exigeantes dans l'octroi de prêts, notamment aux entreprises engagées dans des opérations de fusions-acquisitions. Les possibilités accrues, pour les établissements prêteurs, de diversifier leur risque de crédit au moyen de produits dérivés, de la titrisation ou sur le marché des prêts secondaires en plein essor y ont sans doute contribué. Dans la plupart des pays, cependant, les banques n'ont pas semblé rencontrer de problèmes dans la gestion des défauts. Au contraire, le niveau des provisions est généralement faible et en baisse, et là où des signes de détérioration de la qualité des portefeuilles de prêts sont apparus, comme au Royaume-Uni et en Espagne, les établissements ont continué à s'assurer des bénéfices confortables.

La consolidation bancaire en Europe s'est poursuivie. La suppression des obstacles, réels ou perçus, aux fusions dans des pays comme l'Allemagne et l'Italie a favorisé les transactions, qui ont d'ailleurs été, dans ce dernier cas, le principal facteur du dynamisme des cours des actions bancaires. La fusion transfrontière envisagée entre certains des plus grands établissements européens devrait entraîner d'autres opérations concurrentes. Durant la majeure partie de la période sous revue, cependant, les acquisitions effectuées ont privilégié les possibilités d'expansion, par des implantations dans des pays venant d'accéder à l'Union européenne et dans les économies émergentes de l'Europe du Sud-Est.

Aux États-Unis, les banques sont restées saines et rentables, malgré les premiers signes de ralentissement de l'accroissement des bénéfices. En effet, bien que la période considérée constitue la sixième année consécutive de bénéfices records, la rentabilité moyenne des avoirs et des fonds propres a légèrement diminué et la progression des profits dans leur ensemble a semblé se ralentir au second semestre. Cette situation s'explique essentiellement par la poursuite de la réduction des marges d'intérêts ainsi que par le tassement du marché immobilier et des revenus générés par les prêts hypothécaires. Les petits établissements de crédit ont été les plus affectés, les autres réussissant mieux à diversifier leurs revenus au-delà des marges d'intérêts. Les banques sont demeurées bien capitalisées mais, si les coûts des provisions sont restés à des niveaux très faibles, les prêts improductifs et les passations en charges ont légèrement augmenté, surtout dans les secteurs où l'expansion avait été la plus soutenue ces dernières années. Plus récemment, les établissements

...ainsi que leurs opérations de concentration

Bénéfices records aux États-Unis mais premiers signes de tassement

prêteurs paraissent avoir resserré leurs conditions de crédit aux particuliers, suite apparemment à la multiplication de signes de surendettement des ménages (chapitre II). Dans le même temps, des enquêtes semblent indiquer un assouplissement à l'égard des entreprises.

Stabilité au Japon

Les banques japonaises ont enregistré des résultats positifs pour la deuxième année consécutive, sans marquer cependant d'amélioration. La baisse des bénéfices d'exploitation reflète les pressions continues sur les marges et la faiblesse persistante de l'expansion de la demande de crédit. Ayant recouvré une certaine stabilité sur le plan intérieur, les banques japonaises ont cherché à se développer à l'étranger, essentiellement en Asie. L'État a continué à se désengager de ses participations dans le système bancaire, en procédant à des privatisations et à des restructurations d'établissements du secteur public.

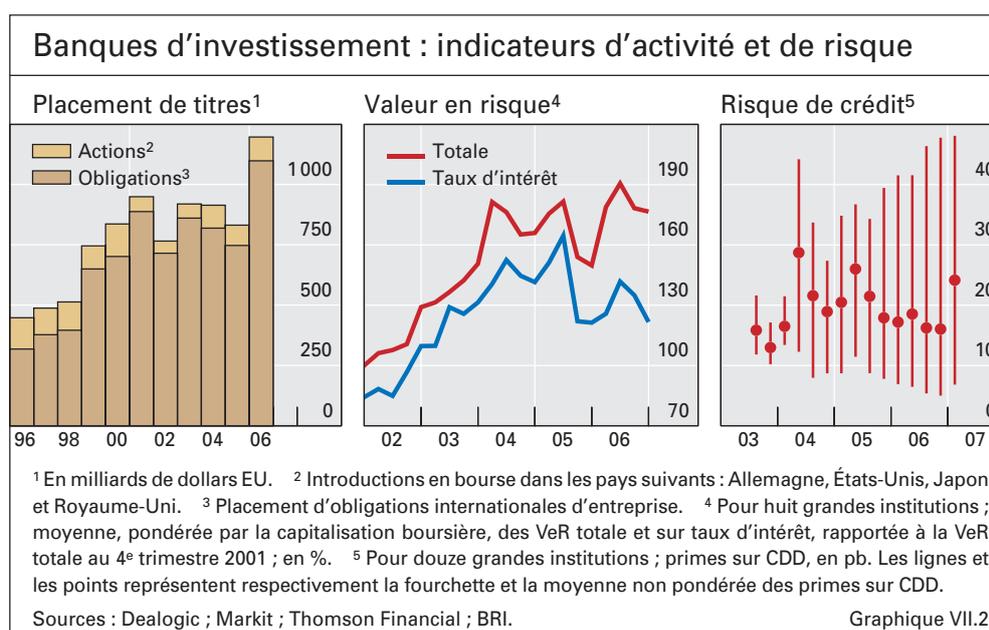
Banques d'investissement

Les bénéfices records des banques d'investissement dus...

Les banques d'investissement ont connu une nouvelle année de bénéfices records. L'augmentation de leurs recettes recoupe plusieurs domaines : conseil aux entreprises, services de courtage et transactions pour compte propre, liées notamment à l'essor des activités de capital-investissement. On peut mentionner également comme facteur à court terme un goût accru pour le risque au sein des grands établissements internationaux.

...au dynamisme des fusions-acquisitions...

Il s'est agi d'une année record pour les opérations de fusions-acquisitions, grâce en partie au dynamisme des fonds de capital-investissement (chapitre VI). Les banques d'investissement en ont dégagé diverses formes de revenus, au-delà des simples commissions pour leurs prestations de conseil. Les plus importantes d'entre elles ont non seulement proposé des financements aux entreprises de capital-investissement acquéreuses, mais ont aussi, bien souvent, directement engagé leurs ressources. Le placement de titres a également engendré des revenus notables (graphique VII.2), surtout



pour les gros établissements opérant à l'échelle mondiale, au détriment des plus modestes.

Les transactions pour compte propre et les participations aux financements structurés représentent depuis quelque temps une autre source importante de profits pour les banques d'investissement. Les gros établissements américains ont ainsi réalisé des gains records, qui leur ont permis de porter le taux de rentabilité de leurs fonds propres à plus de 20 %. Les banques universelles se sont davantage appuyées sur la vigueur de leur gestion de patrimoine pour obtenir des résultats presque aussi importants. L'accroissement de la liquidité du marché et le négoce actif pratiqué par la clientèle, dont les fonds spéculatifs, ont gonflé les bénéfices des établissements très actifs sur les marchés.

...et aux transactions pour compte propre...

L'augmentation des bénéfices s'est accompagnée d'une prise de risque accrue. Les chiffres publiés de la valeur en risque (VeR) des grandes banques d'investissement ont quasiment doublé depuis 2002 (graphique VII.2). Dans le contexte d'une faible volatilité, cette progression traduit une propension croissante à prendre des risques, même si le ratio VeR/fonds propres est resté relativement constant. De même, le risque de crédit lié à l'encours d'obligations de la plupart de ces établissements, mesuré par les primes sur CDD (contrats dérivés sur défaut), a nettement augmenté en 2007, ce qui reflète les préoccupations des contreparties sur les risques potentiels de leur stratégie de placement en cas de retournement des conditions de marché.

...s'accompagnent d'une prise de risque accrue

Fonds spéculatifs

En ce qui concerne les fonds spéculatifs, l'évolution ne s'est guère démarquée de la tendance de l'année précédente. La persistance de résultats modestes, ponctués par la faillite retentissante d'un gros intervenant, est allée de pair avec un ralentissement de l'expansion de ce secteur. Dans le même temps, le processus d'institutionnalisation s'est poursuivi, accompagné d'appels renouvelés à plus de transparence.

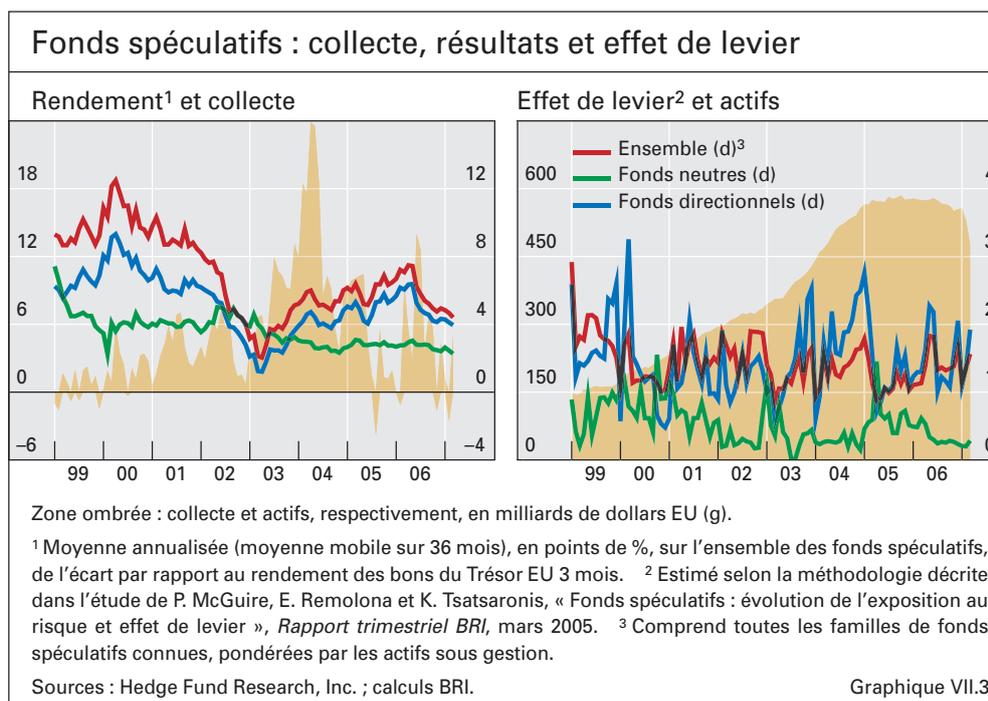
Persistance des tendances antérieures :

Dans l'ensemble, les résultats réalisés en moyenne sur les placements sont restés modestes (graphique VII.3, cadre de gauche). De nombreux fonds ont été mis à rude épreuve au deuxième trimestre 2006, les rendements s'améliorant légèrement au quatrième trimestre pour se détériorer à nouveau au suivant. Les entrées nettes ont encore été volatiles pendant la majeure partie de la période, avant de devenir légèrement négatives vers la fin de 2006. L'intérêt des investisseurs pour ce secteur paraît s'être émoussé ces deux dernières années et les fermetures d'établissements ont dépassé les créations.

tassement des rendements et des entrées...

La quête de rendement a incité les fonds spéculatifs à s'orienter vers les nombreux marchés de transfert du risque en pleine explosion, et plus particulièrement vers ceux du risque de crédit. Ils y sont devenus les principaux pourvoyeurs de liquidités dans le cadre d'une négociation active, leur goût pour le risque offrant la contrepartie aux opérations de couverture des établissements davantage axés sur le montage et le service des actifs sous-jacents. Devant l'intensification de la concurrence, et grâce à des conditions de financement favorables, les intervenants ont quelque peu accru l'effet de levier par endettement (graphique VII.3, cadre de droite).

...prise de risque accrue...



La conjonction d'une stratégie opportuniste d'investissement et de l'effet de levier a suscité des inquiétudes au sujet de la capacité des fonds spéculatifs de faire face à des conditions de marché plus contraignantes. D'ailleurs, la faillite d'un gros établissement, qui s'était positionné de manière excessive sur le marché du gaz naturel, est venue rappeler la fragilité de leur stratégie financière. Dans ce cas particulier, toutefois, d'autres intervenants ont été prêts à contribuer au dénouement ordonné de ses positions, de sorte que ses difficultés n'ont pas eu de répercussions d'ensemble.

Une évolution importante dans le secteur concerne l'accroissement de la transparence. Plusieurs grands fonds ont cherché à s'introduire en bourse ou ont communiqué des informations sur leurs opérations à l'occasion d'émissions d'obligations publiques. Des agences de notation sont également prêtes à publier des notations pour les fonds spéculatifs. Les autorités de marché continuent, pour leur part, à exercer des pressions pour que des dispositions plus formelles régissent la surveillance de ce secteur.

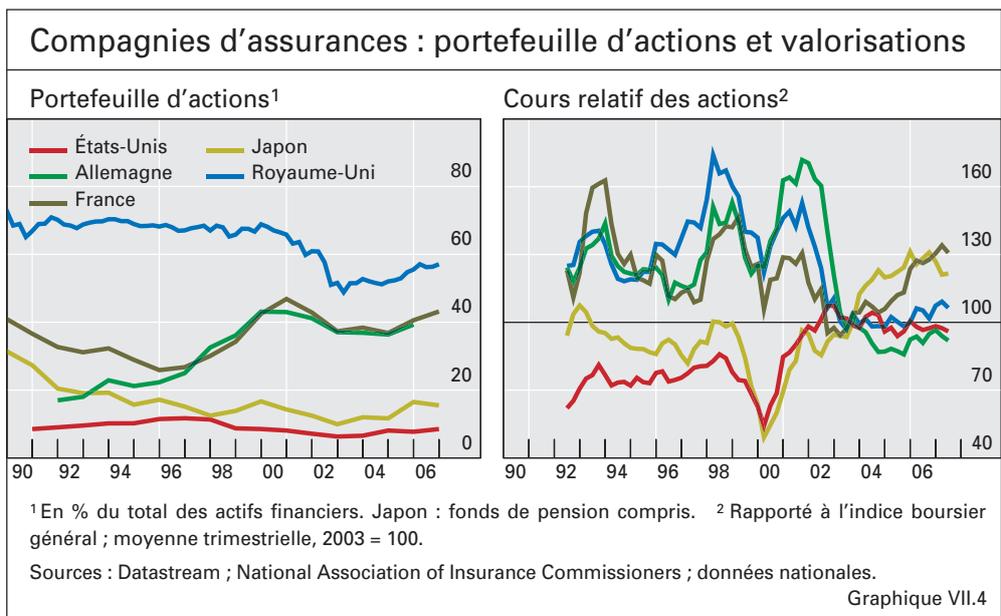
Compagnies d'assurances

La situation s'est améliorée dans ce secteur durant la période considérée. Des conditions de marché plus favorables ont renforcé les bilans dans tous les domaines, l'assurance non-vie enregistrant même une remontée spectaculaire après le contexte difficile de l'année précédente.

La bonne tenue des marchés d'actions et la légère hausse des taux d'intérêt ont renforcé les bilans dans l'assurance vie et dynamisé la souscription (graphique VII.4). Aux États-Unis, le nombre de polices individuelles à rente variable a encore beaucoup progressé, grâce à l'augmentation des cours des actions ainsi que du nombre de retraités. En France, l'essor des contrats à capital variable s'est traduit par une montée des primes d'assurance vie, tandis qu'au Royaume-Uni le marché des rentes a été

...et incitations
à une meilleure
information

L'assurance vie
reste dynamique...



soutenu par une forte demande de la part des fonds de pension. Au Japon, par contre, la reprise de la progression des primes s'est interrompue, la demande accrue de rentes individuelles n'ayant pas compensé la baisse des primes sur les produits d'assurance vie.

La faiblesse relative des rendements à long terme constitue un défi pour les compagnies d'assurance vie, du fait en particulier de l'existence de clauses de garantie de rendement minimum. Des courbes des rendements plates n'encouragent pas la demande pour les produits d'épargne, tandis que le bas niveau des taux longs augmente le coût de leur financement. Cette situation accentue la dépendance des assureurs envers les ventes de formules de placement. Compte tenu de la forte exposition des compagnies d'assurance vie sur les marchés financiers, un retournement potentiel du cycle du crédit et une évolution défavorable de l'économie mondiale pourraient compromettre la rentabilité.

...en dépit de faibles rendements

Le secteur non-vie s'est nettement redressé, après une année 2005 très coûteuse, où les demandes d'indemnisation avaient considérablement augmenté à la suite d'une série de catastrophes naturelles. La plupart des sociétés d'assurances multirisques et de réassurance aux États-Unis et aux Bermudes ont enregistré une reprise spectaculaire, le relèvement des primes, le faible nombre de sinistres et les bons résultats des placements ayant contribué à améliorer les rentrées et à restaurer la rentabilité. Par contre, la progression des primes d'assurance non-vie a été plus modeste en Europe, tandis qu'au Japon les compagnies ont publié des bénéfices nets en baisse, en raison d'un nombre plus élevé de sinistres causés par des typhons et de pertes sur leurs placements.

Le secteur non-vie se redresse...

Malgré une saison de tempêtes tropicales relativement calme en 2006, les États-Unis devraient subir, ces prochaines années, davantage de pertes dues aux ouragans par rapport à la moyenne antérieure à 2005. L'augmentation des risques a fait monter les taux des primes et réduit les capacités de réassurance mondiales en 2006. Pour pallier cette insuffisance et mieux résister à des

...mais les risques devraient rester élevés

catastrophes naturelles de grande ampleur, les compagnies d'assurance non-vie vont sans doute continuer à étoffer leurs volants de fonds propres.

Sources de vulnérabilité

Les principales sources de vulnérabilité du système financier peuvent avoir leur origine dans d'éventuels excès commis durant les dernières années d'expansion, mais leurs conséquences pourraient ne se concrétiser qu'à moyen terme : expositions élevées au risque immobilier, augmentation des financements à effet de levier, notamment dans le cadre de l'essor du capital-investissement, et détérioration du cycle du crédit. À court terme, la persistance de bons résultats augure bien de la capacité du système à résister aux chocs éventuels. À horizon plus lointain, la gravité des tensions continuera à dépendre étroitement de l'évolution des conditions macroéconomiques.

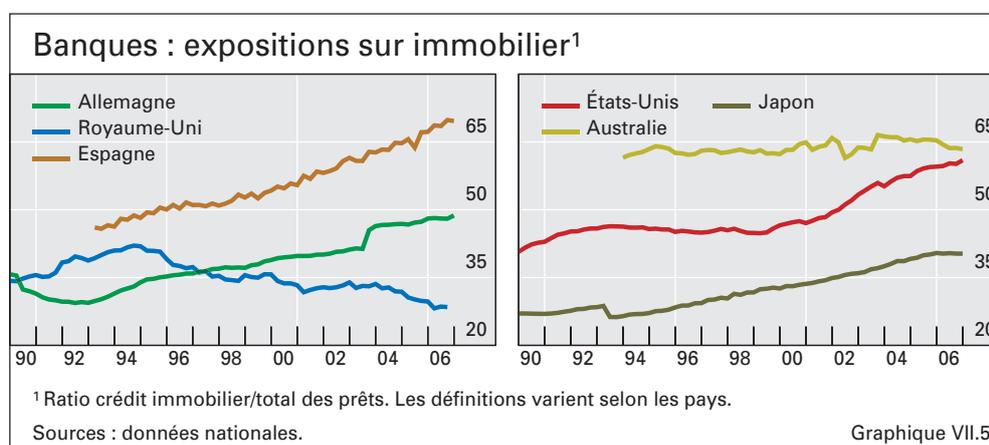
Expositions au risque immobilier

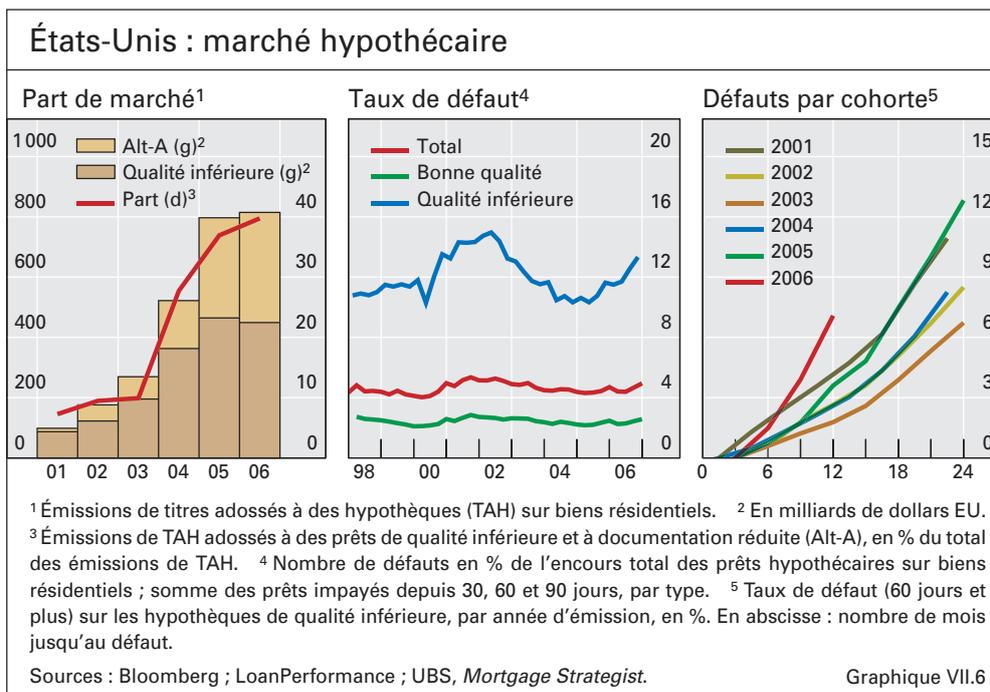
La possibilité d'un effondrement des marchés immobiliers représente un risque notable pour la stabilité financière. Depuis quelques années, l'activité des banques dans ce secteur s'est fortement étoffée et constitue une source non négligeable de bénéfices pour bon nombre d'entre elles (graphique VII.5). L'explosion de la titrisation d'actifs a éclaté les expositions directes et indirectes dans le secteur de l'immobilier au sein du système financier. Les placements dans le secteur résidentiel représentent l'essentiel de cette progression. L'immobilier commercial peut être considéré comme moins exubérant, mais il n'est pas à l'abri d'un phénomène de contagion (chapitre VI).

Immobilier résidentiel

La flambée des prix de l'immobilier résidentiel dans de nombreux pays a été entretenue en grande partie par le bas niveau des taux d'intérêt et s'est accompagnée d'un accroissement rapide des prêts hypothécaires aux ménages. Cette expansion a également généré des commissions importantes pour les établissements prêteurs. En outre, du fait de la conjoncture économique favorable, le coût du crédit lié aux défauts dans ce domaine est demeuré historiquement bas, ce qui a encore conforté les résultats des

Essor de
l'immobilier
résidentiel...





banques et autres créanciers. Le faible impact des pertes a également soutenu l'élargissement des financements structurés, en renforçant l'intérêt des investisseurs pour les titres associés aux flux de trésorerie de ces prêts.

Le développement de la titrisation a entraîné une plus grande dispersion des risques mais a également faussé les incitations des prêteurs, surtout aux États-Unis. En mettant davantage l'accent sur les revenus directement liés aux volumes des prêts, perçus au moment où ils sont accordés, la titrisation a souvent conduit à assouplir les conditions de crédit. De plus, l'intensification de la concurrence et les anticipations de hausse continue des prix des maisons ont probablement amené à sous-évaluer le risque hypothécaire, à s'orienter vers des contrats à taux variable assortis de faibles mensualités au départ, et à multiplier les prêts hypothécaires à plus haut risque (graphique VII.6, cadre de gauche). En conséquence, les augmentations modérées des taux d'intérêt ont affecté une proportion plus forte des encours que par le passé. Les défauts de paiement ont gagné en importance, en particulier pour les dernières générations de prêts consentis à des emprunteurs à haut risque dont l'accès aux financements avait été sévèrement restreint dans le passé (graphique VII.6, cadre de droite).

L'évolution future des taux d'intérêt, des prix de l'immobilier résidentiel et des conditions économiques en général jouera un rôle essentiel dans l'atténuation ou l'aggravation de ces risques. Les taux d'intérêt exerceront une influence à la fois sur le coût du service des hypothèques existantes et sur la demande de nouveaux prêts, tandis que la situation conjoncturelle affectera les revenus des ménages (chapitre II). Des ventes forcées viendront probablement s'ajouter au stock de logements invendus pour peser encore sur les prix.

Immobilier commercial

Dans la plupart des pays, l'immobilier commercial semble se trouver dans une phase ascendante : fortes acquisitions de constructions nouvelles, baisse

...et assouplissement des conditions de crédit...

...ajoutent aux risques

| Prix de l'immobilier commercial ¹ | | | | | | | |
|--|---------------------------------|------|------|---------------------|--|------|------|
| | Variation nominale ² | | | Niveau ³ | Taux d'inoccupation des bureaux ⁴ | | |
| | 1997-2005 | 2005 | 2006 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 |
| États-Unis | 2,9 | 12,0 | 12,3 | 42,3 | 16,0 | 13,9 | 12,6 |
| Japon | -7,9 | 10,5 | 19,6 | 19,2 | 6,0 | 3,9 | 3,0 |
| Allemagne | -1,5 | -4,9 | -5,2 | 36,2 | 11,4 | 11,6 | 9,9 |
| Royaume-Uni | 3,8 | 13,4 | 17,2 | 69,4 | 9,8 | 7,3 | 5,7 |
| France | 4,2 | 6,2 | 15,0 | 71,5 | 6,6 | 6,5 | 5,1 |
| Canada | 2,8 | 9,1 | 13,2 | 59,5 | 14,4 | 12,1 | 10,5 |
| Espagne | 1,4 ⁵ | 5,0 | 7,6 | 98,6 | 8,4 | 6,1 | 3,4 |
| Pays-Bas | 2,5 | 0,1 | 4,3 | 80,9 | 12,0 | 13,6 | 11,7 |
| Australie | 4,2 | 10,9 | 2,6 | 54,5 | 11,5 | 7,2 | 8,3 |
| Suisse | 1,2 | 2,1 | 0,0 | 61,0 | 9,0 | 11,5 | 10,9 |
| Suède | 2,8 | 5,6 | 9,5 | 48,5 | 17,6 | 16,8 | 15,4 |
| Norvège | 1,6 | 6,3 | 10,8 | 63,8 | 11,0 | 9,0 | 8,2 |
| Danemark | 7,8 | 19,8 | 9,0 | 100,0 | 10,3 | 7,9 | 5,0 |
| Finlande | 4,2 | 11,9 | 12,0 | 80,3 | 9,5 | 9,0 | 8,1 |
| Irlande | 12,0 | 16,7 | 21,7 | 100,0 | 16,7 | 15,2 | 12,0 |

¹ Australie et Danemark : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains à usage commercial dans six grandes zones urbaines. ² Variation annuelle, en %. ³ Pic des prix de l'immobilier commercial, corrigés de l'inflation = 100. ⁴ 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. ⁵ Entre 2001 et 2005.

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

des taux d'inoccupation jusque-là élevés et remontée des prix à partir de niveaux généralement bas (tableau VII.2).

Les risques ont augmenté...

Les prêts des banques commerciales à ce secteur ont nettement augmenté dans plusieurs pays, suscitant d'ailleurs, dans certains cas, l'inquiétude des instances de réglementation. Aux États-Unis, les banques ont pratiquement doublé leurs prêts de ce type au cours des cinq dernières années, les portant, en septembre 2006, à 14 % du total des actifs. Cette expansion s'est concentrée sur les petites et moyennes banques, dont l'encours correspond à plus de trois fois leur volume de fonds propres pondérés en fonction des risques. Au Japon, les autorités de contrôle ont mis en garde les établissements prêteurs contre un accroissement inconsidéré de leurs risques liés à l'immobilier commercial.

...mais les marchés résistent encore pour l'instant

Les segments de marché cotés en bourse ont réalisé des performances exceptionnelles. Le taux de rentabilité annuelle des participations dans l'immobilier commercial s'est inscrit entre 15 et 20 % ces trois dernières années, faisant de cette catégorie d'actifs l'un des placements favoris des investisseurs en quête de rendement. Ces derniers semblent toutefois correspondre principalement à des plus-values, les rendements locatifs étant stables, voire en baisse, dans certains pays comme le Royaume-Uni ou les États-Unis. Dans ces conditions, une aggravation des tensions sur les marchés

de la titrisation des prêts à l'immobilier résidentiel pourrait avoir des répercussions plus générales sur les marchés des titres adossés à de l'immobilier commercial.

Financements à effet de levier

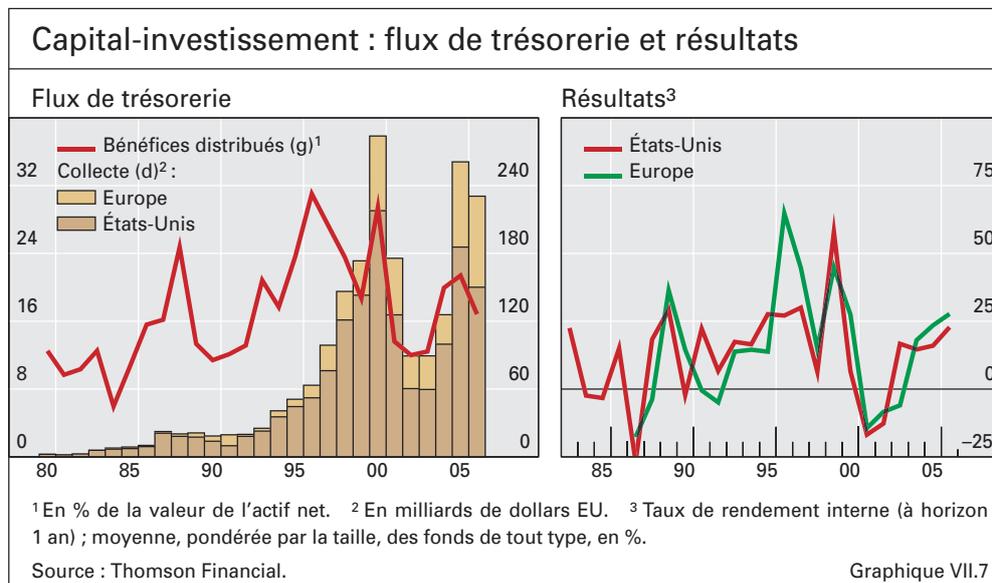
L'une des caractéristiques des marchés financiers ces dernières années a été le recours accru à l'effet de levier pour accroître la rentabilité des placements. Elle a eu notamment comme conséquences l'essor des fonds de capital-investissement et des stratégies par effet de levier de la part des fonds spéculatifs. Dans les deux cas, les répercussions restent pour l'instant limitées à un nombre relativement restreint d'intervenants mais, dans un contexte d'assouplissement des conditions de crédit, elles risquent de se généraliser.

Le dynamisme du capital-investissement s'est accentué l'an dernier. Le nombre des opérations réalisées et, surtout, leur taille ont encore augmenté (chapitre VI). Les fonds de capital-investissement ont ciblé de grandes entreprises, souvent en regroupant leurs moyens financiers dans des consortiums. La progression de l'activité s'est accompagnée d'une amélioration des résultats (graphique VII.7), due en grande partie, il est vrai, à des montages antérieurs. Les établissements ont donc pu collecter des sommes quasi records auprès d'investisseurs recherchant des rendements plus élevés, dont de nombreux fonds de pension et fonds de fonds spéculatifs. Parmi les fonds les plus importants, un petit nombre s'est introduit en bourse, ou est intéressé à le faire, pour s'assurer une source permanente de financement.

Le dynamisme du capital-investissement s'est accentué...

La souplesse des conditions de crédit a joué un rôle majeur dans le dynamisme du capital-investissement. Les fonds ont emprunté des montants records pour financer ces opérations. Le volume des prêts consortiaux internationaux liés à des rachats d'entreprises à effet de levier a augmenté de 70 % l'an dernier. Si leur progression a été la plus forte aux États-Unis, ils ont cependant été accordés en majorité à des emprunteurs européens

...grâce notamment au crédit facile



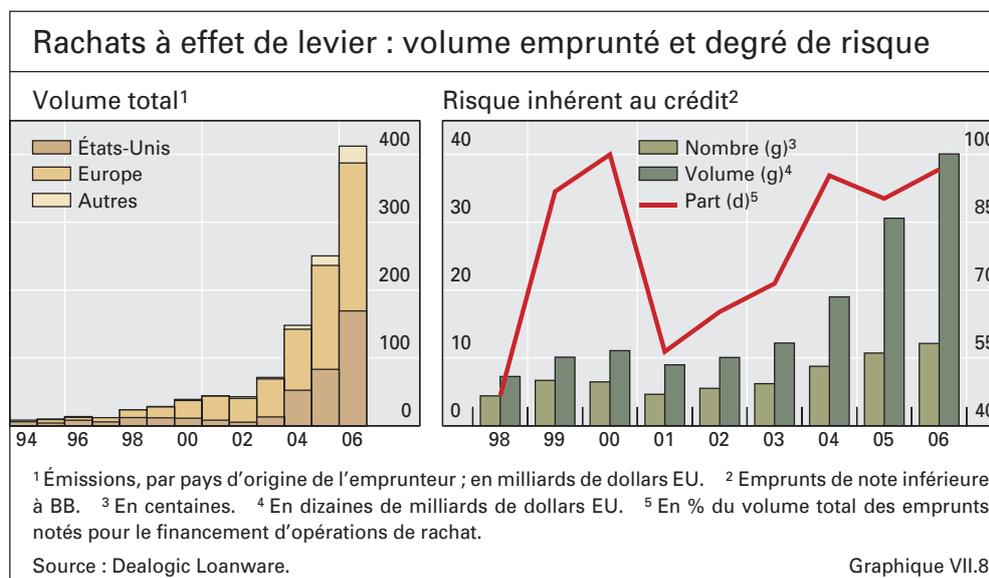
(graphique VII.8, cadre de gauche). Le degré d'endettement communiqué pour ces opérations n'a cessé de s'élever, les fonds bénéficiant de conditions de crédit plus souples, grâce notamment à des clauses beaucoup moins restrictives. La conjonction de ces facteurs a déclenché une vague de prêts de la catégorie spéculative, qui représentent 90 % de l'ensemble des rachats à effet de levier mis sur pied ces deux dernières années (graphique VII.8, cadre de droite).

Le recours accru à l'effet de levier...

L'ampleur de l'effet de levier pratiqué dans les opérations de capital-investissement a soulevé des questions concernant leur viabilité à long terme. Les structures financières des entreprises acquises se trouvent modifiées par le biais de recapitalisations financées par l'emprunt, qui gonflent les rentrées des acquéreurs au détriment des fonds propres de leur cible. Il s'agit là d'un caractère essentiel de la stratégie financière des fonds, qui peut expliquer en partie leurs très bons résultats. Cette stratégie dépend toutefois de la possibilité de se procurer des ressources bon marché, et la solidité financière des entreprises acquises (ainsi que la qualité de l'endettement correspondant) serait fragilisée à l'extrême en cas de détérioration des conditions de crédit ou de la conjoncture économique. Si l'augmentation du taux d'endettement semble relativement limitée aux entreprises-cibles (chapitre VI), certains craignent que la multiplication des rachats à effet de levier ne pousse plus généralement les entreprises à creuser leur endettement, soit pour se défendre en cas d'OPA, soit pour porter la rentabilité de leurs fonds propres au niveau de celle des cibles des fonds de capital-investissement.

...et l'opacité augmentent le risque global

Un autre sujet de préoccupation concerne l'opacité relative des entreprises rachetées. Comme les exigences de communication financière ne sont pas aussi contraignantes pour les sociétés non cotées, leur gestion est moins soumise à contrôle. Compte tenu de la taille croissante des acquisitions, des questions se sont posées sur l'adéquation des structures de gouvernance de telles entreprises.



Des préoccupations analogues sont suscitées par les activités des fonds spéculatifs. L'augmentation des niveaux d'endettement (graphique VII.3), conjuguée à une certaine opacité, conduit à s'interroger sur le risque de propagation de futurs problèmes dans ce secteur vers l'ensemble du système financier. Il se peut que les contreparties aient sous-estimé les risques individuels de ces fonds ainsi que la fragilité globale des marchés sur lesquels ces fonds opèrent.

Le cycle du crédit

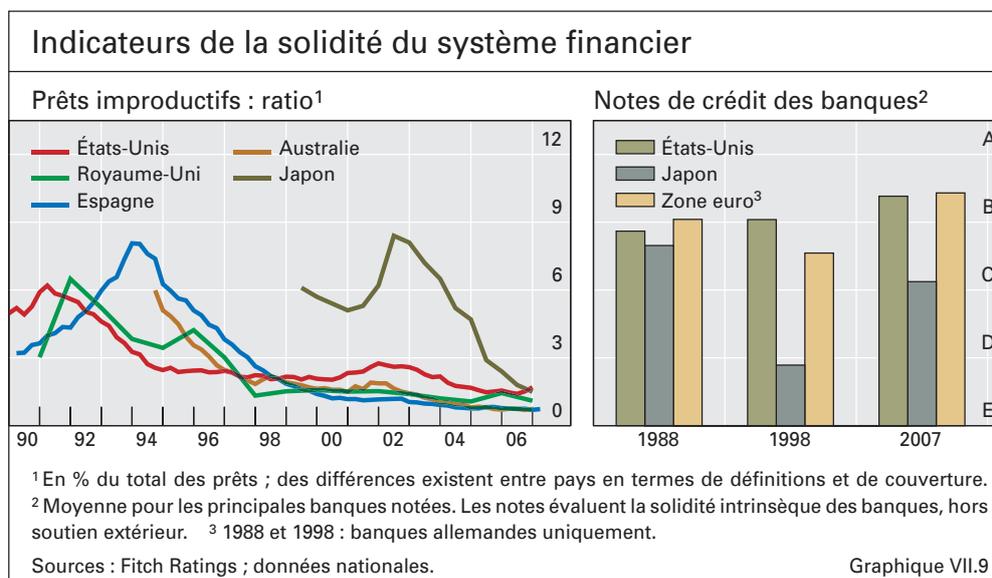
Étant donné le rôle essentiel que l'environnement favorable au crédit a joué dans les bons résultats du secteur financier ces dernières années, un retournement du cycle du crédit constituerait un risque important pour la suite. Les stratégies de placement fondées sur la persistance de faibles primes et sur une hausse des prix des actifs se trouvent particulièrement exposées à une augmentation des défauts. La nature des interactions entre cycle du crédit et situation macroéconomique globale doit être prise en compte dans l'évaluation des menaces pour la stabilité financière à moyen terme.

Les résultats des établissements financiers ont été largement influencés par les coûts modestes et en baisse du crédit. Dans de nombreux pays, le minimum historique du volume des prêts improductifs dans les portefeuilles bancaires (graphique VII.9), conjugué au faible niveau des provisions, a contribué à la forte rentabilité des banques. Le contexte favorable au crédit et les taux d'intérêt peu élevés ont soutenu l'offre de ressources, qui a été le principal facteur du dynamisme des marchés des produits structurés et des financements à effet de levier.

Les conditions favorables au crédit...

S'agissant du cycle récent, ces conditions pourraient être qualifiées, à de nombreux égards, d'exceptionnelles. La longue période de croissance économique amorcée au milieu des années 1990 n'a été que brièvement interrompue par le ralentissement relativement modéré du début de l'actuelle

...sont peut-être sur le point de changer



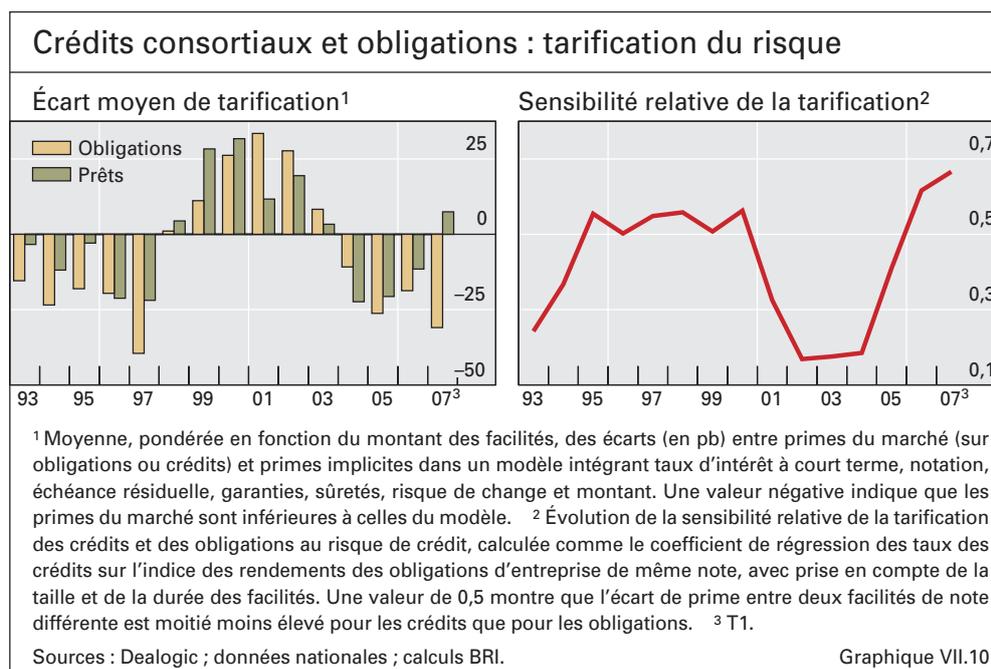
décennie, après l'éclatement de la bulle technologique. Durant cet épisode, le système financier est parvenu à gérer efficacement une recrudescence de défauts d'entreprise, en raison de l'accroissement de la demande de crédit des ménages et de l'incidence bénéfique du renforcement des mécanismes de transfert du risque de crédit.

La gestion de l'augmentation du risque de crédit...

Si le marché s'attend probablement à un renversement du cycle du crédit, il est cependant difficile d'en prédire le moment. Les signes de tensions se sont multipliés sur les marchés du financement du logement, principalement aux États-Unis, et l'endettement des ménages demeure un sujet de préoccupation dans de nombreuses juridictions, les défauts sur prêts aux particuliers ayant augmenté. Les défaillances d'entreprises restent encore assez rares (chapitre VI), mais des niveaux d'endettement plus élevés créeraient, dans certains cas, des difficultés si une détérioration de la conjoncture ou un durcissement des conditions de crédit venait à se produire.

...passe par une discipline *ex ante*

La question plus vaste concernant la capacité des banques de résister à d'éventuelles tensions engendrées par un renversement du cycle, et pouvant s'accompagner d'un ralentissement plus généralisé de l'économie, dépendra de la discipline observée par les banques en matière de conditions de crédit. Le contexte favorable a encouragé des pratiques plus agressives dans certains segments, comme les prêts hypothécaires aux emprunteurs à haut risque. Globalement, la sensibilité de la tarification du crédit à l'égard du risque paraît plus marquée ces dernières années. L'an passé, les primes des prêts consortiaux semblent s'être élargies par rapport à celles des obligations et être devenues plus sensibles au risque de crédit (graphique VII.10). C'est là un signe positif, même si l'encours des prêts à forte marge consentis en début de décennie peut constituer, à l'approche de l'échéance, une source de risques pour les portefeuilles des prêteurs. Une hausse des taux de défaut dans un environnement changeant peut inciter à une certaine tolérance vis-à-vis des



emprunteurs existants, abaissant encore la qualité des actifs des bailleurs de fonds et réduisant l'offre de nouveaux crédits.

Internationalisation de l'activité bancaire

L'expansion de l'activité bancaire internationale constitue une tendance structurelle majeure des économies industrielles depuis quelques décennies. Au départ, elle s'est faite essentiellement sous la forme d'activités transfrontières. Dernièrement, les banques ont été de plus en plus nombreuses à établir une présence directe à l'étranger, offrant ainsi divers avantages aux exportateurs comme aux importateurs de services financiers : diversification accrue, accès à davantage de sources de financement et transfert de savoir-faire. Cependant, cette évolution est un défi, tant pour les autorités des pays d'origine que pour celles des pays d'accueil, sur le plan de l'évaluation et du traitement des risques dans le secteur financier, ainsi que de la gestion macroéconomique globale.

Tendances et évolutions

La composante internationale de l'activité des banques n'a cessé de s'accroître au cours des trente dernières années. Les créances internationales des établissements situés dans les économies industrielles ont augmenté, en moyenne annuelle, de 11,5 % entre 1977 et 2006. Depuis dix ans, leur progression s'est accélérée, avec plus de 18 % en 2006. En proportion de l'activité économique, ces créances ont quintuplé depuis 1980 et atteint l'équivalent de 50 % du PIB mondial l'an passé. Leur progression n'a pas été uniforme, les chiffres révélant des cycles prononcés d'activité. Toutefois, le rythme actuel n'a été dépassé que deux fois depuis le milieu des années 1970.

Cette internationalisation progressive a été induite dans une large mesure par les facteurs qui ont soutenu la mondialisation des affaires et du commerce. Le développement de l'activité bancaire internationale a résulté de profondes motivations, telles que le financement des besoins d'échanges transfrontières en plein essor et l'accompagnement de l'expansion internationale de la clientèle traditionnelle. En outre, la libéralisation accrue des mouvements de capitaux a permis aux emprunteurs de recourir aux intermédiaires basés à l'étranger. Sur de nombreux marchés nationaux, les banques ayant leur siège à l'étranger représentent une proportion importante et croissante du crédit total accordé au secteur non bancaire, que ce soit directement de l'étranger ou par l'entremise de leurs implantations locales (graphique VII.11). Au sein des principales économies industrielles, la part des établissements étrangers dans le crédit total est plus grande aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro qu'au Japon. Dans les économies émergentes, où la privatisation et les opérations de concentration ont sensiblement modifié le paysage bancaire, la participation des banques étrangères a nettement augmenté en Amérique latine et en Europe, avec des différences notables cependant d'un pays à l'autre.

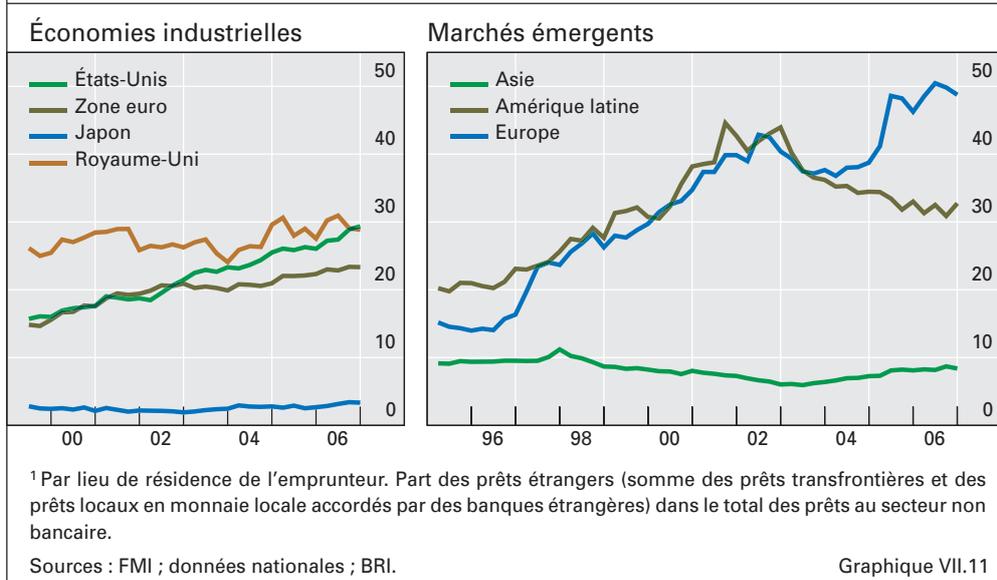
De surcroît, des facteurs structurels, plus spécifiques au secteur financier, ont fait de l'expansion internationale un objectif à part entière des

L'internationalisation croissante de l'activité bancaire...

...est induite par des tendances économiques générales...

...et des facteurs structurels spécifiques

Participation des banques étrangères sur les marchés nationaux du crédit¹

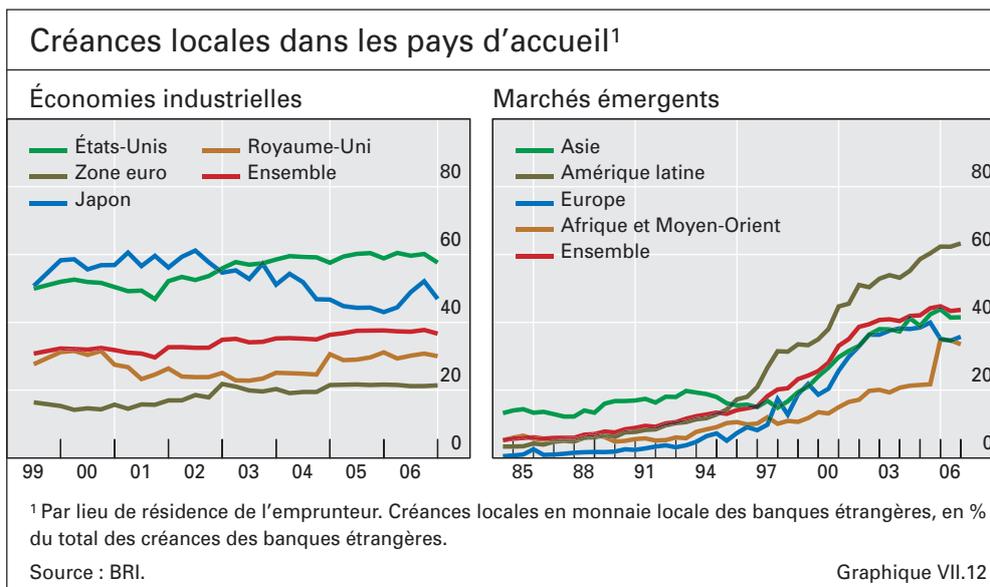


établissements bancaires. Les progrès dans les communications et l'informatique, les innovations financières ainsi que les avancées en matière de mesure et de gestion des risques financiers ont permis à de nombreuses banques d'accroître et d'élargir leurs activités, facilitant l'internationalisation en réduisant les coûts associés. Dans le même temps, comme les possibilités d'expansion au niveau national devenaient limitées en raison de la baisse de rentabilité des débouchés et de réglementations antimonopoles, l'international offrait les meilleures perspectives pour les établissements cherchant à étoffer leur bilan.

Diverses orientations :

Il n'est pas facile de décrire les orientations mondiales dans l'internationalisation de l'activité bancaire. Les expériences varient selon les pays et les établissements en raison, d'une part, de l'influence de facteurs historiques et institutionnels et, d'autre part, de différences dans la structure sous-jacente et le développement des économies concernées. Il est néanmoins utile de préciser quelques grandes caractéristiques de ce processus : choix entre établissement d'une présence locale et services bancaires transfrontières ; poids des ressources et emplois en monnaie locale correspondants ; taille croissante des marchés interbancaires ; rôle des centres bancaires dans l'acheminement des flux internationaux.

Un aspect important des activités internationales des banques réside dans le choix entre l'établissement d'une présence locale dans la juridiction étrangère et l'offre de prestations à partir du pays d'origine. L'importance relative du premier varie sensiblement selon les pays et dans le temps. À la fin des années 1990, les prêts consentis par l'intermédiaire des bureaux locaux représentaient environ un quart des prêts bancaires internationaux (graphique VII.12), avec de grandes différences cependant selon le pays de l'emprunteur. Les banques étrangères privilégiaient la présence locale aux États-Unis et au Japon, alors qu'elles semblaient opter pour les prêts



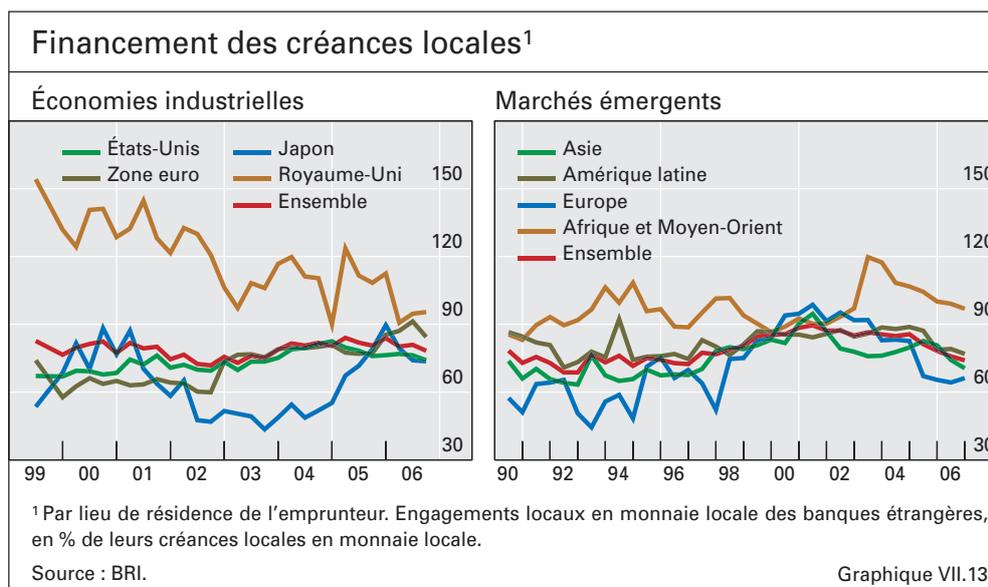
transfrontières au sein de la zone euro. Dans les économies émergentes, les divergences étaient beaucoup moins prononcées.

Dans la plupart des régions, la part de la présence locale s'est accrue. Pour les économies industrielles avancées, elle est particulièrement évidente aux États-Unis, où les prêts consentis localement ont atteint environ 60 % du total des créances internationales. Dans la zone euro, par contre, le nombre de banques s'établissant hors des frontières nationales n'a guère augmenté, malgré l'introduction de la monnaie unique. C'est au sein des économies émergentes que la présence locale a gagné le plus de terrain. Au cours de l'actuelle décennie, la part des créances acheminées localement est montée à plus de 40 % du total. La libéralisation financière et les privatisations, intervenues bien souvent après des crises financières, ont facilité l'implantation de succursales ou l'acquisition de banques locales. Cependant, la situation d'ensemble masque de profondes disparités entre pays, en raison de facteurs spécifiques. Ces dix dernières années, la participation étrangère dans les banques s'est surtout renforcée dans les deux Amériques ainsi que dans les économies émergentes et en transition d'Europe, mais moins en Asie, en Afrique et au Moyen-Orient. Il faut y voir le résultat d'une tendance plus générale, avec une proportion croissante des fusions-acquisitions dans le secteur financier réalisées sous forme transfrontière, tant dans les pays industriels que dans le monde émergent. En conséquence, plusieurs systèmes bancaires nationaux sont effectivement passés sous contrôle étranger, comme en Nouvelle-Zélande, au Mexique et dans certains pays d'Europe centrale et orientale.

Le passage d'une activité bancaire transfrontière à la création de groupes bancaires internationaux peut être mesuré par l'ampleur du financement local des créances locales. De plus en plus, les banques étrangères font appel à leurs implantations locales pour des dépôts locaux, qui remplacent les engagements transfrontières ou les engagements locaux en devises. Dans les pays industriels, ces financements représentent en moyenne quelque 80 % des créances locales en monnaie locale. Si, au Royaume-Uni, les établissements

choix d'une
présence locale...

...proportion accrue
des financements
locaux...



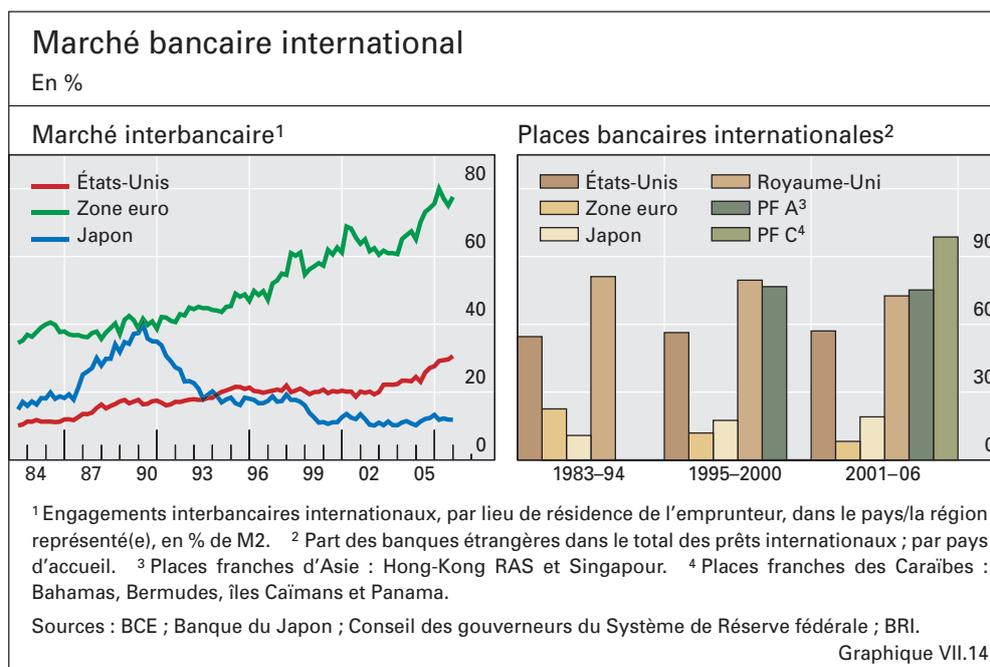
des banques étrangères ont généralement surfinancé leurs prêts locaux en livres sterling au moyen de dépôts locaux dans cette monnaie, c'est l'inverse qui s'est produit au Japon. Dans les économies émergentes, une tendance haussière des financements locaux a été observée à la fin des années 1990 (graphique VII.13), surtout en Europe et en Asie, peut-être en réaction aux faiblesses apparues durant la crise asiatique. Elle s'est inversée depuis, tout comme l'incidence des crises monétaires. Une stratégie d'accroissement équilibré des actifs et passifs locaux peut répondre à plusieurs motivations. Il peut s'agir, par exemple, d'accorder une place plus grande à la banque de détail (offre de prêts hypothécaires et de cartes de crédit aux résidents) ou bien d'atténuer l'exposition aux asymétries de devises et au risque de transfert. Actifs et passifs locaux connaîtront généralement une augmentation parallèle, que les banques étrangères laissent leurs opérations locales se développer naturellement ou qu'elles s'engagent dans l'acquisition d'établissements possédant déjà une clientèle de déposants.

Les engagements envers les autres établissements de crédit représentent la majeure partie (plus de 60 %) des actifs et passifs internationaux des banques. Le marché interbancaire international n'a cessé de croître dans la plupart des pays, tant en volume absolu que par rapport aux agrégats monétaires nationaux (graphique VII.14, cadre de gauche). Il est particulièrement important pour les établissements européens, surtout ceux qui sont domiciliés dans la zone euro. L'introduction de la monnaie unique a fortement stimulé les dépôts interbancaires au sein de cette zone, qui est devenue un circuit privilégié pour l'allocation efficace des liquidités. Au Japon, par contre, la faiblesse persistante des banques se traduit par une contraction de leur part du marché interbancaire international depuis le milieu des années 1990.

Si le marché bancaire international est assez bien réparti entre les juridictions, quelques grands centres jouent un rôle clé dans la distribution globale des fonds. Ils sont caractérisés par un fort pourcentage de l'activité

...développement de l'interbancaire...

...et apparition de grands centres



réalisée par des établissements ayant leur siège à l'étranger. Les parts dominantes du Royaume-Uni et des États-Unis reflètent l'importance de Londres et de New York en tant que places financières internationales. Ainsi, le Royaume-Uni attire plus de 20 % des dépôts interbancaires mondiaux, les établissements étrangers représentant plus de 70 % de l'activité bancaire internationale dans ce pays (graphique VII.14, cadre de droite). En outre, plusieurs juridictions, dont les places franches d'Asie et des Caraïbes, se sont imposées comme plateformes régionales et sont des acteurs de premier plan dans l'intermédiation des flux bancaires entre régions.

Défis en termes de stratégies

L'internationalisation de l'intermédiation financière est propice aux deux économies directement concernées, mais comporte un certain nombre de défis pour les divers établissements et les autorités des pays d'origine et d'accueil. Les deux systèmes financiers bénéficient de la plus grande diversification des établissements, tant à l'actif qu'au passif de leur bilan, et des avantages résultant d'une source de financement normalement plus stable pour l'activité économique. Les défis sont de nature à la fois microéconomique et macroéconomique. Ils concernent la gestion des différents risques induits par la complexité accrue de banques de dimension internationale. L'évaluation des résultats et des faiblesses de ces établissements ainsi que de la stabilité de systèmes financiers ouverts exige une coopération entre les autorités dans le partage des informations et la coordination des actions, souvent dans le contexte d'intérêts divergents.

Les défis de l'internationalisation pour les banques et les autorités

Niveau microéconomique

À l'échelle de l'établissement, l'internationalisation accrue des opérations en augmente la complexité. Elle résulte de la nécessité, dans la conduite des

Les banques transfrontières sont plus complexes...

activités transfrontières, d'une adaptation à des cultures différentes en matière de clientèle, de marchés et de surveillance prudentielle, ainsi que du besoin de coordination entre divers services au sein d'un même groupe. Réussir l'amalgame des cultures d'entreprise, harmoniser les pratiques et créer une structure efficace d'information et de contrôle sont les clés du succès pour les banques internationales. Le fait que, parfois, les services étrangers existaient, avant leur acquisition, en tant qu'entités distinctes complique encore la tâche.

...plus difficiles à surveiller...

Les défis posés aux responsables de la surveillance prudentielle des banques internationales ont une dimension analogue, mais pas de même nature. Ils portent sur des différences de points de vue entre les autorités du pays d'origine et celles du pays d'accueil. Le contrôle des résultats et l'évaluation du profil de risque de ces établissements dépendent étroitement de la quantité d'informations disponibles sur leurs activités et pratiques globales. À cet effet, il importe naturellement de bien comprendre les risques associés aux expositions internationales ou aux asymétries d'échéances et de devises dans l'ensemble des positions d'un établissement. La coopération entre autorités des pays d'origine et d'accueil dans le partage des informations, opinions et connaissances locales spécifiques est une composante essentielle d'un mécanisme de contrôle efficace. De même, des différences dans la conception et l'application des outils prudentiels dans les diverses juridictions où la banque est active peuvent contrecarrer les efforts de l'établissement pour gérer son activité sur une base consolidée, en tirant parti des synergies et des possibilités de diversification. Cela vaut, en particulier, pour les règles de classification des actifs improductifs et les conditions de provisionnement.

...et à gérer en période de difficultés

La complexité interfère aussi avec l'efficacité de l'intervention lorsque la banque connaît des difficultés. Évaluer la solvabilité d'un établissement implique d'avoir une idée précise de la valeur actuelle et future de ses actifs et passifs. Pour obtenir une estimation exacte et en temps réel des éléments peu liquides ou opaques, les compétences prudentielles locales sont souvent utiles, ce qui souligne l'importance de canaux de communication ouverts entre les autorités concernées. En outre, l'accès à une aide d'urgence est soumis à des pratiques pouvant être différentes et des incitations contradictoires de la part d'autorités qui préféreraient ne pas mettre en danger des ressources nationales pour soutenir les activités et créanciers étrangers d'une banque.

La résolution des crises est également rendue plus difficile par le fait que les décisions concernant le processus de règlement, en cas de défaillance, sont aussi influencées par des intérêts nationaux et des différences de points de vue des parties concernées. Par exemple, des divergences pourraient apparaître quant au maintien de la capacité d'intermédiation dans la juridiction d'accueil ou au partage de la charge financière résultant de l'engagement de fonds publics. Ces questions deviennent particulièrement complexes lorsque la répartition des activités internationales de la banque concernée donne lieu à des avis divergents des autorités prudentielles. Cela pourrait être le cas lorsque le volume d'opérations dans le pays d'accueil est faible en regard de la dimension de la banque internationale, mais systématiquement important par

rapport à la taille de l'économie locale. Enfin, les deux autorités peuvent avoir des opinions nettement éloignées sur les fermetures d'établissements.

Niveau macroéconomique

L'internationalisation croissante de l'activité bancaire comporte aussi des défis en termes de gestion macroéconomique. Cela recouvre autant les aspects traditionnels du contrôle de la liquidité et des flux de crédit par l'autorité monétaire que l'objectif de stabilité globale du système financier.

L'internationalisation...

La capacité des banques internationales de gérer leurs liquidités et leur bilan dans les diverses juridictions où elles opèrent peut parfois nuire à l'efficacité des instruments de politique monétaire. Un accès plus facile au financement étranger permet aux banques de mieux profiter des opportunités de haut rendement offertes en cas de persistance d'écarts de taux d'intérêt entre monnaies. Des stratégies de prêt dynamiques peuvent également accroître l'offre de crédits meilleur marché aux ménages et aux entreprises, au prix cependant d'un risque de change plus élevé et aussi plus difficile à évaluer. Ces pratiques peuvent affaiblir le poids des instruments de politique monétaire et gêner les autorités dans la poursuite de leurs objectifs, comme l'illustrent les expériences récentes en Europe centrale et orientale. Dans cette région, l'expansion du crédit a perduré jusqu'à récemment, malgré les efforts des banques centrales, ce qui a stimulé la demande intérieure, entretenu la vive hausse des prix du logement et contribué à creuser les déficits des paiements courants.

...peut compliquer la tâche de la politique monétaire...

De même, dans une perspective macroprudentielle, les banques internationales posent de nouveaux défis aux autorités sur le plan de la stabilité financière. En ce qui concerne la surveillance des points de faiblesse, ces tâches sont partagées entre autorités du pays d'origine et d'accueil, les deux se devant d'évaluer des scénarios prenant en compte les évolutions dans les économies où les banques nationales sont très actives. En revanche, l'utilisation de normes prudentielles pour contrer des excès soulève des questions de contrôle et d'incitation. Des mesures purement locales peuvent être sans effet sur des établissements tournés vers l'international mais prépondérants pour le pays hôte. La recherche de coordination entre les deux instances prudentielles peut aussi souffrir du faible poids des opérations locales dans le total des activités de l'établissement. Par ailleurs, la gestion et la résolution des crises systémiques se heurtent aux mêmes obstacles que ceux mentionnés plus haut pour les établissements : informations de qualité disponibles en temps opportun, complexité juridique et opérationnelle, et conflits d'intérêts entre autorités concernées. La situation se trouve encore compliquée par les décalages entre les droits des différentes autorités sur les ressources des établissements et la répartition des éventuelles charges budgétaires associées au processus de règlement.

...et la gestion du risque systémique

Pour mieux faire face à ces difficultés, des initiatives sont lancées pour créer des structures facilitant l'évaluation du risque dans les groupes bancaires internationaux et afin d'améliorer les dispositifs de gestion des crises. Concrètement, les efforts se sont concentrés sur l'instauration de mécanismes bilatéraux et multilatéraux sous forme de forums réguliers et sur l'élaboration

Initiatives des autorités face à ces questions

de modèles et autres canaux de communication favorisant l'évaluation conjointe des résultats de ces banques. Souvent, ces travaux sont officialisés dans des protocoles d'accord entre les autorités concernées, mais ils peuvent aussi prendre un caractère plus informel, sans être moins utiles pour autant. La mise au point de normes réglementaires de portée mondiale constitue une étape importante vers une plus grande cohérence des dispositifs prudentiels entre juridictions. Même si ces normes portent sur la conception d'instruments de réglementation, tels que fonds propres et provisionnement, elles contribuent à façonner une culture prudentielle commune en établissant de meilleures pratiques pour leur application. Enfin, les structures existantes destinées à améliorer les flux d'informations à des fins prudentielles ont été également utilisées dans la discussion et la planification de mesures contre les perturbations systémiques. Ces débats peuvent être de nature plus informelle, étant donné la complexité des enjeux et les préoccupations liées à l'aléa moral.

Des progrès
restent à faire

Malgré les progrès accomplis à ce jour, de nombreuses questions restent à approfondir. Cela tient, tout d'abord, à la complexité des situations propres aux différentes banques ou au cadre institutionnel des diverses juridictions. C'est aussi une conséquence de la nature changeante du problème auquel sont confrontées les autorités, qui résulte de l'évolution des caractéristiques économiques de l'activité bancaire transfrontière.

VIII. Conclusion : prévenir ou guérir ?

L'économie n'est pas une science, du moins pas au sens où la répétition d'une expérience aboutit toujours au même résultat. D'ailleurs, les prévisions économiques sont souvent bien loin de la réalité, en particulier lors des points de retournement du cycle, l'insuffisance des données, le manque de fiabilité des modèles et les chocs aléatoires contribuant fréquemment à produire des résultats peu concluants. À cela s'ajoute la difficulté encore plus grande d'évaluer la marge d'erreur des prévisions, à tel point qu'il n'est guère exagéré de dire que nous sommes plutôt confrontés à des incertitudes fondamentales – et à quantité d'impondérables – qu'à de simples risques.

L'histoire économique fournit des références utiles à cet égard. La « grande inflation » des années 1970 avait totalement pris de court la plupart des observateurs et des autorités, tout comme le rythme de la désinflation et la reprise économique ultérieure, une fois que l'on s'est attelé au problème. De même, quasiment personne n'avait anticipé la Grande Dépression des années 1930, ni les crises qui ont secoué le Japon et l'Asie du Sud-Est au début et à la fin des années 1990, respectivement. En fait, chaque épisode de repli a été précédé d'une période de croissance non inflationniste suffisamment vigoureuse pour conduire nombre de commentateurs à présager l'avènement d'une « ère nouvelle ». Des surprises analogues peuvent être observées au niveau microéconomique. Juste avant sa faillite, en 1998, le fonds LTCM avait subi, sur divers marchés, des chocs de prix près de dix fois supérieurs à ce qu'on pouvait attendre compte tenu de l'expérience passée. Par conséquent, tous ses postulats de départ – diversification adéquate, liquidité abondante et capitalisation satisfaisante – se sont avérés totalement erronés.

Naturellement, beaucoup feront valoir que cette expérience nous a permis de mieux comprendre les processus économiques. Cette affirmation n'est cependant guère facile à démontrer. Les économistes de banque centrale, par exemple, établissent généralement leurs prévisions d'inflation à l'aide de modèles économétriques rendant compte des interactions salaires-prix. Or, pour travailler avec précision, ils doivent répondre correctement à au moins cinq questions. Quel est le meilleur moyen de mesurer les capacités excédentaires dans l'économie nationale ? Quel est le taux de croissance tendanciel de la productivité ? Les influences de l'étranger se limitent-elles aux seuls prix à l'importation ? Les salaires sont-ils déterminés par les anticipations sur les prix ou par l'évolution effective des prix ? Si les anticipations jouent un rôle déterminant, sont-elles influencées par la crédibilité des banques centrales ou par autre chose, comme l'inflation constatée, voire perçue ? Pour l'heure, chacune de ces questions suscite bien des divergences, tout comme de nombreux aspects tout aussi fondamentaux concernant d'autres paramètres économiques.

De fait, au vu des vastes mutations en cours, il n'est pas difficile d'affirmer que nous comprenons peut-être moins bien aujourd'hui qu'auparavant les processus économiques. Dans l'économie réelle, la conjonction du progrès technologique et de la mondialisation a révolutionné la production. La sphère financière, elle aussi, a connu des bouleversements avec l'arrivée de nouveaux acteurs, l'introduction de nouveaux instruments et les changements de comportement. Sur le plan monétaire, les banques centrales, de plus en plus autonomes, ont considérablement évolué dans leur politique et leur stratégie de communication. Face à toutes ces transformations, qui pourrait prétendre, en toute sincérité, que rien n'a changé ?

De surcroît, une incertitude toute particulière pèse sur la politique monétaire. Si les banquiers centraux sont plus déterminés que jamais à maintenir la stabilité des prix, le rôle joué par la masse monétaire et le crédit est de plus en plus controversé, et ce, au milieu d'interrogations évoquées précédemment sur le processus d'inflation. Pour certains d'entre eux, comme pour nombre d'universitaires renommés, ni la monnaie ni le crédit ne serait d'une quelconque utilité dans la conduite de la politique monétaire. Pour d'autres, par contre, la croissance trop rapide des agrégats pourrait présager soit un réveil de l'inflation, soit un cycle expansion-contraction aux caractéristiques indésirables.

Dans ce contexte, on ne peut raisonnablement attendre des banques centrales ou des marchés un discernement infaillible. Il importe donc que ces derniers continuent à exercer leur propre jugement en toute indépendance et ne se contentent pas d'adopter les convictions des banques centrales – stratégie qui pourrait se révéler dangereuse. De leur côté, les autorités doivent poursuivre leurs efforts visant à améliorer la résilience du système face à des chocs inévitables autant qu'inattendus.

Motifs de préoccupation actuels pour les autorités

Selon la prévision consensuelle, obtenue par enquête auprès d'économistes, la récente vigueur de la croissance se poursuivra, l'inflation restera généralement modérée et les déséquilibres des paiements courants s'atténueront progressivement. Pour ce qui est des marchés financiers, selon la prévision pour 2007, les taux longs se maintiendront autour des niveaux actuels. Il va de soi que cette prévision suppose, implicitement, l'absence de troubles géopolitiques majeurs et de turbulences financières susceptibles de se propager dans l'économie réelle.

S'agissant du court terme, une prévision augurant un avenir très semblable au passé présente maints avantages. De fait, à regarder de près les erreurs de prévision commises ces dernières années, on pourrait conclure qu'il y a lieu d'être encore plus optimiste : globalement, la croissance réelle a été plus soutenue que prévu, tandis que, le plus souvent, l'inflation a cadré avec les prévisions, et ce, malgré le vif renchérissement des matières premières sur les quelque douze derniers mois. Les taux d'intérêt à long terme ont aussi été invariablement inférieurs aux niveaux anticipés. Sachant que les erreurs de prévision ont souvent tendance à se répéter, on pourrait tabler, avec une

relative confiance, sur la poursuite d'une évolution favorable. C'est seulement pour les déséquilibres des échanges commerciaux que la réalité a été bien pire que les anticipations, mais là aussi, comme le souligne l'Introduction de ce rapport annuel, des signes d'amélioration sont perceptibles.

Pourtant, il n'est pas difficile de recenser les incertitudes susceptibles d'infirmier cette prévision à court terme, voire de la contrarier à horizon plus lointain. Plusieurs sources de préoccupation sont analysées ci-après séparément, sans préjuger toutefois de leur interaction possible. Comme le précise la section suivante, les thèses qui se focalisent sur ces phénomènes d'interdépendance voient généralement dans l'accès facile au financement le lien de causalité qui les relie.

Une première incertitude a trait à la résurgence possible de l'inflation mondiale, voire des anticipations d'inflation. On estime que la plupart des grands pays industriels ont atteint, ou presque, les limites de leurs capacités. Les pressions désinflationnistes exercées par les économies émergentes semblent aussi s'atténuer dans le contexte d'une croissance intérieure parfois prodigieuse. En Chine, surtout, il apparaît de plus en plus clairement depuis quelques mois que les mesures destinées à ralentir l'économie n'ont pas encore produit leurs effets. C'est en partie pour cela que le fort renchérissement de l'énergie et des matières premières dans le monde n'a pas montré le moindre signe de modération, et d'aucuns s'interrogent sur la capacité des entreprises de continuer à compenser cette hausse des coûts par des économies sur d'autres postes de dépenses. Enfin, beaucoup s'inquiètent, en outre, de la très vive expansion des agrégats de monnaie et de crédit, surtout dans des pays comme la Chine qui ont recours aux interventions pour contrer l'appréciation de leur monnaie.

Compte tenu du rôle encore crucial des États-Unis dans l'économie mondiale, l'éventuel impact inflationniste de la hausse cyclique des salaires et de la baisse des gains de productivité est une source d'incertitude à court terme. Il convient également de prendre en considération deux facteurs de moyen terme. Le ratio prix de l'immobilier/loyer a atteint un chiffre record. À moins d'une diminution notable du numérateur, un retour à la normale supposerait une augmentation des loyers qui se répercuterait directement sur l'IPC. De plus, s'il importe de corriger les déséquilibres des échanges commerciaux, l'ajustement pourrait comporter une nouvelle baisse, peut-être même sensible, du dollar. Aux États-Unis, la contraction des marges sur les importations, alliée à l'accroissement de la productivité, a suffi jusqu'à présent à contenir la transmission des variations de change aux prix. Reste à savoir jusqu'à quand.

De ce point de vue, le récent ralentissement conjoncturel aux États-Unis doit être considéré comme salutaire. Pourtant, dans le courant de l'année 2006, on a commencé de s'inquiéter à l'idée que cette décélération bénéfique ne s'avère, en fait, trop prononcée. Les intervenants ont d'abord porté leur attention sur le marché des prêts hypothécaires de moindre qualité, mais la question sous-jacente est beaucoup plus vaste. Le taux d'épargne des ménages américains est, pour un temps, devenu négatif, la faible progression des salaires ne permettant pas de soutenir la vive progression de la

consommation et de l'investissement résidentiel. Des conditions de crédit accommodantes, sur le marché hypothécaire surtout, ont favorisé l'alourdissement de la dette et le renchérissement du logement, lequel a lui-même procuré à la fois la sûreté motivant une intensification des prêts et la sensation de richesse justifiant un surcroît de dépense.

C'est la possibilité d'un inversement de tendance qui est source d'inquiétude. Les niveaux du service de la dette sont déjà élevés et les taux hypothécaires pourraient encore augmenter. Il suffirait que les prix du logement cessent de monter – mouvement qui s'est peut-être déjà amorcé – pour atténuer à la fois le recours au crédit et le sentiment de confiance découlant d'un accroissement de richesse. Par ailleurs, quand les suppressions d'emplois dans le bâtiment commenceront à traduire la baisse, jusqu'à présent bien plus marquée, du nombre de mises en chantier de logements, le revenu salarial, la sécurité de l'emploi et la confiance pourraient s'en trouver davantage affectés. Si l'investissement en capital fixe des entreprises, déjà inexplicablement faible compte tenu du niveau élevé des bénéfices et d'un financement peu onéreux, venait aussi à diminuer, cela pourrait annoncer une décélération accrue et peut-être indésirable de la croissance américaine.

Si c'est là le risque encouru, il faut aussi noter que le ratio dette/revenu des ménages aux États-Unis augmente depuis des décennies sans avoir entamé gravement la confiance des consommateurs. L'accélération de la hausse des salaires pourrait aussi donner un second souffle à la consommation. La part salariale est historiquement faible et pourrait remonter. En outre, les États-Unis sont plutôt en « fin de cycle », stade auquel le chômage est faible et où la rémunération a normalement tendance à s'accroître. Toutefois, cette dernière éventualité pourrait aussi avoir des conséquences indésirables : les tensions inflationnistes pourraient s'intensifier (*supra*) ou, si les revendications salariales compriment les marges bénéficiaires, les attentes des marchés d'actions pourraient être déçues, avec d'éventuelles incidences tant sur les prix des actifs que sur l'investissement des entreprises.

Si les États-Unis devaient connaître un fort ralentissement, toute la question est de savoir quels en seraient les effets sur les autres économies. D'une part, la demande intérieure s'est récemment raffermie dans la zone euro et au Japon ainsi que dans plusieurs économies émergentes. De plus, contrairement au ralentissement lié à l'informatique lors du passage à l'an 2000, il n'y a pas eu de bulle synchrone de l'industrie qui pourrait brusquement éclater au niveau mondial. Au moment où les échanges commerciaux sont en plein essor, la diminution de la part des exportations à destination des États-Unis constitue aussi un signe positif pour la poursuite de la croissance mondiale.

D'autre part, en Allemagne comme au Japon, le redressement de la demande intérieure a été très largement dû à l'investissement des entreprises, lui-même stimulé par la vigueur de la demande d'exportations. Cela vaut également pour la Chine, où la croissance économique a été décrite par le Premier ministre Wen Jiabao comme « instable, déséquilibrée, désordonnée et insoutenable ». En outre, même sans cycle conjoncturel synchrone, la

confiance des chefs d'entreprise à travers le monde pourrait être affectée par un repli marqué de l'activité américaine. Et, même s'il est vrai que la part des exportations directes à destination des États-Unis a diminué par rapport aux chiffres globaux mondiaux – ces derniers incluant une forte proportion d'importations de biens destinés à l'assemblage en Chine –, l'exposition indirecte de nombreux pays d'Asie à un tassement de l'activité américaine pourrait encore être importante. Enfin, il convient de noter que les États-Unis sont loin d'être les seuls à dépendre de la consommation alimentée par la dette ; dans certains pays, les taux d'épargne sont même fortement négatifs. On peut voir là une autre source possible de contagion.

Aux incertitudes à court terme concernant l'inflation et la croissance viennent s'ajouter plusieurs préoccupations de moyen terme, au nombre desquelles figure en bonne place la persistance des déséquilibres substantiels des échanges commerciaux dans le monde. S'agit-il d'un problème appelant, de la part des autorités, une riposte visant à réduire la possibilité d'une correction ample, et peut-être brutale, des cours de change ? Ou bien peut-on supposer que les flux de capitaux nécessaires pour financer de tels déficits seront durablement disponibles à des conditions comparables ?

Les pays affichant un gros déficit sont généralement ceux où la demande intérieure a augmenté relativement vite et où les taux d'intérêt sont donc relativement élevés. En principe, leur monnaie devrait se déprécier, ce qui leur permettrait, à terme, de réduire leur déficit extérieur, la demande intérieure s'infléchissant alors sous l'effet de la hausse des taux. Malheureusement, dans la pratique, des taux relativement hauts attirent souvent des capitaux privés d'une telle ampleur qu'ils induisent une appréciation du change, et non l'inverse, et un renchérissement des actifs domestiques, source d'un surcroît de dépenses. Ces deux évolutions ne peuvent qu'aggraver le déficit commercial. Ce processus faisait véritablement partie intégrante de l'histoire des États-Unis avant 2001 ; sa seconde composante est encore bien présente. Par ailleurs, ces dernières années ont été témoins de plusieurs variations sur le thème des opérations spéculatives de *carry trade*, dont les répercussions ont été plus amples encore sur des économies de moindre dimension comme la Nouvelle-Zélande et certains pays d'Europe centrale et orientale. Un grand nombre de ces économies, y compris celles où les données fondamentales se sont sensiblement améliorées, redoutent qu'une brusque inversion de ces flux de capitaux ne complique sérieusement la gestion macroéconomique.

Le déficit commercial des États-Unis est de nature très particulière, en raison surtout du rôle de monnaie de réserve du dollar. Ainsi, l'importante baisse des entrées de capitaux privés après 2001 a été contrebalancée par des apports de capitaux publics, ce qui n'a entraîné qu'une dépréciation graduelle du dollar. Cette situation a présenté l'avantage d'être relativement gérable, la contrepartie étant l'absence de réduction sensible du déficit américain. S'ajoutent à cela le passage progressif en déficit du compte de services et l'ampleur croissante de la dette extérieure, de sorte que le dollar reste clairement vulnérable à une soudaine perte de confiance du secteur privé et, probablement, à une hausse correspondante des primes de risque. Dans

une certaine mesure, une telle évolution serait salubre dans le cadre du processus d'ajustement extérieur, mais elle pourrait, dans le même temps, amplifier les tensions inflationnistes à court terme et les risques d'un repli plus grave.

La pérennité des afflux de capitaux publics peut aussi être remise en cause pour au moins deux raisons. Premièrement, les autres pays risquent d'être de plus en plus enclins à réduire leurs interventions et à laisser leur monnaie s'apprécier. Leur motivation peut être, certes, de vouloir limiter les pertes découlant d'une exposition en devises sans cesse croissante ; mais elle sera probablement davantage déterminée par la multiplication des signes de distorsion sur le plan intérieur, qui résultent des interventions sur les changes et des politiques accommodantes qui ont eu pour effet de contenir l'appréciation de la monnaie. En Chine, au Japon et dans certains pays producteurs de matières premières, les autorités se sont déjà déclarées publiquement très préoccupées par les investissements excessifs et de possibles affectations inadéquates des ressources dans leurs pays respectifs. Au surplus, les tensions inflationnistes s'accroissent dans plusieurs pays, et la stérilisation semble devenir de plus en plus difficile à réaliser (*supra*).

Deuxièmement, les détenteurs de gros portefeuilles de réserves pourraient commencer à réduire leur part des nouveaux avoirs en dollars EU. D'un côté, selon le principe de la parité des taux d'intérêt, une telle stratégie ne permet pas d'accroître les rendements à des horizons suffisamment lointains, ce qui va à l'encontre d'un redéploiement des portefeuilles qui restent essentiellement libellés en dollars. D'un autre côté, la variabilité de tels rendements mesurés en monnaie locale pourrait être réduite si la composition en monnaies du portefeuille de réserves était choisie dans cette optique. Reste à savoir si cette préoccupation serait suffisante pour inciter à diminuer notablement la part du dollar et si, ce faisant, le cours de change serait sensiblement modifié, autrement que par un mouvement généralisé d'imitation par le secteur privé. Ce qui est plus certain, c'est que, dans leur recherche du rendement, les gestionnaires de réserves seront attirés par les monnaies facilitant l'accès aux actions et autres instruments rémunérateurs.

Une dernière source de préoccupation à moyen terme tient aux vulnérabilités potentielles des marchés financiers et à leurs éventuelles répercussions sur les établissements financiers. Comme le précise l'Introduction, les prix de presque tous les actifs enregistrent une hausse pratiquement continue depuis la mi-2003. Pour certains observateurs, il n'est pas difficile de trouver, au cas par cas, des justifications plausibles aux renchérissements et donc à leur caractère soutenable. C'est ainsi que le niveau très bas des primes de risque sur les émissions souveraines cadre avec une amélioration sensible de la gouvernance et des politiques macroéconomiques dans de nombreux pays. La relative faiblesse des primes sur les entreprises à haut risque s'explique, quant à elle, par les bénéfices élevés et les taux de défaut très faibles de ces dernières années. La modération exceptionnelle des primes d'échéance pourrait tenir à l'absence de volatilité des principales variables macroéconomiques depuis quelque temps. Le renchérissement des produits de base et des objets d'art peut être attribué à la demande émanant

des nouvelles économies émergentes, tandis que celui du logement – désormais presque un phénomène mondial – s’explique par le repli des taux hypothécaires à long terme.

Pourtant, compte tenu de la difficulté inhérente à l’établissement de valorisations à plus long terme, le marché pourrait être devenu déraisonnablement exubérant en réaction aux annonces favorables. Les succès passés semblent généralement inciter à une plus grande prise de risque, à plus d’effet de levier, plus de financement, plus de valorisation, plus de sûretés et, à nouveau, à une plus grande prise de risque. Ces dernières années, ce phénomène s’est manifesté par un raccourcissement progressif des épisodes de volatilité financière. La bonne tenue des marchés face aux chocs successifs semble avoir de plus en plus encouragé l’idée qu’une baisse des prix constitue une opportunité d’achat. Le danger d’un tel processus auto-alimenté réside dans le fait qu’il peut, et même doit, finir par s’inverser en cas de surestimation des données fondamentales. Si, en outre, la liquidité s’assèche et que les corrélations entre prix des actifs se renforcent, une éventuelle surréaction à la baisse n’est pas à exclure. De tels cycles ont déjà été observés à maintes reprises.

La question qui vient immédiatement à l’esprit est de savoir qui pourrait pâtir d’un tel retournement. Les grandes banques d’investissement et banques commerciales paraissent très bien capitalisées et nombre d’entre elles ont réalisé des bénéfiques records. Elles portent maintenant une attention toute particulière aux questions de gestion des risques. Pourtant, les marchés doivent déjà avoir détecté certaines sources de préoccupation, comme en témoigne l’augmentation des primes des contrats dérivés sur défaut pour certains des plus grands noms, relativement importante, compte tenu de leur notation de crédit. La première préoccupation tient au risque de marché et à l’effet de levier. Les bilans ont considérablement gonflé, et les mesures de valeur en risque sont restées constantes en dépit d’un fort recul de la volatilité. La deuxième source d’inquiétude est liée à la stratégie « émission et distribution » : les établissements initiateurs pourraient, en période de troubles, se retrouver avec un stock d’actifs dépréciés. Il y a lieu de s’inquiéter que les banques fournissent à présent de plus en plus, outre des prêts-relais, des capitaux-relais pour favoriser le nombre toujours croissant de fusions-acquisitions d’entreprises. On pourrait craindre aussi qu’elles n’aient, à dessein ou non, conservé un niveau significatif de risque de crédit dans leurs portefeuilles.

En supposant que les gros établissements aient réussi à mieux répartir les risques inhérents à leurs prêts, que savons-nous des détenteurs ultimes de ces risques et de leur capacité de les gérer ? En toute franchise, rien ou si peu. Les risques sont intégrés le plus souvent à diverses formes de titres adossés à des actifs de plus en plus complexes et opaques. Ces instruments sont, par ailleurs, souscrits par un large éventail de banques de second rang, fonds de pension, compagnies d’assurances, fonds spéculatifs ou autres, voire par des particuliers, attirés par des notations souvent élevées. Malheureusement, les notations ne traduisent que les pertes de crédit attendues, et non la probabilité exceptionnelle d’événements extrêmes pouvant avoir une forte incidence sur

les valeurs de marché. Les fonds spéculatifs pourraient être les plus exposés, nombre d'entre eux s'étant souvent spécialisés dans l'achat d'instruments extrêmement risqués, et leur effet de levier intrinsèque peut s'en trouver multiplié en conséquence.

Par définition, il n'est pas possible de formuler une prédiction à partir de toutes ces incertitudes. De fait, les interprétations sont multiples, surtout si l'on prend en compte les diverses interactions possibles. Pourtant, il faut noter que derrière chacun de ces grands thèmes de préoccupation se profile un dénominateur commun : des conditions de financement extrêmement accommodantes, évoquées dans l'Introduction. Si cette observation ne remet pas en cause la prévision consensuelle en tant que telle, elle devrait au moins servir à rappeler que des événements extrêmes affectant l'économie mondiale pourraient avoir, à un moment ou à un autre, des coûts bien plus élevés qu'on ne le suppose généralement.

Défis pour la formulation de la politique monétaire

Les banquiers centraux sont confrontés à plusieurs questions délicates et importantes auxquelles il n'existe pas de réponses convenues. La première concerne la place qu'il convient d'accorder aux agrégats de monnaie et de crédit dans la formulation de la politique monétaire. La deuxième, étroitement liée, est de déterminer si, en acceptant l'hypothèse de cycles expansion-contraction occasionnels induits par le crédit, le rôle du secteur public devrait être de chercher à prévenir les déséquilibres ou de se contenter de les corriger après coup.

S'agissant de la première question, trois écoles de pensée se dégagent, chacune ayant, au moins, quelques adeptes dans la plupart des banques centrales. L'une met l'accent sur les effets à court terme sur l'inflation des écarts entre l'offre et la demande globales, écarts dont les anticipations conditionnent largement les tendances à long terme de l'inflation. Elle minimise généralement le rôle de la monnaie et du crédit. La deuxième école de pensée accorde plus d'importance à l'incidence de la monnaie sur les tendances à long terme de l'inflation. Dans la pratique, cela revient à privilégier l'impact sur l'inflation des écarts offre-demande pour formuler la politique, mais toujours en intégrant les statistiques monétaires. Enfin, le troisième courant insiste, lui aussi, sur l'évolution de la masse monétaire, mais surtout du crédit, pour une tout autre raison cependant. Ses partisans se montrent préoccupés en cas de vive expansion des agrégats s'accompagnant d'une hausse du prix des actifs, en particulier lorsque, parallèlement, les comportements des consommateurs s'écartent, de façon significative et durable, de la normale. Sans ignorer les risques d'inflation à moyen terme, ils craignent davantage les coûts économiques substantiels d'un cycle expansion-contraction, pouvant aller, à horizon plus lointain, jusqu'à une déflation néfaste.

L'expérience acquise ainsi que les théories en vogue ont contribué à ces divergences. Les tenants du premier courant d'idées font valoir que, depuis de nombreuses années, les prévisions d'inflation utilisant la méthodologie des écarts se sont révélées raisonnablement précises dans beaucoup de pays. S'ils

se refusent à accorder un rôle plus officiel à la monnaie, c'est en partie à cause de l'expérience « monétariste » peu concluante des années 1970, mais aussi parce que les travaux économétriques n'ont pas réussi à établir, dans leur pays, une relation causale stable avec l'inflation. Les défenseurs de la deuxième école soulignent que la corrélation entre masse monétaire et inflation est bien ancrée sur le plan théorique. D'ailleurs, les banques centrales allemande et suisse la transposent depuis des décennies dans des politiques anti-inflationnistes efficaces. Le troisième courant a été influencé non seulement par la théorie du cycle conjoncturel d'avant la Deuxième Guerre mondiale, mais aussi par la douloureuse expérience des cycles expansion-contraction déjà évoqués.

Même si les modes changent, l'influence des deuxième et troisième écoles semble augmenter. Ces dernières années, diverses banques centrales ont invoqué, en relevant leurs taux directeurs, des inquiétudes liées à l'expansion très rapide du crédit et à l'augmentation du prix des actifs. D'autres ont annoncé leur intention d'allonger leur horizon habituel, de façon à mieux évaluer toutes les conséquences possibles de leur politique. Enfin, presque partout, la « normalisation » des taux directeurs est à l'ordre du jour ; cette notion suppose logiquement que la pertinence de la politique ne peut être jugée sur son seul impact à court terme.

Plusieurs facteurs ont contribué à cette nouvelle approche. Partout, il est devenu plus difficile de prévoir l'inflation au moyen des méthodologies classiques. Les banques centrales sont donc à la recherche de nouveaux indicateurs, au nombre desquels les agrégats de monnaie et de crédit. D'ailleurs, les travaux de recherche menés dans plusieurs banques centrales ont récemment révélé une relation apparemment fiable entre agrégats monétaires et inflation sur longue période. En outre, les nouvelles crises et l'analyse plus poussée des crises passées ont fourni des preuves empiriques justifiant les craintes spécifiques exposées par le troisième courant d'idées. Enfin, à mesure que se sont accumulés les signes de multiples déséquilibres au sein de l'économie mondiale et d'un aplatissement des courbes de Phillips à court terme, les pertes économiques potentielles en cas de renversement du cycle ont été revues à la hausse. En somme, les erreurs de stratégie sont devenues plus lourdes de conséquences. Tous ces facteurs ont concouru à stimuler le débat, voire parfois à faire changer les avis.

Une deuxième question, qui donne lieu à diverses réponses, concerne la meilleure façon de faire face à l'apparente nature procyclique du système financier. Autrement dit, les autorités monétaires devraient-elles parfois freiner la reprise, même en l'absence de tensions inflationnistes ? Et, si oui, comment ? Ou bien devraient-elles plutôt contrer le renversement ultérieur, et si oui, comment ? Ou encore, compte tenu des limites de notre compréhension et des lacunes de chacun des instruments disponibles actuellement, devraient-elles agir dans ces deux directions en recourant simultanément à plusieurs instruments ? À moins d'une reréglementation stricte des marchés financiers qui, avec le temps, engendrerait nombre de distorsions préjudiciables, cette approche plus pragmatique de la procyclicalité pourrait présenter bien des avantages.

Un resserrement monétaire en phase haussière du cycle aurait pour principal avantage de modérer les comportements excessifs en matière économique et financière et, donc, de contenir les coûts du renversement. Cette approche présente naturellement de grandes difficultés pratiques. Comment les autorités évaluent-elles le moment où l'ampleur des déséquilibres est telle qu'une riposte s'impose ? Quel degré de resserrement serait requis pour modérer l'euphorie du marché, et une telle politique risque-t-elle de nuire gravement aux secteurs non touchés de l'économie ? Ces questions ont été soulevées maintes fois, avec raison, par rapport aux épineux problèmes que rencontreraient les banquiers centraux en cherchant à cibler les prix des actifs. L'idée proposée ici consisterait plutôt à réagir quand, simultanément, plusieurs indicateurs – pas seulement les prix des actifs mais aussi l'expansion du crédit et les comportements en matière de dépense – signalent une augmentation des expositions. En principe, une telle configuration serait à la fois plus rare et plus facile à détecter. En outre, plus l'euphorie sera généralisée, moins il y aura lieu de s'inquiéter des répercussions plus vastes d'un resserrement.

Cela étant, cette recommandation posera un problème particulier aux économies ouvertes de petite taille, mais aussi de plus en plus à d'autres, si le niveau relativement élevé de leurs taux d'intérêt attire une abondance de capitaux, qui peuvent eux-mêmes favoriser une nette appréciation du change et des conditions de financement domestiques plus souples. Ces deux éléments peuvent, un temps, exacerber les déséquilibres fondamentaux qui préoccupent les autorités, comme on l'a constaté tout récemment en Nouvelle-Zélande et en Thaïlande. Il pourrait être alors souhaitable de durcir la politique budgétaire. Or, si cela ne fait que renforcer la confiance dans le pays, une telle mesure pourrait attirer encore plus de capitaux. Un durcissement budgétaire pourrait, par ailleurs, s'avérer difficile à mettre en œuvre sur le plan politique, les recettes fiscales inattendues résultant de l'expansion faisant souvent paraître trop sage l'orientation budgétaire du gouvernement. À plus long terme, ce type de difficultés récurrentes pourrait finir par remettre en question la viabilité des monnaies de certaines petites économies. Cette évolution n'est pas sans rappeler ce qui s'est passé en Europe après l'assouplissement des restrictions sur les mouvements de capitaux dans les années 1980.

Devant l'ampleur des difficultés, plusieurs petits pays ont adopté, sans grand succès cependant, tout un arsenal de mesures administratives visant à restreindre le crédit : contrôles sur les mouvements de capitaux, relèvements des coefficients de réserves obligatoires, modifications des pondérations de risque et réductions des ratios prêt/valeur, pour n'en citer que quelques-unes. De toute façon, les initiatives de ce type sont presque toujours contournées.

Au-delà de ces difficultés d'ordre pratique, l'impact potentiel, en termes de coûts, des problèmes évoqués appelle une coopération plus systématique entre autorité monétaire et instance réglementaire. L'une et l'autre devraient ainsi convenir des mesures à prendre respectivement pour atténuer les risques associés à une exposition croissante au risque de crédit, en s'appuyant, de préférence, sur de meilleures informations que celles qui sont disponibles

aujourd'hui sur l'exposition des ménages, des entreprises et des banques. De fait, dans certains cas, l'apparition de difficultés pourrait nécessiter une coopération accrue à l'échelon international, plutôt que seulement national. En Europe centrale et orientale, par exemple, la majorité des prêts émanent de banques commerciales dont le siège se trouve en Europe occidentale. Si, pour la quasi-totalité de ces établissements, le risque en capital est peu important, le risque macroéconomique des pays bénéficiaires ne cesse de croître.

Compte tenu de toutes les difficultés inhérentes à une action préventive, l'existence d'un second courant d'idées, là aussi, ne surprend guère. Pour l'essentiel, si ce courant admet le caractère inéluctable des renversements de cycle, il considère qu'un assouplissement monétaire énergique *a posteriori* peut en réduire notablement les coûts. Cette approche a d'ailleurs été mise en œuvre à plusieurs reprises au cours des vingt dernières années, en particulier en 2001, et semble avoir souvent donné d'assez bons résultats.

Pourtant, cette seconde approche présente, elle aussi, des imperfections. Tout d'abord, son succès n'est pas garanti, comme l'illustre le cas du Japon. Peut-on expliquer une quinzaine d'années d'activité atone par une insuffisance de l'assouplissement monétaire de 1991 ? En fait, les taux directeurs ont été très fortement abaissés à l'époque, tout comme aux États-Unis en 1930, avec un effet aussi limité. Les explications les plus plausibles sont que le seuil inférieur associé au taux zéro est devenu une véritable contrainte et que le niveau excessif de l'investissement et de la dette accumulée en bonne période a pesé sur l'économie pendant des années.

Si réduire les taux pour soutenir la demande peut sembler logique, une politique prolongée de taux bas peut aussi avoir des effets secondaires. Côté offre, des taux d'intérêt inférieurs au niveau d'équilibre ont pour effet de transférer la richesse des créanciers aux débiteurs, ce qui, avec le temps, a tendance à affaiblir les taux d'épargne et le potentiel économique. Si les entreprises moribondes sont autorisées à survivre, la persistance de surcapacités risque fort de détériorer les bénéfices et la viabilité des autres. Au niveau financier, des conditions favorables peuvent aussi encourager les fusions-acquisitions, comme on l'a vu tout récemment. Non seulement l'expérience montre que ces prises de contrôle ne créent pas de valeur ajoutée, mais la crainte qu'elles suscitent pourrait encourager les entreprises à s'endetter à titre préventif. Au sein du secteur financier, la quête de rendement pourrait pousser à l'imprudence. À terme, tous ces facteurs ne font qu'accentuer la vulnérabilité aux chocs de l'économie. En fait, répondre au problème actuel d'insuffisance de la demande en maintenant une orientation accommodante peut ouvrir la voie à des problèmes plus graves.

Ces considérations amènent à conclure que la gestion des problèmes par des injections de liquidités doit s'accompagner, à tout le moins, de mesures plus concrètes et fondamentales visant à résorber l'excès de dette et d'investissement improductif constitué lors de la phase antérieure. Les entreprises dont les chances de survie ne sont pas manifestes devraient être fermées rapidement, aux frais des actionnaires et des dirigeants, les autres ayant alors la possibilité de trouver d'autres moyens pour exploiter les éventuelles ressources restantes. En outre, si le système bancaire est

gravement atteint à son tour, il devrait être restructuré conformément aux sages principes appris des crises bancaires ayant affecté les pays nordiques au début des années 1990.

De telles mesures requièrent un ensemble de compétences souvent indisponibles, en particulier dans les économies émergentes : comptables, évaluateurs, juristes et conseillers en matière d'insolvabilité. En outre, dans bien des cas, les procédures judiciaires ne sont pas encore suffisamment développées pour garantir des solutions rapides et définitives, soit par la voie des tribunaux, soit par des règlements amiables. Il n'est pas difficile d'imaginer que, dans certains pays, ce genre de lacunes puisse conduire à la passivité en cas de crises. De toute évidence, il importe de s'intéresser à cette question au plus tôt, car il faudra certainement du temps pour pallier de telles insuffisances. Certes, les grands établissements financiers des économies industrielles avancées tentent actuellement de faire face au problème en constituant des équipes spécialisées dans les restructurations et les faillites. En outre, les fonds « vautours » sont de plus en plus présents. Le tout, cependant, est de savoir s'il y a lieu de s'en réjouir ou de s'en inquiéter.

Quel cap pour les politiques macroéconomiques ?

Recenser les diverses incertitudes entourant les perspectives économiques et financières qui compliquent encore l'élaboration de la riposte la mieux adaptée est une chose. Intégrer dans le choix de cette riposte le caractère nécessairement prospectif de la politique économique en est une autre, au demeurant incontournable. Heureusement, l'actuelle conjonction de circonstances permet de se risquer à certaines recommandations, qui se résument, pour l'essentiel, à extrapoler un présent somme toute favorable pour se préparer à un avenir, par définition, plus incertain.

S'agissant de la politique monétaire, un nouveau resserrement pourrait permettre de prévenir l'inflation à court terme ainsi qu'une nouvelle aggravation des déséquilibres à moyen terme. Les tensions inflationnistes semblent s'exacerber dans le monde, tandis que les signes de déséquilibres continuent de se multiplier. Pour contrer les tensions inflationnistes, les économies qui affichent un déficit extérieur – surtout les plus grandes d'entre elles – se devraient, en principe, d'agir dans le sens d'une modération de la demande mondiale. S'agissant des déséquilibres et des mauvaises allocations des ressources, il convient de noter qu'en Chine l'écart entre les taux d'intérêt observés et le taux « normal » déterminé par le potentiel de croissance de l'économie paraît particulièrement grand.

Le Japon a été confronté à des pressions persistantes à la baisse sur les prix, qui s'expliquent toutefois de plus en plus par les chocs d'offre positifs observés ailleurs. Ce constat, conjugué à la réduction poursuivie de longue date de l'endettement des entreprises et du volume des prêts improductifs, donne à penser que le risque de spirale déflationniste a bien diminué. Une croissance en apparence soutenue et des sorties de capitaux aux effets potentiellement indésirables ailleurs plaident pour une poursuite de la normalisation graduelle des taux d'intérêt par la Banque du Japon.

Quant à la politique budgétaire, des considérations de court et moyen terme devraient également l'orienter dans la même direction. Un durcissement pourrait contribuer à modérer la croissance de la demande mondiale, bien que les dangers d'un réglage fin à cet égard ne soient pas négligeables. Dans une optique de plus long terme, les déficits et l'endettement publics sont considérés comme inquiétants dans de nombreux pays. Les pays qui présentent en particulier des déficits jumeaux (budgétaire et extérieur) auraient beaucoup à gagner d'un assainissement budgétaire ; cela pourrait concourir, notamment, à une réduction des primes de risque, de la probabilité de fuite des capitaux en cas de contre-performance de l'économie et, naturellement, de l'éventualité connexe de brusques variations de change.

Si, d'une manière générale, les grandes économies à régime de change flottant devraient continuer à laisser leur monnaie flotter librement, la dépréciation persistante du yen est, de toute évidence, une anomalie. Un resserrement monétaire contribuerait à redresser la situation ; mais il semble que le problème sous-jacent tiende à une conviction trop bien ancrée, chez les investisseurs, que le Japon ne laissera pas le yen s'apprécier de façon importante. Pour y remédier, il conviendrait peut-être d'inciter les investisseurs à se remémorer l'automne 1998, quand le yen a progressé de plus de 10 % par rapport au dollar EU en l'espace de deux jours, provoquant de lourdes pertes sur les opérations spéculatives de *carry trade*.

Il devrait y avoir également une plus grande volonté de laisser le renminbi s'apprécier, même si l'on admet que cela posera de formidables défis internes aux autorités chinoises. Les autres monnaies d'Asie pourraient ainsi gagner du terrain par rapport au dollar EU, ce qui contribuerait, là encore, à réduire les déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde. Si d'aucuns en Chine semblent croire que les problèmes récents du Japon sont dus au fait que les autorités ont laissé le yen s'apprécier à la fin des années 1980, leur interprétation de l'histoire est erronée. Le renversement japonais s'est préparé lors de la phase antérieure d'expansion monétaire incontrôlée, qui visait à maintenir le yen à un bas niveau. Par ailleurs, au vu du rythme récent des taux d'expansion du crédit, du renchérissement des actifs et des investissements massifs dans l'industrie lourde, l'économie chinoise semble présenter des symptômes tout aussi préoccupants.

Le dynamisme de la conjoncture économique et financière devrait aussi favoriser des réformes structurelles qui renforceraient la croissance mondiale. Dans l'économie réelle, la tâche peut-être la plus difficile sera de faciliter le transfert des ressources au secteur des biens non échangeables dans des pays qui enregistrent actuellement un important excédent commercial, en particulier la Chine et le Japon. Dans la même logique, pour contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis, un transfert au profit du secteur des biens échangeables apparaît indispensable dans ce pays.

Pour l'heure, le problème vient de ce que l'allocation des ressources dans les trois pays va résolument dans le mauvais sens. En Chine et au Japon, l'investissement est encore largement axé sur les marchés d'exportation. Sans compter qu'en cas de choc économique affectant l'Asie, il y a de fortes chances que les marchés d'exportation soient encore davantage privilégiés pour ne pas

compromettre l'emploi. La menace que représente la montée des pressions protectionnistes, déjà très vives, dans les pays occidentaux s'en trouverait encore accentuée. Aux États-Unis, les récents investissements massifs dans l'immobilier résidentiel – ultime bien non échangeable, non fongible et de longue durée – n'aident en rien au processus d'ajustement extérieur. Pour réaliser l'indispensable redistribution interne du capital et de la main-d'œuvre dans les pays concernés, il serait peut-être nécessaire que les indications transmises par les variations de change soient encore plus nettes pour avoir un impact.

S'agissant de l'évolution dans le secteur financier, il serait évidemment peu souhaitable, même si c'était possible, de revenir quelques décennies en arrière dans les économies industrielles avancées. On peut néanmoins s'interroger sur certains des bienfaits présumés de la présence de nouveaux acteurs, de nouveaux instruments et de nouveaux modèles, en particulier l'approche « émission et distribution », désormais si répandue. Ces évolutions présentent d'indéniables avantages, mais elles peuvent aussi s'accompagner de coûteux effets secondaires. Dans les économies émergentes, le principal argument est que la libéralisation doit être précédée de changements structurels qui permettront aux systèmes financiers de continuer à faire preuve de résilience face aux chocs tant intérieurs qu'extérieurs. Si de gros progrès ont été accomplis, beaucoup reste à faire cependant.

Enfin, il convient de signaler que les autorités nationales ont toujours dû s'efforcer de contrer les chocs extérieurs, mais, dans l'univers qui est le nôtre, mondialisé et dominé par les forces du marché, ces chocs sont toujours plus lourds de conséquences. En outre, pour les mêmes raisons, leur action a des répercussions de plus en plus grandes sur les autres pays. Ces interactions existent en tout temps mais elles revêtent peut-être davantage d'importance en période de difficultés, quand les efforts déployés un peu partout doivent être canalisés pour gérer à moindre coût les problèmes internationaux. Si la coopération internationale s'est améliorée dans certains domaines, les structures politiques et institutionnelles n'ont pas évolué en phase avec les réalités d'un monde en mutation. Les autorités nationales ont encore trop tendance à faire cavalier seul, et le dialogue international, à ne pas être suivi d'effet. Il s'agit là d'un autre déséquilibre mondial qu'il est urgent de corriger.

Table des matières

| | |
|---|-----|
| Organisation, gouvernance et activités | 167 |
| Organisation et gouvernance de la Banque | 167 |
| <i>La Banque, sa structure de gouvernance et ses actionnaires</i> | 167 |
| <i>Organigramme de la BRI au 31 mars 2007</i> | 169 |
| <i>Gouvernance</i> | 169 |
| <i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i> | 170 |
| <i>Bureaux de représentation</i> | 171 |
| <i>Institut pour la stabilité financière</i> | 174 |
| Rôle des comités permanents accueillis par la BRI dans la promotion de la stabilité financière | 175 |
| <i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i> | 175 |
| <i>Comité sur le système financier mondial</i> | 177 |
| <i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i> | 178 |
| <i>Comité des marchés</i> | 179 |
| <i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i> | 180 |
| Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales | 180 |
| <i>Recherche</i> | 180 |
| <i>Gouvernance des banques centrales</i> | 181 |
| <i>Coopération dans le domaine statistique</i> | 182 |
| <i>Groupe des experts informaticiens des banques centrales</i> <i>des pays du G 10</i> | 184 |
| <i>Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales</i> | 185 |
| <i>Audit interne</i> | 185 |
| Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large | 186 |
| <i>Groupe des Dix</i> | 186 |
| <i>Forum sur la stabilité financière</i> | 186 |
| <i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i> | 188 |
| <i>Association internationale de protection des dépôts</i> | 190 |
| Services financiers de la Banque | 191 |
| <i>Services bancaires</i> | 191 |
| <i>Opérations du Département bancaire en 2006/07</i> | 192 |
| <i>Graphique : Total du bilan et placements de la clientèle,</i> <i>par produit</i> | 192 |
| <i>Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)</i> | 193 |
| Aspects institutionnels et administratifs | 194 |
| <i>Administration de la Banque</i> | 194 |
| Bénéfice net et répartition | 197 |
| <i>Bénéfice net</i> | 197 |
| <i>Politique en matière de dividende</i> | 198 |
| <i>Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice</i> | 198 |
| <i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i> | 199 |
| | |
| Conseil d'administration et Direction | 200 |
| | |
| Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque | 201 |
| | |
| Banques centrales membres de la BRI | 203 |

| | |
|---|-----|
| États financiers | 205 |
| Bilan | 206 |
| Compte de profits et pertes | 207 |
| Tableau des flux de trésorerie | 208 |
| Proposition d'affectation du bénéfice | 209 |
| Évolution des réserves statutaires de la Banque | 209 |
| Évolution des fonds propres de la Banque | 210 |
| Notes annexes | 211 |
| | |
| Rapport des commissaires-vérificateurs | 247 |
| | |
| Récapitulatif des cinq derniers exercices | 248 |

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 562 personnes originaires de 49 pays.

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

- forum visant à promouvoir la concertation et faciliter le processus de prise de décision entre banques centrales et à favoriser le dialogue avec les autres instances qui veillent au maintien de la stabilité financière ;
- centre de recherche sur les questions stratégiques auxquelles sont confrontées les banques centrales et autorités de surveillance du secteur financier ;
- 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 œuvrant en faveur de la stabilité financière :

- le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité sur le système financier mondial, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le 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 ;
- le Forum sur la stabilité financière, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance et l'Association internationale de protection des dépôts. Ces organisations indépendantes, dont les secrétariats sont

également accueillis par la Banque, ne relèvent directement ni de la BRI ni de sa clientèle de banques centrales ;

- l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, qui est administré par la communauté des banques centrales, opère sous les auspices de la BRI.

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

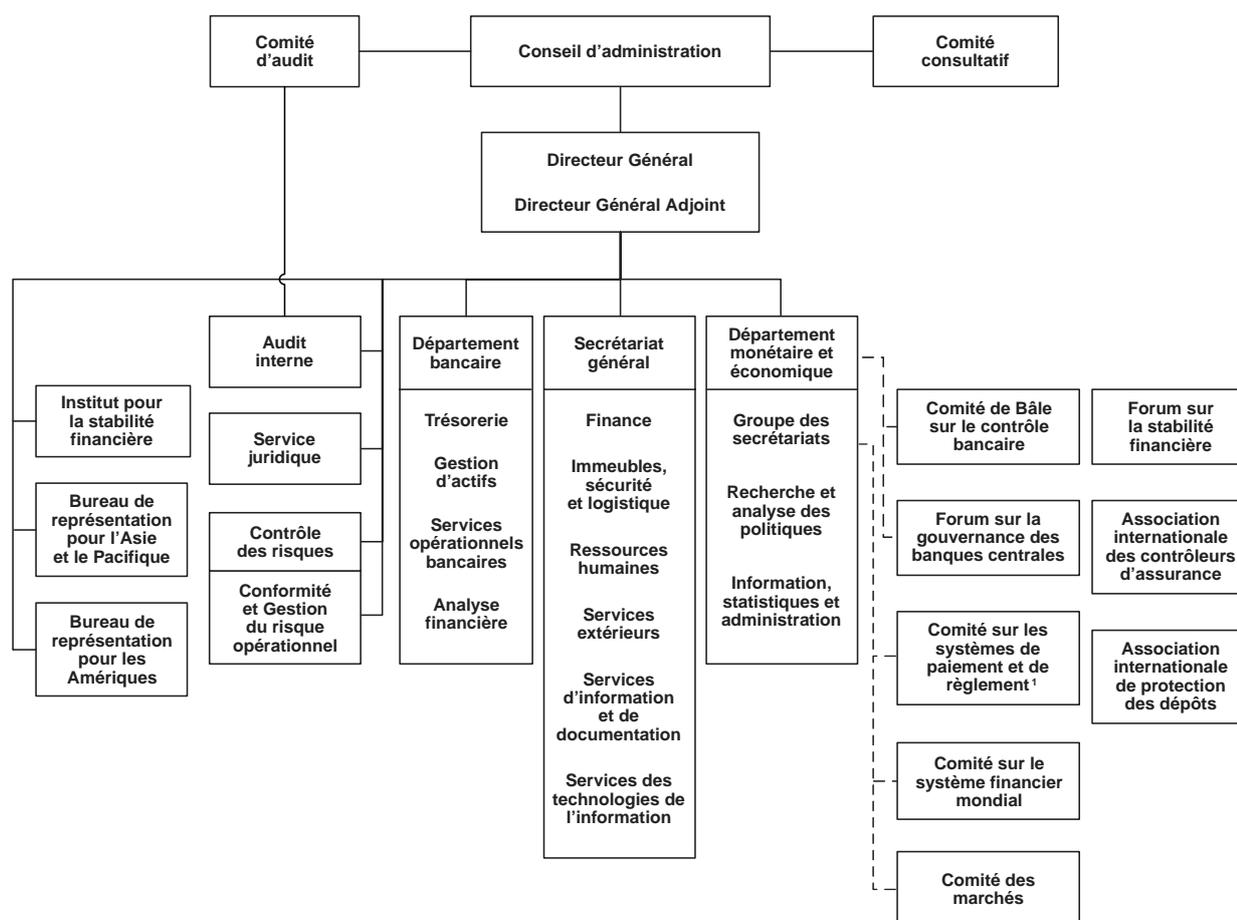
La Banque est constituée de trois grandes entités : le Département monétaire et économique, le Département bancaire et le Secrétariat général. S'y ajoutent le Service juridique, les unités Conformité et Gestion du risque opérationnel, l'Audit interne et le Contrôle des risques ainsi que l'Institut pour la stabilité financière, lequel favorise la diffusion des normes et bonnes pratiques auprès des responsables de la surveillance des systèmes financiers dans le monde.

La BRI est dotée de trois principaux organes de gouvernance et de gestion :

- 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). Diverses réunions sont organisées à l'occasion de l'Assemblée générale : en 2006, 100 banques centrales, dont 77 étaient représentées par leur gouverneur ou président, y ont participé et 20 institutions internationales y ont envoyé des délégués ;
- le Conseil d'administration, qui compte actuellement 19 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.

La liste des banques centrales membres, des administrateurs et de la Direction figure en fin de chapitre, ainsi que le résumé des modifications récentes à la composition du Conseil d'administration et de la Direction.

Organigramme de la BRI au 31 mars 2007



¹ Le secrétariat du CSPR est également en charge du Groupe de dissuasion de la contrefaçon.

Gouvernance

Élargissement du Conseil

Pour renforcer encore la coopération entre banques centrales et tenir compte du rôle accru de la Banque au niveau mondial, le Conseil d'administration a décidé, le 26 juin 2006, en vertu de l'article 27 alinéa 3 des Statuts de la BRI, d'élire en son sein trois nouveaux gouverneurs de banque centrale : Guillermo Ortiz, Gouverneur de la Banque du Mexique, Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne, et Zhou Xiaochuan, Gouverneur de la Banque populaire de Chine, ont été dûment élus, avec effet au 1^{er} juillet 2006, pour un mandat de trois ans, renouvelable.

Le nombre des actionnaires de la BRI ayant augmenté ces dernières années, l'élection de ces nouveaux membres vient traduire, au sein même du Conseil d'administration, la représentativité mondiale de l'actionnariat de la Banque.

Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI en 2006/07

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 et leur expérience sur des sujets d'actualité les concernant. Ces réunions bimestrielles, qui se tiennent d'ordinaire à Bâle, sont, pour la BRI, un moyen privilégié de promouvoir la coopération au sein de la communauté des banques centrales. La réunion de novembre 2006 a été accueillie par la Banque de Réserve d'Australie, à Sydney.

Font notamment partie de ces rencontres bimestrielles la Réunion sur l'économie mondiale et la Réunion de tous les gouverneurs. La Réunion sur l'économie mondiale offre à plus d'une trentaine de gouverneurs de grandes économies industrialisées et émergentes l'occasion de se rencontrer pour faire le point sur les développements économiques et financiers récents, et recenser les risques et opportunités de la situation économique, notamment sur les marchés financiers. En mai 2006, le Conseil des gouverneurs a adopté une nouvelle formule, mise en place en septembre 2006 : il s'agissait, en particulier, d'augmenter le nombre des participants à la réunion, en y conviant un plus grand nombre de gouverneurs de petites et moyennes économies tout en assurant une représentation des régions plus adéquate.

La Réunion de tous les gouverneurs, à laquelle participent tous les gouverneurs des banques centrales actionnaires, est l'occasion d'évoquer certaines questions présentant un intérêt pour l'ensemble des banques centrales membres de la BRI. En 2006/07, les thèmes suivants ont été abordés :

- mesure de l'inflation, en tant qu'élément majeur pour la conduite de la politique monétaire ;
- faits nouveaux dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement de gros montant ;
- évolutions de l'intégration financière dans les économies émergentes et enjeux stratégiques ;
- défis statistiques qui se posent aux banques centrales dans l'élaboration de leurs politiques – rôle et activités de l'Irving Fisher Committee ;
- organisation et mise en œuvre de la gestion des risques dans la gouvernance de grands établissements financiers du secteur privé.

D'autres réunions se tiennent aussi à l'occasion de ces rencontres bimestrielles : la Réunion des gouverneurs des pays du G 10 et la Réunion des grandes économies émergentes, au cours desquelles sont abordées des questions conjoncturelles intéressant plus spécifiquement les différents groupes d'économies. Les gouverneurs qui sont membres du Groupe de gouvernance se rencontrent aussi périodiquement.

Des réunions spéciales sont organisées chaque fois que de besoin à l'intention des gouverneurs des banques centrales qui ne participent pas

directement aux travaux des différents comités, organes et groupes spécialisés ayant leur secrétariat à la BRI, afin de les tenir au fait des activités menées, voire de traiter de sujets qui les concernent de plus près. Ainsi, en 2006/07, ont été examinés :

- les relations entre la banque centrale et le gouvernement ;
- les défis que pose aux banques centrales la conjoncture économique et financière mondiale, et notamment leur incidence sur les économies industrialisées et émergentes de petite taille ;
- les conséquences du développement des économies émergentes sur le système monétaire international.

Sur les questions de stabilité financière, les gouverneurs accordent une grande importance au dialogue avec les responsables des instances prudentielles, des 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 international. La BRI organise, en outre, à l'intention des hauts responsables de banques centrales, des réunions régulières ou ponctuelles auxquelles sont souvent invités à participer des représentants d'autres autorités financières, du secteur financier privé ou du monde universitaire.

D'autres réunions s'adressant à de hauts responsables de banques centrales ont lieu moins fréquemment, notamment :

- réunions des groupes de travail sur les politiques monétaires, qui se tiennent à Bâle ou, à leur invitation, dans différentes 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, à l'évolution des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans les économies émergentes.

Bureaux de représentation

Les Bureaux de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) et pour les Amériques (Bureau des Amériques) ont pour mission de renforcer les relations entre banques centrales et autorités régionales de contrôle financier et de favoriser la coopération au sein de chaque région. Leurs principales tâches consistent à organiser des réunions, à encourager l'échange d'informations et de données et à contribuer aux travaux de recherche financière et économique de la Banque. 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

Le Bureau d'Asie a œuvré au renforcement de sa relation avec les actionnaires de la BRI dans la région. À cette fin, la salle des opérations et, surtout, l'équipe de chercheurs ont recruté.

Le Bureau d'Asie a organisé ou facilité plusieurs réunions ayant trait à la politique monétaire, à l'évolution financière et à la stabilité financière : en particulier, la réunion de haut niveau consacrée au suivi des marchés financiers par les banques centrales, avec la Banque populaire de Chine (novembre 2006, Hong-Kong RAS). D'autres réunions ont eu lieu conjointement avec les groupes de travail de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) sur la supervision bancaire et les marchés financiers, ainsi qu'avec le Hong Kong Institute for Monetary Research.

Activité bancaire et Fonds obligataire Asie

La salle des opérations du Bureau d'Asie s'est rapprochée de son objectif, qui est de fournir toute la gamme des services bancaires BRI à la clientèle de la région. Elle a continué de développer son activité de change et accru ses placements dans la région auprès de contreparties existantes ou nouvelles.

En tant que gestionnaire du premier Fonds (ABF1) lancé à l'initiative de l'EMEAP, la BRI continue de superviser la gestion d'un portefeuille d'émissions souveraines et quasi souveraines en dollars EU de huit économies participant à l'EMEAP.

La BRI a contribué, en qualité d'administrateur, à élargir l'offre au public de fonds de placement dans le cadre du second Fonds obligataire Asie (ABF2) de l'EMEAP. Onze banques centrales ont fourni le capital de lancement en puisant dans leurs réserves internationales pour acquérir des fonds investis en obligations libellées en monnaies locales émises par des emprunteurs souverains et quasi souverains de huit économies de l'EMEAP. L'ouverture au financement public de fonds obligataires de Corée, d'Indonésie et des Philippines, en plus des quatre fonds de placement lancés l'an passé, a permis, fin mars 2007, de porter l'ABF2 à \$3,1 milliards, un apport du secteur privé d'environ \$800 millions venant s'ajouter à la part des banques centrales, passée de \$2 milliards à \$2,3 milliards. Le Pan Asia Bond Index Fund a rapporté près de 17 % sur les 21 premiers mois d'opérations échus en mars 2007.

Comité consultatif Asie et Réunion spéciale des gouverneurs d'Asie de la BRI

Le Comité consultatif Asie (CCA) est constitué des gouverneurs des banques centrales membres de la BRI dans la région Asie-Pacifique. Il sert de plateforme de communication entre ces banques centrales et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI sur les questions qui intéressent et préoccupent la communauté des banques centrales d'Asie. Le Bureau d'Asie assure le secrétariat du CCA.

Deux réunions du CCA ont donné la possibilité aux banques actionnaires d'Asie de guider les efforts entrepris par le Conseil et la Direction de la BRI pour renforcer la relation de la Banque avec elles, notamment concernant l'élargissement des services bancaires, l'intensification des travaux de l'Institut pour la stabilité financière ainsi qu'un programme de recherche de trois ans sur les questions monétaires (politique et opérations), le développement des marchés monétaires et des capitaux, la stabilité financière et l'orientation prudentielle. À ces deux réunions, les membres du CCA ont examiné les

thèmes de recherche, précisant les préoccupations stratégiques motivant leurs suggestions. À la réunion tenue à Hong-Kong RAS en février, le CCA a eu l'occasion de s'exprimer sur les travaux de recherche menés à bien, en particulier ceux portant sur le secteur de financement du logement en Asie. En outre, le Groupe de travail sur la coopération régionale entre banques centrales a rendu compte des travaux dont il avait été chargé lors de la retraite du CCA, l'année précédente.

Chaque année, la BRI est l'hôte d'une réunion spéciale des gouverneurs d'Asie. Cette réunion informelle est l'occasion pour les gouverneurs de banque centrale de passer en revue la situation économique et financière mondiale, en s'intéressant spécifiquement à l'évolution dans la région Asie-Pacifique. Après la réunion de février du CCA, la neuvième Réunion spéciale des gouverneurs d'Asie-Pacifique, à laquelle étaient présents des gouverneurs de banques centrales extérieures à la région, a porté sur l'orientation de la politique monétaire face aux importantes entrées de capitaux de l'étranger, sur les perspectives économiques et sur la surveillance des marchés financiers par les banques centrales.

Programme de recherche Asie

Le programme de recherche sur trois ans a été lancé en septembre 2006. Les banquiers centraux et superviseurs bancaires de la région se sont organisés en deux réseaux de recherche, l'un sur la politique monétaire et les cours de change, l'autre sur les marchés et établissements financiers. Les réseaux partagent des renseignements sur des questions stratégiques, définissent des projets de collaboration et organisent des ateliers. Cinq économistes ont été recrutés, pour une durée allant jusqu'à trois ans. En outre, le programme a accueilli – et continue de chercher – des chercheurs de banques centrales ainsi que d'universités et d'instituts de la région.

Amériques

Durant sa quatrième année d'activité, le Bureau des Amériques s'est particulièrement employé à renforcer et approfondir la coopération avec les banques centrales et les autorités de contrôle de la région. Bien qu'il ne possède pas, à la différence du Bureau d'Asie, de salle des opérations, le Bureau des Amériques appuie activement les activités de la BRI dans la région. Le séminaire de haut niveau consacré à la gestion des réserves, qui s'est tenu à Santiago du Chili en mai 2006, est un exemple éminent de cette mission d'appui.

Les efforts de recherche ont porté essentiellement sur l'évolution des marchés à revenu fixe dans les pays de la région et sur les modèles d'équilibre général intertemporels et stochastiques (DSGE).

Le Bureau des Amériques a également organisé ou appuyé une série de réunions de haut niveau au Mexique et ailleurs, parfois conjointement avec des banques centrales et d'autres institutions de la région. Parmi les plus marquantes, il faut citer les suivantes : réunion à l'intention des banques centrales de la région sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire (Colombie, mars 2007) ; réunion du Groupe d'étude sur la politique

monétaire en Amérique latine (Pérou, octobre 2006) ; deux réunions lors de la 11^e Session annuelle de l'Association économique Amérique latine et Caraïbes (Mexique, novembre 2006), l'une sur le recours à des modèles DSGE pour l'analyse des orientations, l'autre sur le développement de marchés obligataires domestiques et ses conséquences sur la stabilité financière. Il convient également de noter les nombreux séminaires régionaux organisés, pour la plupart, par l'ISF.

Institut pour la stabilité financière

L'Institut pour la stabilité financière (ISF) aide les autorités de surveillance du secteur financier à renforcer leur contrôle des systèmes financiers, favorisant ainsi la stabilité financière partout dans le monde. L'ISF suit une double approche destinée à diffuser normes et bonnes pratiques, essentiellement auprès des superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance.

Réunions, séminaires et conférences

Le premier volet des activités de l'ISF existe de longue date et comprend des séries de séminaires, de conférences et de réunions de haut niveau, qui ont lieu aussi bien à Bâle que dans d'autres régions du monde. En 2006, l'Institut a organisé 52 événements sur des thèmes très divers en rapport avec le secteur financier. Plus de 1 600 représentants des banques centrales et des autorités de surveillance de l'assurance et du secteur bancaire y ont participé. Il convient de mentionner, en particulier, les réunions de haut niveau organisées à l'intention des sous-gouverneurs et des responsables d'autorités de contrôle d'Amérique latine, d'Asie et du Moyen-Orient. Ces réunions ont été consacrées essentiellement à la mise en œuvre de Bâle II.

FSI Connect

FSI Connect, outil d'information et de formation en ligne destiné aux superviseurs bancaires et aux banquiers centraux, constitue le second volet des activités de l'ISF. Cet outil, qui s'adresse à des utilisateurs de tout niveau d'expérience et de compétence, propose actuellement plus de 120 modules sur une grande diversité de sujets. L'offre est régulièrement élargie. En outre, 40 modules ayant trait aux fonds propres et à Bâle II sont désormais disponibles en français et en espagnol. Plus de 125 banques centrales et autorités prudentielles sont actuellement abonnées à FSI Connect, ce qui représente plus de 8 000 utilisateurs. Ce service est accessible 24 heures sur 24, 7 jours sur 7.

Autres actions

En 2006, l'ISF a renouvelé son enquête de 2004 sur les programmes nationaux de mise en œuvre de Bâle II. Les résultats ont confirmé que plus de 90 pays avaient l'intention d'appliquer le nouveau dispositif, en commençant – pour la plupart – par les approches moins avancées. La comparaison des résultats de 2006 avec ceux de 2004 fait apparaître que certains pays prévoient de légers retards dans leur calendrier d'application.

Ces retards semblent traduire une évaluation plus réaliste de tout ce qu'implique la mise en œuvre de Bâle II, surtout en ce qui concerne les approches les plus sophistiquées.

Rôle des comités permanents accueillis par la BRI dans la promotion de la stabilité financière

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), qui est présidé par Nout Wellink, Président de la Banque des Pays-Bas, favorise le dialogue et l'échange d'informations entre superviseurs. Il œuvre à améliorer les pratiques des banques en matière de gestion des risques et le dispositif de supervision bancaire et à promouvoir des mécanismes favorisant l'application effective par de nombreux pays des principes qu'il met au point.

Réorganisation des groupes de travail du Comité

En octobre 2006, le Comité a doté ses groupes de travail d'une nouvelle structure simplifiée, qui, tout en maintenant l'accent sur les questions d'adéquation des fonds propres, favorise une stratégie tournée vers l'avenir. Cette stratégie se décompose en quatre éléments interdépendants qui se renforcent mutuellement :

- maintien d'une base solide de fonds propres pour les banques ;
- renforcement de cette base par la promotion d'autres infrastructures nécessaires à un contrôle bancaire sain ;
- mise au point de mesures flexibles et respectant le principe de proportionnalité ;
- approfondissement et extension de la politique d'ouverture à l'égard des superviseurs hors Comité, des autres secteurs financiers et de la profession.

Afin d'appuyer cette stratégie, le Comité a réorganisé son travail en fonction de quatre grands groupes :

- le Groupe pour l'application de l'accord (GAA), établi pour échanger des informations et promouvoir l'homogénéité dans la mise en œuvre de Bâle II ;
- le Groupe de travail chargé de la comptabilité, dont l'action vise à s'assurer que les normes et pratiques internationales de comptabilité et d'audit favorisent une saine gestion des risques dans les institutions financières, soutiennent la discipline de marché par la transparence et renforcent la sûreté et la solidité du système bancaire ;
- le Groupe de liaison international, qui permet au Comité d'approfondir son engagement envers les superviseurs du monde entier sur une large gamme de sujets ;
- le Groupe de développement des politiques prudentielles, qui non seulement identifie et examine les problèmes prudentiels naissants, mais aussi propose et met au point des mesures visant à promouvoir un système bancaire sain et des normes prudentielles de haut niveau.

Mise en œuvre du dispositif révisé d'adéquation des fonds propres (Bâle II)

La cohérence de la mise en œuvre de Bâle II au niveau international demeure l'une des priorités du Comité de Bâle. Dans ce but, et pour aider les banques et les superviseurs dans leurs préparatifs, le Comité a publié une série de documents apportant des précisions et des recommandations sur diverses questions qui se posent, au nombre desquelles figurent par exemple : l'échange d'informations entre pays d'origine et pays d'accueil pour une mise en œuvre efficace de Bâle II ; le test d'application pour l'approche fondée sur les notations internes ; les diverses pratiques observées en ce qui concerne des éléments clés des approches de mesures avancées (AMA) pour le risque opérationnel et la coopération entre pays d'origine et pays d'accueil ainsi que les mécanismes d'allocation dans le contexte des AMA.

Le Comité accorde actuellement une attention particulière au deuxième pilier de Bâle II (Processus de surveillance prudentielle), reflétant l'intérêt international croissant que cet élément du dispositif révisé suscite auprès des autorités de contrôle et des banques. Témoigne de cette attention le développement, par le Groupe pour l'application de l'accord (GAA), d'études de cas qui permettent aux superviseurs comme aux banquiers de traiter les questions pratiques de mise en œuvre.

Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace

Lors de la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire (ICBS) tenue à Mérida (Mexique) en octobre 2006, les hauts responsables de la surveillance bancaire et des banques centrales de plus de 120 pays ont approuvé une version révisée des *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* et de la *Méthodologie des Principes fondamentaux*, qui incorporent des améliorations notables par rapport aux textes précédents. Les 25 Principes fondamentaux sont des normes minimales internationales pour la réglementation et la supervision des banques, tandis que la Méthodologie fournit des recommandations sur la façon d'interpréter et d'évaluer les Principes.

Le Comité de Bâle a décidé de mettre à jour ces Principes fondamentaux – qui dataient de 1997 – en raison des nombreuses innovations et évolutions du secteur bancaire, des instruments financiers et des marchés sur lesquels opèrent les banques, ainsi que des méthodes et approches utilisées par les autorités prudentielles. En outre, les évaluations conduites dans différents pays ont montré que certaines parties clés du document existant devaient être clarifiées et renforcées.

La version révisée des Principes fondamentaux accorde bien davantage de place aux saines pratiques de gestion des risques et de gouvernance d'entreprise. Les critères concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ainsi que la prévention des fraudes ont également été étoffés. En outre, plusieurs points sont mieux pris en compte : l'internationalisation des activités et les relations croissantes entre secteurs financiers, de même que la nécessité qui en résulte d'une coopération plus étroite et d'un partage d'informations entre superviseurs de différents secteurs et juridictions ; l'importance de l'indépendance, de la responsabilité et de la transparence des autorités de contrôle bancaire.

Comptabilité, audit et conformité

En juin 2006, le Comité de Bâle a finalisé ses recommandations prudentielles concernant le recours à l'option de la juste valeur pour les instruments financiers des banques, dont il suivra l'application. Au cours de l'année écoulée, le Comité a participé activement aux travaux de mise au point de normes internationales de comptabilité et d'audit et répondu à plusieurs demandes officielles de commentaires de la part de l'International Accounting Standards Board (IASB) ainsi que d'autres instances d'élaboration des standards internationaux actives dans ces deux domaines. L'utilisation des estimations à la juste valeur s'étant accrue dans les états financiers, le Comité s'est attaché à s'assurer que ces estimations étaient fiables, pertinentes et vérifiables. Outre ses travaux sur les normes comptables liées aux instruments financiers, le Comité s'intéresse aussi à des questions liées à l'élaboration d'un cadre conceptuel commun et à l'examen, sous l'angle du contrôle bancaire, de grandes questions d'audit.

Implication des tiers dans les travaux du Comité

Ces dernières années, le Comité de Bâle s'est efforcé d'accroître le dialogue avec les superviseurs du monde entier. Les participants à la conférence ICBS d'octobre 2006 ont rappelé qu'il importait de continuer à améliorer la gouvernance et la gestion des risques des banques, et confirmé leur détermination à renforcer la coopération entre superviseurs et le partage d'informations. Ils se sont aussi penchés sur les problèmes suscités par la présence croissante de banques internationales sur les marchés domestiques.

Le Groupe de liaison international permet à des pays non membres de prendre part à la réalisation, très tôt dans le processus, des nouvelles initiatives du Comité de Bâle et de mettre au point des propositions intéressantes tout particulièrement les membres du Groupe. Le Comité continuera de rechercher des moyens d'élargir le dialogue à des pays non membres et d'encourager le niveau actuel d'engagement grâce aux travaux du Groupe de liaison international, à des rencontres avec des groupes régionaux d'autorités de contrôle bancaire, à la conférence bisannuelle ICBS et à d'autres mécanismes formels ou informels.

Comité sur le système financier mondial

Présidé par Donald L. Kohn, Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, le Comité sur le système financier mondial (CSFM) suit l'évolution des marchés financiers et en analyse les implications pour la stabilité financière. Le Comité, qui compte parmi ses membres les banques centrales du G 10 et la Banque centrale du Luxembourg, invite régulièrement à se joindre à ses débats des représentants des banques centrales ou autorités monétaires des pays suivants : Australie, Brésil, Chine, Corée, Espagne, Hong-Kong RAS, Inde, Mexique et Singapour.

Les principaux thèmes évoqués au cours de l'année écoulée ont été les suivants :

- possible effet d'une réévaluation soudaine des risques et de la transmission de chocs à l'économie réelle au sein de marchés financiers de plus en plus intégrés ;
- capacité du système financier mondial à répartir les risques au sein d'une base d'investisseurs plus large compte tenu des innovations intervenues dans le domaine des produits de crédit structurés ;
- risques pouvant résulter des opérations de *carry trade* (qui consistent à emprunter dans une monnaie à faible taux d'intérêt et à investir dans une autre plus rémunératrice) ;
- risques pour la stabilité financière mondiale découlant des variations de la volatilité des marchés financiers.

Dans le cadre de ses efforts pour mieux comprendre les évolutions structurelles des marchés financiers, le CSFM a établi deux groupes de travail. L'un s'est concentré sur les déterminants des décisions d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels et sur les conséquences possibles pour le système financier, compte tenu du rôle croissant que jouent ces acteurs dans l'acheminement de l'épargne et des retraites des ménages vers les marchés financiers.

Le second groupe de travail a étudié l'effet du passage, dans les économies émergentes, d'une dette en devises à une dette en monnaie locale sur l'intermédiation financière domestique et les difficultés qui restent à surmonter pour rendre les marchés obligataires locaux plus liquides.

Le Comité a, par ailleurs, organisé plusieurs réunions spéciales :

- un atelier consacré à l'évolution du fonctionnement des marchés du crédit afin d'actualiser les informations de marché collectées lors d'initiatives antérieures du CSFM et d'examiner les tendances actuelles au sein de ces marchés ;
- un atelier sur le lien entre effets de bilan et primes de risque sur les marchés émergents, pour comprendre les facteurs qui influencent les primes sur la dette souveraine ;
- un atelier sur l'utilisation des statistiques financières internationales de la BRI pour la recherche sur la stabilité financière mondiale ;
- des rencontres régionales sur le financement du logement tenues à la Banque centrale de Malaysia et à la Banque nationale du Danemark après la publication du rapport d'un groupe de travail du CSFM intitulé *Housing finance in the global financial market*.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), présidé par Timothy F. Geithner, Président et Chief Executive Officer de la Banque de Réserve fédérale de New York, 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. Il coopère avec d'autres institutions et groupements internationaux et associe à ses travaux un large groupe de banques centrales.

En 2006, le Comité a réalisé une enquête sur les modalités de gestion, dans les banques et certains autres établissements, des risques associés au règlement des opérations de change. Les résultats de l'enquête, qui devraient paraître fin 2007, aideront le Comité à estimer dans quelle mesure le risque de règlement dans les opérations de change constitue encore une menace pour le système financier et si cela peut nécessiter de nouvelles initiatives de la part des établissements bancaires, du secteur dans son ensemble et des banques centrales.

En janvier 2007, le CSPR et la Banque mondiale ont publié un rapport intitulé *Services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants – Principes généraux*, qui analyse les transferts de fonds sous l'angle des systèmes de paiement. Pour aider les pays qui souhaitent améliorer leurs services de transfert de fonds, ce rapport formule cinq principes généraux portant sur : la transparence et la protection des consommateurs ; l'infrastructure des systèmes de paiement ; l'environnement juridique et réglementaire ; la structure de marché et la concurrence ; la gouvernance et la gestion des risques.

En mars 2007, le Comité a diffusé un rapport intitulé *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*. Le document étudie les mécanismes et pratiques de gestion des risques du traitement postmarché des dérivés de gré à gré, et évalue comment un usage accru et un renforcement des infrastructures de marché pourraient atténuer ces risques. Les principales questions abordées sont :

- les risques entraînés par les retards de documentation et de confirmation des transactions ;
- les implications du recours croissant à des dépôts de garantie pour atténuer les risques de contrepartie ;
- la possibilité d'augmenter le recours à la compensation avec contrepartie centrale pour réduire les risques de contrepartie ;
- les implications du recours à un courtier principal pour les dérivés de gré à gré ;
- les risques associés à la novation non autorisée de contrats ;
- les risques d'importants dysfonctionnements du marché en cas de résiliation anticipée de transactions sur dérivés de gré à gré suite à la défaillance d'un participant de marché important.

Le Comité a continué de renforcer la coopération entre banques centrales, notamment dans les économies émergentes. Il a également apporté son assistance et son savoir-faire lors d'ateliers et de séminaires organisés par la BRI, en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

Comité des marchés

Le Comité des marchés (CM), présidé par Hiroshi Nakaso, Directeur Général de la Banque du Japon, rassemble de hauts responsables des opérations de marché des banques centrales du G 10. Les participants à ses réunions bimestrielles procèdent à des échanges de vues sur les évolutions récentes

affectant les changes et les marchés financiers connexes. Le Comité s'intéresse notamment aux conséquences à court terme de certains événements, ainsi qu'à celles d'évolutions plus structurelles pour le fonctionnement de ces marchés. Il invite régulièrement à se joindre à ses débats des représentants des banques centrales ou autorités monétaires des pays suivants : Australie, Brésil, Chine, Corée, Espagne, Hong-Kong RAS, Inde, Mexique et Singapour.

Les thèmes abordés cette année ont été les suivants :

- impact des décisions de politique monétaire sur les marchés ;
- fluctuations de change, et notamment étude des stratégies de *carry trade* ;
- développement des marchés financiers de matières premières ;
- effet de variations soudaines de l'appétit pour le risque sur diverses catégories d'actifs ;
- afflux de capitaux vers les marchés émergents, marchés d'actions en particulier.

Les membres du CM se sont également penchés sur des sujets plus spécifiques, notamment : préparatifs en vue de l'étude triennale BRI 2007 sur les marchés des changes et dérivés ; rôle croissant des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers ; évolution récente des marchés des produits de base ; investissements régionaux dans les marchés émergents. Certaines de ces questions ont été débattues avec des représentants du secteur privé lors de réunions spéciales.

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le Groupe de dissuasion de la contrefaçon (GDC), qui est présidé par Bonnie Schwab, Conseillère, Monnaie, à la Banque du Canada, 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 a continué d'apporter son assistance au GDC, en hébergeant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales

Recherche

La BRI fournit des documents préparatoires pour les réunions des hauts responsables des banques centrales et assure le secrétariat des comités. Elle contribue également à la coopération monétaire et financière internationale en menant des travaux 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 spécifiquement étudiés :

- les changements affectant le processus d'inflation, en particulier le lien entre inflation et mondialisation ainsi que le rôle du cours de change ;
- le rôle des agrégats de monnaie et de crédit dans le cadre de la politique monétaire ;
- la mesure et la tarification du risque de crédit ;
- l'évaluation de l'appétence pour le risque et l'effet sur la valorisation des actifs financiers ;
- les tendances de l'activité bancaire internationale ;
- la coordination des orientations monétaires et prudentielles ;
- les pratiques de gestion des réserves de change ;
- les questions de stabilité monétaire et financière dans la région Asie-Pacifique dans le cadre du programme de recherche sur trois ans de la BRI consacré à la région Asie (*supra*).

La BRI organise également des conférences et séminaires réunissant, en général, hauts responsables, universitaires et acteurs du marché. Ont notamment eu lieu en 2006/07 :

- la cinquième Conférence annuelle BRI, tenue à Brunnen (Suisse), qui a traité essentiellement de la mondialisation financière (juin 2006) ;
- une réunion semestrielle des économistes de banques centrales, sur le thème : évolution du prix des actifs – déterminants et conséquences pour l'action des autorités (octobre 2006) ;
- une réunion d'experts juridiques des banques centrales consacrée aux immunités applicables aux actifs des banques centrales.

Gouvernance des banques centrales

Étant donné l'intérêt croissant que les banques centrales portent aux questions d'organisation, de gouvernance et de gestion stratégique, après avoir adopté la Charte constitutive du Forum en 2005, la BRI a décidé, fin 2006, de réorganiser et de renforcer les services de secrétariat qu'elle fournit au Forum sur la gouvernance des banques centrales. Le Forum favorise 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 et du secrétariat fourni par la BRI.

Le Groupe de gouvernance, constitué des gouverneurs d'un large éventail de banques centrales représentatives, s'est réuni à plusieurs reprises durant l'année pour traiter de divers thèmes, notamment : gestion des conflits d'intérêts et perception des banques centrales dans l'opinion publique. Il a également lancé d'importantes études sur l'organisation de la gestion des risques au sein des banques centrales et sur des points fondamentaux relatifs à la structure d'une banque centrale moderne.

Le Réseau de gouvernance – qui rassemble désormais près de 50 banques centrales et autorités monétaires – s’est employé, une fois encore, à apporter informations et expertise sur des questions d’organisation, de gouvernance et de gestion stratégique.

Plusieurs enquêtes ciblées ont été menées pour appuyer les délibérations du Groupe de gouvernance et aider les banques centrales du Réseau qui sont en train de revoir leurs propres pratiques.

Coopération dans le domaine statistique

La BRI suit de près les travaux entrepris pour améliorer les statistiques économiques, monétaires et financières aux niveaux international, régional et national, et y apporte sa contribution. Des experts statistiques de la BRI sont, en outre, invités à participer aux réunions *ad hoc* du FMI, de l’OCDE et de la BCE.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

En 2006, l’Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), forum rassemblant utilisateurs et fournisseurs de statistiques dans les banques centrales, s’est établi à la BRI, la majorité des banques centrales actionnaires de la BRI en devenant officiellement membres de droit. La première réunion du Comité à la BRI, à laquelle 53 membres étaient représentés, s’est tenue le 29 août 2006. Elle a été l’occasion de définir les fonctions et futures activités du Comité et de constituer un nouvel organe exécutif. Le Comité est présidé par Jan Smets, Directeur à la Banque nationale de Belgique. L’adhésion est ouverte à toutes les banques centrales intéressées. L’IFC admet également des membres associés, à savoir des particuliers ou des institutions appartenant ou non à la communauté des banques centrales.

Parmi les faits marquants de l’année, on retient :

- la troisième Conférence de l’IFC (août 2006), qui portait sur la mesure de la situation financière des ménages. Plus de 130 experts de 68 banques centrales y ont participé ;
- la contribution à la conférence « Peoples en mouvement » de l’Association internationale pour les statistiques officielles (septembre 2006). La session organisée par l’IFC portait sur les aspects financiers des mouvements migratoires et la mesure des transferts de fonds des travailleurs migrants.

Le compte rendu des débats est publié dans l’*IFC Bulletin*, qui compte désormais parmi les publications de la BRI.

Base de données BRI

Les banques centrales contributrices transmettent régulièrement des statistiques nationales que la BRI met à la disposition de l’ensemble des autres banques centrales participantes. Une nouvelle application Internet, mise en œuvre l’an dernier, permet d’accéder à la base de données, dont le contenu a été enrichi de données sur les systèmes de paiement et de règlement, en particulier celles publiées régulièrement par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement.

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque centrale de Corée et l'Autorité monétaire de Singapour sont devenues contributrices à la base de données BRI, qui couvre désormais 41 banques centrales actionnaires de la BRI. Les banques centrales actionnaires ne contribuant pas à la base de données ont commencé à communiquer un petit nombre d'indicateurs économiques clés, qui sont inclus dans le document de référence établi pour chaque réunion bimestrielle de la BRI.

La plateforme technique de la base de données permet de recevoir et/ou de diffuser, par voie électronique, les statistiques financières internationales BRI sur les activités bancaires et sur les marchés des titres, des changes et des dérivés.

Statistiques financières internationales

L'an dernier ont été mises à jour les directives pour les statistiques bancaires internationales BRI, qui sont une importante source méthodologique pour les utilisateurs. La BRI et les banques centrales déclarantes ont, en outre, mené un travail d'analyse sur la relation entre les ensembles de données bancaires territoriales et consolidées, ainsi que sur les estimations de la ventilation par monnaie des statistiques consolidées.

Les statisticiens de la BRI ont apporté leur concours à la collecte de données sur les marchés des titres par le groupe de travail sur les marchés obligataires en monnaie locale du CSFM (*supra*). Ce travail a permis de recenser les données disponibles sur les émissions et les détentions de titres auprès de diverses sources nationales et internationales, permettant ainsi d'améliorer les statistiques BRI sur les titres.

Les statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres sont une source importante de données pour la plateforme commune sur les statistiques de la dette extérieure, constituée en collaboration avec le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale. L'an dernier, la BRI a commencé à coopérer activement avec l'International Union of Credit and Investment Insurers (Union de Berne) afin d'obtenir des données sur les crédits commerciaux internationaux destinées à alimenter la plateforme.

Les travaux préparatoires en vue de la prochaine enquête triennale sur les marchés des changes et dérivés (prévue entre avril et juin 2007) ont bien progressé ; les banques centrales de 54 pays devraient y participer. Les résultats de cette enquête seront publiés au second semestre 2007.

Mise à niveau des applications informatiques dans le domaine statistique

La BRI procède actuellement à une mise à niveau sur plusieurs années de ses applications informatiques, pour pouvoir mieux soutenir la coopération entre banques centrales dans le domaine statistique. Dans le cadre de ce projet, elle a recueilli, auprès des banques centrales, des renseignements sur les outils graphiques ainsi que sur les séries temporelles dans les bases de données relationnelles. Ces renseignements sont généralement partagés entre toutes les banques centrales contributrices.

Échange de données et métadonnées statistiques

Comme en 2006, la BRI préside en 2007 le programme d'échange de données et métadonnées statistiques (SDMX), dont l'objet est d'encourager l'usage de

normes d'échange électronique de données statistiques. Ce programme est parrainé par la BRI ainsi que par la BCE, la Banque mondiale, Eurostat, le FMI, l'OCDE et les Nations Unies. SDMX met à disposition :

- des normes techniques approuvées par l'Organisation internationale de normalisation ;
- des directives sur le contenu aux fins de l'échange de données et métadonnées ;
- des outils de mise en œuvre fournis par les organisations parrainantes ou des fournisseurs externes.

Une conférence, organisée par la Banque mondiale en janvier 2007 sur le thème « Vers l'application de SDMX », a réuni plus de 200 experts. Elle a dressé un aperçu des développements récents, montrant les applications pratiques et donnant des éléments d'information de premier niveau. À cette occasion a été annoncé un projet conjoint entre SDMX et XBRL International (eXtensible Business Reporting Language, langage employé pour l'échange électronique de statistiques comptables) qui examinera les possibilités d'interopérabilité entre leurs formats d'échange respectifs.

Des projets de normes et de directives sont disponibles pour commentaires sur le site SDMX (www.sdmx.org).

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

Le Groupe des experts informaticiens a pour principal objectif de permettre l'échange entre grandes banques centrales de l'expérience technique et organisationnelle dans le domaine informatique. Le Groupe, soutenu par des groupes de travail et d'étude, se réunit deux fois par an.

La réunion de novembre 2006 a évalué l'expérience des banques centrales sur le thème « Applications », en particulier le développement rapide d'applications. Parmi les principaux thèmes abordés figuraient la gouvernance informatique, la continuité d'exploitation et la sécurité informatique. Ont également été examinées plusieurs initiatives de coopération entre banques centrales, liées notamment à la mise en œuvre du système de paiement européen TARGET2 en 2007.

Le Groupe d'étude sur les questions de sécurité (WPSI) a tenu deux réunions, durant l'année écoulée, sur les thèmes suivants :

- structures organisationnelles et intégration de la sécurité informatique et physique ;
- risques résultant de codes mobiles malins ;
- solutions pour l'accès à distance ;
- ségrégation des réseaux ;
- coûts des solutions de sécurité.

S'agissant de la continuité d'exploitation, le débat s'est axé sur la gestion des risques, en particulier eu égard à la préparation pour les cas de pandémie. L'accent a été davantage mis sur les ressources en personnel, par opposition aux ressources physiques et informatiques, comme c'était le cas par le passé.

En juin 2007, le Groupe a tenu sa conférence triennale, désormais dénommée CBITX (Central Bank Information Technology Exchange). Les quatre sessions prévues ont abordé les thèmes suivants : réponse aux besoins des spécialistes ; gestion de portefeuilles et comptabilité analytique ; gestion du risque informatique ; prestation de services informatiques. Les participants ont pu faire part de leurs expériences, de leurs préoccupations et des enseignements dans ces domaines.

Cette année, il a été décidé de tenir une réunion conjointe des responsables de la sécurité informatique des pays du G 10 et du Groupe d'étude sur les questions de sécurité. Intitulée « Atelier 2008 », cette réunion se tiendra à la BRI en mars 2008 ; elle permettra de confronter expériences et connaissances sur les risques opérationnels auxquels sont exposées les banques centrales.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

Si la BRI ne fournit pas d'assistance technique bilatérale, elle soutient parfois des initiatives régionales de formation à l'intention des banques centrales, notamment :

- un atelier intitulé « Stabilité financière : le rôle des banques centrales », organisé par la Banque d'Algérie à l'intention des banques centrales francophones d'Afrique du Nord et de l'Ouest ;
- un séminaire intitulé « L'intermédiation financière non bancaire : défis pour les banques centrales », organisé par SEACEN (South East Asian Central Banks) et accueilli par la Banque d'État du Vietnam ;
- l'organisation de deux modules – l'un sur la banque et la finance, l'autre sur la politique monétaire – dans le cadre du Mastère en Banque et Finance du Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG), Dakar ;
- une réunion, accueillie par la Banque de Réserve d'Afrique du Sud, à l'intention des banques centrales de la Communauté de développement de l'Afrique australe (CDAA) sur le thème « Intégration monétaire et financière régionale » ;
- un séminaire sur « L'intermédiation financière bancaire et non bancaire » à l'intention des banques centrales d'Europe centrale et orientale et de la Communauté des États indépendants, à l'Institut multilatéral de Vienne.

Durant l'été 2006, 40 banques centrales des économies industrialisées, d'Europe centrale et orientale et de la Communauté des États indépendants se sont réunies à Bâle, à l'occasion de la réunion annuelle du Groupe des coordinateurs de coopération et de formation techniques. Un des thèmes abordés a été l'évolution de la demande de coopération technique dans les régions telles que le Moyen-Orient, l'Asie et l'Afrique (Maghreb compris).

Audit interne

Les responsables de l'audit interne des banques centrales du G 10 se rencontrent régulièrement pour confronter leur expérience et leur savoir-faire

et débattre des nouveaux enjeux et défis. Les normes internationales d'audit et la nécessité d'améliorer constamment la fonction de contrôle des risques des banques centrales sont généralement 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 2006, la BRI a participé à la 20^e Conférence annuelle plénière des responsables de l'audit interne, dont la Banque des Pays-Bas était l'hôte. Figuraient notamment à l'ordre du jour : éthique, sensibilisation aux questions de déontologie et d'audit, recours à la modélisation du risque et 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).

L'unité Audit interne de la BRI a mis en place un réseau d'échange d'informations avec ses homologues des banques centrales et autorités monétaires d'Asie-Pacifique. En octobre, le Bureau de représentation pour les Amériques, en collaboration avec l'unité Audit interne, a organisé, à Mexico, la première réunion BRI des responsables de l'audit interne des banques centrales d'Amérique latine et des Caraïbes.

Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large

Groupe des Dix

La BRI a contribué aux travaux des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale des pays du G 10, en assistant, en qualité d'observateur, aux réunions du Groupe et en fournissant des services de secrétariat aux côtés du FMI et de l'OCDE. Lors de leur réunion de septembre 2006, à Singapour, les ministres et gouverneurs du G 10 ont examiné un rapport sur les perspectives du Groupe. Ils ont conclu que les mutations de l'économie mondiale soulignaient la nécessité de donner une plus large place à la coopération économique internationale. Ils ont convenu, à cet effet, que, lors de leurs prochaines réunions annuelles, ils auraient tout avantage à débattre de façon informelle et franche des grands enjeux économiques et financiers internationaux. Pour faciliter le débat, le Président du G 10 pourrait convier le Président du FSF, les présidents des divers comités du G 10 ou d'autres participants à ces réunions pour y présenter les thèmes de discussion relatifs aux marchés et systèmes financiers.

Forum sur la stabilité financière

Le Forum sur la stabilité financière (FSF), qui est présidé par Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie, a été créé en 1999 à la BRI par les ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale du G 7 pour 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 mission d'évaluer les risques et les vulnérabilités du système financier

international, et d'encourager et de coordonner les initiatives visant à y remédier. Le FSF rassemble de hauts responsables des ministères des Finances, des banques centrales et des superviseurs des principales places financières ainsi que des représentants d'institutions financières internationales (Banque mondiale, BRI, FMI et OCDE), de régulateurs internationaux (Association internationale des contrôleurs d'assurance – AICA –, Comité de Bâle, IASB et Organisation internationale des commissions de valeurs – OICV) et de groupes d'experts des banques centrales (CSFM et CSPR). La Suisse a adhéré au FSF en janvier 2007.

Le FSF tient, chaque année, deux réunions plénières ; les deux dernières ont eu lieu à Paris en septembre 2006 et à Francfort en mars 2007. Le Forum organise aussi des rencontres régionales destinées à favoriser de plus larges échanges de vues sur les vulnérabilités du système financier et à encourager les travaux engagés, aux plans national et international, pour y remédier. La plus récente, tenue à Stockholm en janvier 2007, était consacrée à l'expansion rapide du crédit, aux emprunts en devises et aux défis prudentiels posés par les banques transfrontières dans les économies européennes émergentes.

Lors de sa réunion de mars 2007, le FSF a examiné les déterminants et les conséquences des turbulences sur les marchés financiers de fin février et début mars 2007. Il s'est aussi intéressé à l'évolution des marchés de transfert du risque de crédit ainsi qu'à l'effet du développement du capital-investissement et des rachats avec effet de levier sur l'endettement global des entreprises et l'exposition au risque de crédit des intermédiaires. Enfin, le Forum a évalué les risques systémiques posés par l'expansion du secteur des fonds spéculatifs ainsi que les mesures prises, ces dernières années, par les autorités prudentielles et réglementaires, et par le secteur privé, pour renforcer les pratiques de gestion des risques, la discipline et l'infrastructure de marché. L'engagement croissant des fonds spéculatifs sur les marchés du crédit avec des produits complexes a amené le Forum à étudier comment les établissements financiers réagissent aux risques associés, et notamment l'évolution des pratiques en matière de sûretés, de marges et de simulations de crises. À la demande des ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale des pays du G 7, le FSF a mis à jour son rapport de 2000 sur les institutions à fort effet de levier (IFEL).

Le FSF a aussi œuvré à améliorer l'état de préparation des autorités financières, et du secteur financier en général, face à d'éventuelles crises financières et interruptions des activités, y compris une pandémie de grippe aviaire. En novembre 2006, le Forum et les autorités britanniques ont organisé un séminaire sur la planification et la communication en cas de crise financière et d'incident affectant la continuité d'exploitation. Depuis, les membres du FSF partagent leurs informations et leur expérience dans ce domaine, en particulier les enseignements tirés des simulations de crises et des interruptions de la continuité d'exploitation.

Le FSF encourage également les travaux visant à rendre la réglementation plus efficace, notamment en favorisant le dialogue entre régulateurs et secteur financier. Dans ce contexte, les membres du Forum appartenant à des

instances de réglementation effectuent actuellement un bilan des principes et procédures qu'ils suivent pour mettre au point et interpréter les nouvelles règles et autres mesures d'orientation.

Enfin, le FSF a soutenu les efforts entrepris pour renforcer les normes et pratiques internationales en matière de comptabilité et d'audit. Reconnaisant la nécessité d'améliorer la qualité de l'audit et la cohérence des réglementations au niveau international, le FSF a accueilli en mars 2007 la première réunion du Forum international des régulateurs indépendants de l'audit (International Forum of Independent Audit Regulators) et adhéré à son programme de travail. Le FSF a également fait le point sur les progrès récents des régulateurs de la comptabilité concernant diverses questions internationales, notamment les efforts visant à harmoniser les normes comptables et à en assurer une interprétation homogène.

Le groupe du FSF chargé du suivi des places franches financières (PFF) a évalué les progrès accomplis par ses membres pour favoriser de nouvelles améliorations dans les PFF, en particulier en ce qui concerne l'efficacité de la coopération et de l'échange d'informations transfrontières, mais aussi l'adéquation des ressources prudentielles. Le FSF a entrepris de dresser un bilan de son initiative PFF, qu'il examinera en septembre 2007.

Site web du FSF : www.fsforum.org.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

L'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), dont la BRI accueille le secrétariat depuis 1998, s'est donné pour tâche de contribuer à la stabilité financière mondiale en renforçant le contrôle du secteur de l'assurance, en élaborant des normes relatives au contrôle et en développant la coopération internationale sur la base de l'échange d'informations et de l'assistance mutuelle. L'AICA a également collaboré avec d'autres régulateurs internationaux à la mise au point de principes pour le contrôle des conglomérats financiers (dans le cadre de l'Instance conjointe Comité de Bâle-OICV-AICA). L'augmentation constante du nombre de membres et observateurs témoigne de la reconnaissance grandissante du rôle de l'AICA.

Les principales initiatives de l'année écoulée concernaient les cinq domaines suivants.

Comptabilité

L'AICA a finalisé un document intitulé *Issues arising as a result of the IASB's Insurance Contracts Project – Phase II: second set of IAIS observations*, dans lequel elle apporte ses commentaires sur la phase II du projet de l'IASB (International Accounting Standards Board) relatif aux contrats d'assurance. Ce document expose des principes, ou observations clés, sur des questions de mesure communes aux comptes publiés et à ceux destinés aux autorités de contrôle. Ces principes concernent diverses caractéristiques de l'évaluation des passifs d'assurance, des marges de risque et des aspects de la comptabilité de l'assurance vie.

Adéquation des fonds propres et solvabilité

Afin d'évaluer la solvabilité des assureurs, l'AICA élabore progressivement une structure et des normes communes, qui serviront à renforcer la transparence et la comparabilité dans le secteur de l'assurance partout dans le monde, et ce, dans l'intérêt des consommateurs, du secteur, des investisseurs et des autres parties concernées. En octobre 2006, deux documents sur la gestion actif-passif ont été élaborés et adoptés : une norme (*Standard on Asset-Liability Management*) et un document annexe. Il s'agit de la première d'une série de normes proposées dans le Cadre général de contrôle de l'assurance (*A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*), détaillée ensuite dans la « feuille de route » sur la solvabilité (*Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*). En février 2007, l'AICA a approuvé le document *Common structure for the assessment of insurer solvency*, qui s'appuie sur un document antérieur intitulé *Cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements*. Le nouveau document, qui présente une méthodologie cohérente fondée sur le risque pour la formulation d'exigences financières réglementaires, constitue une base sur laquelle l'AICA mettra au point ses normes et recommandations en la matière.

Réassurance

En octobre 2006, l'AICA a approuvé une version révisée d'un document d'orientation intitulé *Guidance paper on risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*. Après un rappel de l'histoire du développement de la réassurance financière (ou « finite »), ce document explique comment celle-ci est utilisée par les assureurs et présente les problèmes qui se posent ainsi que diverses approches prudentielles pour les résoudre. La révision porte sur les parties relatives à l'assurance vie et rend compte des dernières évolutions de la comptabilité des contrats de réassurance. En novembre 2006, l'AICA a publié la troisième édition de son rapport sur le marché mondial de la réassurance (*Global reinsurance market report*). Ce document dresse un bilan de la santé financière du secteur en 2005, année exceptionnelle pour le marché de la réassurance, avec des niveaux sans précédent de pertes imputables à des catastrophes naturelles.

Échange d'informations

Consciente du fait que les autorités prudentielles doivent collaborer aux niveaux national et international pour que la supervision du secteur de l'assurance et de la réassurance soit efficace, l'AICA a adopté, en février 2007, un protocole d'accord multilatéral pour la coopération et le partage d'informations entre autorités de contrôle, *Multilateral memorandum of understanding on cooperation and information exchange (IAIS MMoU)*. Ce document, qui définit un ensemble de principes et de procédures d'échange d'informations, de points de vue et d'évaluations, établit une base plus efficace pour permettre un tel échange.

Formation

L'an dernier, l'AICA a organisé 20 séminaires, conférences et ateliers dans le monde, dont certains en collaboration avec l'ISF. Elle a également achevé, grâce à un partenariat fructueux avec le Groupe Banque mondiale, le projet « Core Curriculum », qui consiste à développer des documents visant à former les contrôleurs d'assurance aux éléments clés des Principes fondamentaux de l'AICA.

Site web de l'AICA : www.iaisweb.org.

Association internationale de protection des dépôts

L'Association internationale de protection des dépôts – IADI (International Association of Deposit Insurers), créée à la BRI en 2002, contribue à la stabilité des systèmes financiers par la promotion de la coopération et de l'élargissement des contacts internationaux entre organismes d'assurance ou de garantie des dépôts et autres parties intéressées. Sa tâche consiste notamment à :

- améliorer la compréhension de sujets d'intérêt commun en matière de protection des dépôts ;
- formuler des recommandations visant à renforcer l'efficacité des systèmes de protection des dépôts ;
- faciliter le partage d'expertise sur la protection des dépôts grâce à des programmes de formation et de développement ;
- fournir des conseils sur la mise en place de systèmes efficaces de protection des dépôts ou le perfectionnement des systèmes existants.

Elle regroupe 66 organismes du monde entier (47 en qualité de membres), dont plusieurs banques centrales intéressées à promouvoir l'adoption ou le bon fonctionnement de systèmes efficaces de garantie des dépôts. L'une de ses idées maîtresses pour améliorer l'efficacité des systèmes de garantie des dépôts est l'élaboration de principes IADI et pratiques optimales en étudiant ce qui fonctionne particulièrement bien dans diverses juridictions et les causes de ces réussites.

Durant sa cinquième année d'activité, l'IADI a continué de faciliter les rencontres entre organismes de garantie des dépôts et autres parties intéressées, en organisant notamment :

- sa Cinquième conférence annuelle, sur le thème « Renforcer les critères ». Cette conférence, tenue à Rio de Janeiro en novembre 2006, a réuni 160 responsables de 46 pays ;
- une exposition au cours de laquelle 32 organismes ont présenté les principales caractéristiques des systèmes de protection des dépôts existant dans le monde ;
- un séminaire international de deux jours sur la gestion du risque d'entreprise, à Kuala Lumpur en septembre 2006 ;
- une conférence intitulée « International financial instability: cross-border banking and national regulation », tenue à Chicago en octobre 2006 conjointement avec la Banque de Réserve fédérale de Chicago.

En 2006, l'IADI a publié *General guidance to promote effective interrelationships among financial safety net participants*. Il s'agit du dernier d'une série de documents d'orientation élaborés suite à la publication, en 2001, de *Guidance for developing effective deposit insurance systems* par le Groupe de travail du FSF sur la garantie des dépôts et d'un document d'orientation sur les liquidations bancaires. En outre, le Comité de recherche et d'orientation de l'IADI met la dernière touche à d'autres documents d'orientation qui paraîtront mi-2007 sur les thèmes suivants : créances et recouvrement ; gouvernance ; financement des systèmes ; mandats efficaces de protection des dépôts.

En octobre 2006, le Secrétaire Général de l'IADI a également participé, avec des universitaires et des professionnels de la protection des dépôts, à la rédaction d'un numéro spécial du *Journal of Banking Regulation* consacré à ce sujet.

À l'échelon régional, l'IADI a organisé des conférences, séminaires et réunions de comités qui ont eu lieu à Abuja, Prague, Marrakech, Rio de Janeiro, Washington DC, Kuala Lumpur et Hanoï.

L'IADI a lancé un nouveau portail Internet interactif pour faciliter la recherche et fournir des informations sur la protection des dépôts et les activités organisées dans ce domaine.

Site web de l'IADI : www.iadi.org.

Services financiers de la Banque

Services bancaires

La BRI propose une grande variété de services financiers, spécifiquement conçus pour aider les banques centrales et autres autorités monétaires à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle est constituée de quelque 130 institutions nationales auxquelles s'ajoutent plusieurs institutions internationales.

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.

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, sous l'autorité directe du Directeur Général Adjoint – et, par son intermédiaire, du Directeur Général – surveille les risques de crédit, de liquidité et de marché. De même,

l'unité Conformité et Gestion du risque opérationnel assure la surveillance des risques opérationnels à la Banque.

En outre, la Banque réalise des opérations de change et sur or (au comptant, à terme et sur option) 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 assure 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 différentes 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.

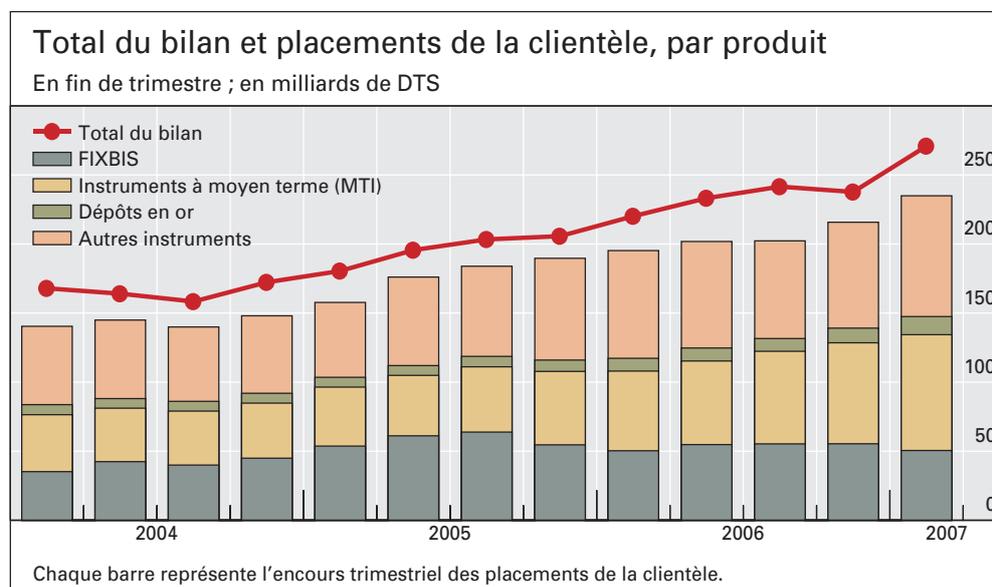
Deux salles de marché interconnectées assurent les services financiers de la Banque : l'une au siège, à Bâle, et l'autre au Bureau d'Asie, à Hong-Kong RAS.

Opérations du Département bancaire en 2006/07

Le bilan de la BRI a poursuivi son expansion en 2006/07, inscrivant un record de fin d'exercice, le 31 mars 2007, à DTS 270,9 milliards. La hausse de DTS 50,8 milliards, soit 23 %, est attribuable, pour DTS 1,0 milliard, à la montée du cours de l'or. À cours de change constant, elle aurait été supérieure de DTS 1,7 milliard.

Passif

La taille du bilan de la BRI est essentiellement déterminée par les placements de la clientèle, qui constituent la plus grande part du total des engagements (voir graphique). Au 31 mars 2007, les placements de la clientèle



se chiffraient à DTS 234,9 milliards, contre DTS 195,2 milliards un an auparavant.

Les placements de la clientèle sont libellés en monnaies à hauteur d'environ 95 % et, pour le reste, en or. Les dépôts en monnaies se sont accrus, passant de DTS 186,0 milliards il y a un an à DTS 221,8 milliards fin mars 2007, soit l'équivalent de quelque 6 % du total des réserves de change mondiales, qui atteignait près de DTS 3 500 milliards, en hausse par rapport à fin mars 2006 (DTS 3 000 milliards). La part du dollar EU s'élevait à 62 %, celle de l'euro, à 21 %. À DTS 13,1 milliards fin mars 2007, les dépôts en or avaient progressé de DTS 3,9 milliards sur l'exercice, dont DTS 0,8 milliard s'explique par des effets de valorisation (à savoir la hausse du cours de l'or).

En termes de produits, l'augmentation des dépôts en monnaies a été presque entièrement le fait d'une hausse de 45 % des placements en instruments à moyen terme (MTI), produit BRI privilégié par la clientèle.

La répartition par région géographique montre que les dépôts auprès de la BRI se sont caractérisés par une relative stabilité durant l'exercice et que la part la plus importante de ces dépôts a été le fait de la clientèle d'Asie.

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 de titres souverains et quasi souverains, et de prises en pension. De plus, la Banque détenait 150 tonnes d'or fin au 31 mars 2007, ayant cédé 15 tonnes durant l'exercice. La BRI gère très prudemment son exposition au risque de crédit : au 31 mars 2007, 99,7 % de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A- (note 4D des états financiers).

Les avoirs sous forme de dépôts en monnaies et de titres, y compris titres pris en pension, totalisaient DTS 247,9 milliards au 31 mars 2007, contre DTS 199,2 milliards un an auparavant. Ces fonds supplémentaires ont été principalement investis dans des placements auprès de banques commerciales de tout premier rang, des titres de première qualité ainsi que des prises en pension de titres d'État.

La Banque 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 le Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen (BADV – Bureau fédéral allemand chargé de régler les questions patrimoniales en suspens) avait fait procéder, en 2006, 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 le BADV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par le BADV, 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

En vertu d'une convention de dépôt et de séquestre avec la Banque centrale du Nigeria, datée du 31 octobre 2005 (*76^e Rapport annuel*, juin 2006), la Banque a agi en qualité d'agent de séquestre. Les derniers fonds ayant été libérés en février 2007 – trois mois avant l'échéance finale du 31 mai 2007 –, la BRI n'a plus d'obligations au titre de cette convention.

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 2006/07 ont concerné les obligations du Pérou (*67^e Rapport annuel*, juin 1997) et de la Côte d'Ivoire (*68^e Rapport annuel*, juin 1998). S'agissant des obligations brésiliennes (*64^e Rapport annuel*, juin 1994), la BRI n'exerce plus ses fonctions d'agent détenteur de sûretés au titre des accords de nantissement, le Brésil ayant racheté par anticipation, en juin 2006, l'ensemble des obligations en circulation.

Aspects institutionnels et administratifs

Administration de la Banque

Politique budgétaire

Le processus d'élaboration du budget des dépenses de la Banque commence environ six mois avant le début de l'exercice, avec la définition, par la Direction, des grandes orientations et du cadre financier. Dans ce contexte, chaque unité opérationnelle précise ses projets et les besoins en ressources correspondants. Le 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 représentent chacun environ 10 % des dépenses administratives, 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 2006/07, les frais d'administration avant amortissement se sont établis à 227,3 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 2,0 % au budget de 232,0 millions de francs suisses², tandis que les dépenses d'investissement, à 21,3 millions de francs suisses, ont été inférieures de 4,9 millions au budget. La sous-utilisation des fonds inscrits au budget administratif est principalement due à une diminution des coûts d'indemnité d'expatriation, des dépenses de personnel ainsi que des dépenses en informatique et télécommunications.

Les dépenses administratives et d'investissement ont également reflété les priorités du budget 2006/07, lesquelles visaient à :

- étendre l'offre de services de la Banque afin de développer ses relations avec les banques centrales actionnaires de la région Asie-Pacifique. Cette initiative inclut un programme de recherche stratégique sur trois ans, commencé à l'automne 2006 et traitant des questions liées au secteur monétaire et financier en Asie ;
- mettre en œuvre les recommandations résultant de la revue d'activité effectuée en 2005/06, qui a permis d'identifier plusieurs domaines dans lesquels des gains de productivité pouvaient être réalisés. Cela se traduira, au cours des prochaines années, par des gains d'efficacité qui permettront une réaffectation des postes au profit des domaines prioritaires, en particulier pour l'amélioration des services aux banques centrales ;
- renforcer la sécurité des bâtiments, rénover des salles de réunions dans les locaux de la Tour, à Bâle, ainsi que les bâtiments du Sport-Club.

En mars 2007, le Conseil a approuvé une augmentation de 2,9 %, à 238,8 millions de francs suisses, du budget administratif de l'exercice 2007/08. Il est prévu une réduction de 1,2 million de francs suisses, à 24,7 millions, du budget d'investissement. Le budget 2007/08 vise le renforcement des activités commerciales existantes. Outre la poursuite des priorités inscrites au budget 2006/07 mentionnées plus haut, les deux autres objectifs de la Banque pour le prochain exercice sont :

- le renforcement de la communication et des contrôles financiers, principalement au Secrétariat général, ainsi que dans les fonctions de postmarché et d'appui du Département bancaire. Il s'agit de parachever les améliorations apportées ces dernières années aux fonctions de gestion des risques, d'audit interne et de conformité ;

² 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).

- le plan d'amélioration du dispositif de continuité des activités et dispositions à appliquer en 2008/09 dans un site en Europe, hors siège.

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 grille des traitements de la BRI est comparée à celle d'institutions et de segments de marché similaires, en tenant compte des différences de régime fiscal des agents des institutions considérées. Dans le cadre de cet exercice, la Banque retient la moitié supérieure de la fourchette de référence des salaires du marché afin d'attirer des personnes hautement qualifiées.

Dans l'intervalle séparant deux 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 2006 a été de 1,5 % en termes nominaux. 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. En 2006, le processus d'évaluation des prestations a été révisé ; un nouveau système électronique a été mis en place en février 2007.

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 enfants³. En outre, les agents BRI bénéficient, par l'intermédiaire de la Banque, d'une assurance maladie et accidents contributive ainsi que d'un régime de retraite contributif à prestations déterminées. Les indemnités et primes accordées aux agents détachés du siège de Bâle pour être affectés dans l'un des deux bureaux de représentation de la Banque, ou inversement, sont fixées conformément à la politique de la Banque relative aux affectations temporaires à l'étranger.

Début 2005, il a été décidé de réexaminer périodiquement les traitements des membres de la Direction en les comparant aux conditions de rémunération dans des institutions de référence. Entre ces réexamens, les traitements concernés sont ajustés chaque année en fonction du taux d'inflation en Suisse. Au 1^{er} juillet 2006, la rémunération annuelle des hauts responsables, hors indemnité d'expatriation, s'établissait ainsi :

- | | |
|----------------------------------|------------------------|
| • Directeur Général ⁴ | 726 990 francs suisses |
| • Directeur Général Adjoint | 615 140 francs suisses |
| • Chefs de département | 559 220 francs suisses |

³ Certains agents engagés par la Banque avant 1997 reçoivent une indemnité d'expatriation de 25 %, mais ne peuvent prétendre à l'indemnité de scolarité.

⁴ Le Directeur Général bénéficie également d'une indemnité annuelle 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. La rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration se chiffrait à 992 760 francs suisses au 1^{er} avril 2007. 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 921 120 francs suisses.

Bénéfice net et répartition

Bénéfice net

Le bénéfice net du 77^e exercice, 2006/07, s'est établi à DTS 639,4 millions, contre DTS 599,2 millions l'an passé.

Total des produits d'exploitation

Le total des produits d'exploitation s'est inscrit à DTS 682,3 millions, contre DTS 573,4 millions pour l'exercice précédent. Trois grandes tendances expliquent cette évolution.

- Les produits d'intérêts sur titres de placement ont bénéficié de la hausse des rendements et, dans une moindre mesure, de l'augmentation de la part des fonds propres de la Banque libellés en monnaies, laquelle s'est accrue du fait des bénéfices non distribués et de ventes d'or par la Banque.
- Le produit net sur les dépôts reçus par la Banque a bénéficié de l'augmentation constante des apports de la clientèle, qui a été supérieure au recul des marges sur les ressources empruntées.
- En 2006/07, un faible gain de change net (DTS 0,9 million) a été enregistré, ce qui est à comparer à la perte de change enregistrée l'exercice précédent (DTS 25,2 millions), qui était due principalement à 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 or.

Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation (note 28 des états financiers) se sont établies à DTS 149,8 millions, en progression de 2,0 % sur l'exercice précédent (DTS 146,9 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont chiffrés à DTS 137,7 millions, en hausse de 3,1 % par rapport au montant de DTS 133,6 millions enregistré en 2005/06. La dotation aux amortissements s'est contractée, revenant de DTS 13,3 millions à DTS 12,1 millions.

Bénéfice d'exploitation et autres produits

Le bénéfice d'exploitation de la Banque, qui reflète le profit des activités courantes de la BRI, s'est établi à DTS 532,5 millions, en hausse de 24,9 % par rapport à 2005/06 (DTS 426,5 millions).

Une perte nette de DTS 27,0 millions sur ventes de titres de placement a été subie lors du réaligement du portefeuille de la Banque sur son portefeuille de référence ; elle résulte de la cession de titres qui avaient été acquis à un moment où les taux d'intérêt étaient moins élevés. Un gain net de DTS 58,2 millions sur ventes de titres de placement avait été obtenu en 2005/06.

Le gain matérialisé de DTS 133,9 millions sur ventes d'actifs de placement en or correspond à la cession de 15 tonnes d'or, sur un total de 165 tonnes au 31 mars 2006. Un gain plus faible de DTS 114,5 millions avait été réalisé en 2005/06 également sur la cession de 15 tonnes d'or détenues en propre par la Banque.

Politique en matière de dividende

Au cours de l'exercice 2005/06, le Conseil d'administration avait 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. Le Conseil d'administration avait conclu que la pratique consistant à augmenter le dividende de DTS 10 par an restait, dans l'ensemble, compatible avec ces considérations. Le dividende était ainsi passé de DTS 235 par action en 2004/05 à DTS 245 en 2005/06. Le Conseil d'administration avait également décidé de revoir la politique de dividende tous les deux à trois ans, afin de tenir compte, au besoin, de l'évolution de la situation.

Le Conseil propose que le dividende pour 2006/07 soit de nouveau augmenté de DTS 10, pour être porté à DTS 255 par action. La prochaine réévaluation du dividende par le Conseil se fera durant l'exercice 2007/08.

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 639,4 millions pour l'exercice 2006/07 :

1. DTS 139,3 millions au paiement d'un dividende de DTS 255 par action ;
2. DTS 50,0 millions à transférer au Fonds de réserve générale⁵ ;
3. DTS 6,0 millions à transférer au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
4. DTS 444,1 millions, soit le reliquat du bénéfice net disponible, à transférer au Fonds de réserve libre. Le Conseil d'administration peut utiliser ce fonds pour tout objet conforme aux Statuts.

Si cette recommandation est approuvée par l'Assemblée générale, le dividende sera payé le 2 juillet 2007 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque le 31 mars 2007, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, selon les instructions des actionnaires. Le

⁵ L'article 51 des Statuts de la BRI dispose que, lorsque le Fonds de réserve générale atteint le quadruple du capital libéré de la Banque (ce qui était le cas au 31 mars 2006), 10 % du bénéfice après paiement du dividende est affecté à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital effectivement versé.

dividende proposé pour 2006/07, DTS 255 par action, est en hausse de 4,1 % par rapport à 2005/06.

Le dividende sera payé en totalité sur 546 125 actions. Les actions émises et libérées sont au nombre de 547 125, dont 1 000 actions – les actions suspendues de l'émission albanaise – détenues en propre au 31 mars 2007. 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 2007 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
David Dodge, Ottawa
Mario Draghi, Rome
Toshihiko Fukui, Tokyo
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, Londres
Stefan Ingves, Stockholm
Mervyn King, Londres
Christian Noyer, Paris
Guillermo Ortiz, Mexico
Guy Quaden, Bruxelles
Fabrizio Saccomanni, Rome
Jean-Claude Trichet, Francfort-sur-le-Main
Vicomte Alfons Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francfort-sur-le-Main
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Zhou Xiaochuan, Pékin

Suppléants

Giovanni Carosio ou Ignazio Visco, Rome
Donald L. Kohn ou Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Hermann Remsperger ou 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 du Secrétariat général |
| 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

Comme indiqué plus haut, lors de sa séance de juin 2006, le Conseil d'administration a élu trois nouveaux membres pour un mandat de trois ans commençant le 1^{er} juillet 2006 : Guillermo Ortiz, Gouverneur de la Banque du Mexique, Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne, et Zhou Xiaochuan, Gouverneur de la Banque populaire de Chine.

Lors de cette même séance, le Conseil a réélu Nout Wellink, Président de la Banque des Pays-Bas, membre du Conseil d'administration, pour une nouvelle période de trois ans, qui prendra fin le 30 juin 2009.

À sa séance de septembre 2006, le Conseil a réélu David Dodge, Gouverneur de la Banque du Canada, et Toshihiko Fukui, Gouverneur de la Banque du Japon, membres du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans, qui prendra fin le 12 septembre 2009.

Par une lettre en date du 20 juillet 2006, Ben Bernanke, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a reconduit Timothy Geithner, Président de la Banque de Réserve fédérale de New York, dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une période de trois ans qui prendra fin le 12 septembre 2009.

En novembre 2006, Pierluigi Ciocca a démissionné de son poste de Directeur Général Adjoint de la Banque d'Italie et a laissé vacant son siège d'administrateur de la BRI. Par lettre datée du 7 novembre 2006, Mario Draghi,

Gouverneur de la Banque d'Italie, a nommé Fabrizio Saccomanni, Directeur Général de la Banque d'Italie, membre du Conseil pour occuper le siège laissé vacant par M. Ciocca, jusqu'à la date d'expiration du mandat de M. Ciocca, soit jusqu'au 22 décembre 2008. Jean-Pierre Landau, deuxième Sous-Gouverneur de la Banque de France, a quitté le Conseil d'administration le 27 novembre 2006, au terme de son mandat.

À sa séance de mars 2007, le Conseil a réélu Jean-Pierre Roth, Président du Directoire de la Banque nationale suisse, à la présidence du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 mars 2010. Pour la bonne règle, le mandat pour lequel M. Roth avait été élu Président du Conseil d'administration, allant du 1^{er} mars 2006 au 28 février 2009, a été confirmé à cette même séance.

Axel Weber, Président de la Banque fédérale d'Allemagne, a désigné Hermann Remsperger pour succéder à Jürgen Stark comme premier Suppléant, à compter de juin 2006. Ben Bernanke, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a désigné Donald Kohn comme son premier Suppléant, pour remplacer Roger Ferguson à compter de juillet 2006.

Il n'y a eu aucun changement à la Direction de la BRI.

Banques centrales membres de la BRI⁶

| | |
|--|---|
| Banque de Réserve d'Afrique du Sud | Banque centrale et Autorité des services financiers d'Irlande |
| Banque d'Algérie | Banque centrale d'Islande |
| Banque fédérale d'Allemagne | Banque d'Israël |
| Agence monétaire d'Arabie Saoudite | Banque d'Italie |
| Banque centrale de la République argentine | Banque du Japon |
| Banque de Réserve d'Australie | Banque de Lettonie |
| Banque nationale d'Autriche | Banque de Lituanie |
| Banque nationale de Belgique | Banque nationale de la République de Macédoine |
| Banque centrale de Bosnie-Herzégovine | Banque centrale de 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 | |

⁶ 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, ainsi qu'à la déclaration d'indépendance, en mai 2006, par la République du Monténégro vis-à-vis de cette union, le statut juridique de l'émission yougoslave du capital de la Banque est en cours d'examen.

États financiers

Au 31 mars 2007

Les états financiers (pages 206–245) pour l'exercice clos le 31 mars 2007 ont été approuvés le 7 mai 2007. 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 24 juin 2007.

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 2007

| <i>En millions de DTS</i> | Note | 2007 | 2006 |
|--|------|------------------|------------------|
| Actif | | | |
| Encaisse et comptes à vue auprès des banques | 5 | 92,4 | 33,0 |
| Or et dépôts en or | 6 | 15 457,6 | 11 348,0 |
| Bons du Trésor | 7 | 43 159,3 | 47 311,9 |
| Titres pris en pension | 7 | 61 193,5 | 19 519,2 |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 8 | 91 266,0 | 87 898,5 |
| Emprunts d'État et autres titres | 7 | 52 244,0 | 44 436,4 |
| Instruments dérivés | 9 | 1 850,8 | 1 956,0 |
| Créances à recouvrer | 10 | 5 473,6 | 7 444,7 |
| Terrains, immeubles et équipement | 11 | 188,0 | 188,4 |
| Total actif | | 270 925,2 | 220 136,1 |
| Passif | | | |
| Dépôts en monnaies | 12 | 221 790,1 | 185 991,5 |
| Dépôts en or | 13 | 13 134,9 | 9 235,6 |
| Titres donnés en pension | 14 | 1 062,5 | 1 222,4 |
| Instruments dérivés | 9 | 2 816,2 | 2 674,9 |
| Engagements à payer | 15 | 19 584,1 | 9 251,3 |
| Autres passifs | 16 | 373,8 | 169,4 |
| Total passif | | 258 761,6 | 208 545,1 |
| Fonds propres | | | |
| Capital | 17 | 683,9 | 683,9 |
| Réserves statutaires | 18 | 9 538,5 | 9 071,7 |
| Compte de profits et pertes | | 639,4 | 599,2 |
| Moins : actions détenues en propre | 20 | (1,7) | (1,7) |
| Autres comptes de fonds propres | 21 | 1 303,5 | 1 237,9 |
| Total fonds propres | | 12 163,6 | 11 591,0 |
| Total passif et fonds propres | | 270 925,2 | 220 136,1 |

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2007

| <i>En millions de DTS</i> | Note | 2007 | 2006 |
|--|------|----------------|-----------|
| Produits d'intérêts | 23 | 8 858,0 | 6 239,1 |
| Charges d'intérêts | 24 | (8 241,2) | (5 569,1) |
| Variation nette d'évaluation | 25 | 63,3 | (74,1) |
| Produit d'intérêts net | | 680,1 | 595,9 |
| Produit net d'honoraires et de commissions | 26 | 1,3 | 2,7 |
| Gain/(perte) de change net(te) | 27 | 0,9 | (25,2) |
| Total produits d'exploitation | | 682,3 | 573,4 |
| Charges d'exploitation | 28 | (149,8) | (146,9) |
| Bénéfice d'exploitation | | 532,5 | 426,5 |
| Gain/(perte) net(te) sur ventes de titres disponibles à la vente | 29 | (27,0) | 58,2 |
| Gain net sur ventes d'actifs de placement en or | 30 | 133,9 | 114,5 |
| Bénéfice net de l'exercice | | 639,4 | 599,2 |
| <hr/> | | | |
| Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action) | 31 | 1 170,8 | 1 108,5 |

Tableau des flux de trésorerie

pour l'exercice clos le 31 mars 2007

| <i>En millions de DTS</i> | Note | 2007 | 2006 |
|---|------|----------------|------------------|
| Flux provenant des / (affectés aux) activités opérationnelles | | | |
| Bénéfice d'exploitation | | 532,5 | 426,5 |
| Produits d'exploitation hors trésorerie | | | |
| Amortissement des terrains, immeubles et équipement | 11 | 12,0 | 13,3 |
| Actifs et passifs d'exploitation – variation nette | | | |
| Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | | 36 225,6 | 23 216,8 |
| Actifs bancaires en monnaies | | (39 242,3) | (30 719,4) |
| Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif | | 2 106,3 | 8 515,2 |
| Dépôts en or au passif | | 3 899,3 | 2 124,8 |
| Actifs bancaires en or, or et dépôts | | (4 063,0) | (2 118,0) |
| Créances à recouvrer | | (15,8) | 0,3 |
| Autres passifs/créances à recouvrer | | 205,6 | 19,6 |
| Dérivés, flux net | | 246,4 | (533,7) |
| Flux net provenant des / (affecté aux) activités opérationnelles | | (93,4) | 945,4 |
| Flux provenant des / (affectés aux) activités de placement | | | |
| Instruments en monnaies disponibles à la vente – variation nette | 7B | 105,5 | (1 676,9) |
| Instruments en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes – variation nette | | (548,9) | – |
| Titres donnés en pension | | (159,9) | 63,0 |
| Or – variation nette | 6B | 208,4 | 187,9 |
| Achats nets de terrains, immeubles et équipement | 11 | (11,6) | (12,6) |
| Flux net provenant des / (affecté aux) activités de placement | | (406,5) | (1 438,6) |
| Flux provenant des / (affectés aux) activités de financement | | | |
| Paiement du dividende | | (132,4) | (114,4) |
| Redistribution des actions détenues en propre | | – | 468,2 |
| Rachat d'actions en 2001 – paiement aux anciens actionnaires | 16 | (1,3) | (1,5) |
| Flux net provenant des / (affecté aux) activités de financement | | (133,7) | 352,3 |
| Flux net total | | (633,6) | (140,9) |
| Effet de change net sur trésorerie et quasi-trésorerie | | (85,8) | 108,0 |
| Trésorerie et quasi-trésorerie – variation nette | | (547,8) | (248,9) |
| Trésorerie et quasi-trésorerie – hausse / (baisse) nette | | (633,6) | (140,9) |
| Trésorerie et quasi-trésorerie, début d'exercice | | 2 864,6 | 3 005,5 |
| Trésorerie et quasi-trésorerie, fin d'exercice | | 2 231,0 | 2 864,6 |

Proposition d'affectation du bénéfice

pour l'exercice clos le 31 mars 2007

| <i>En millions de DTS</i> | Note | 2007 |
|---|------|--------------|
| Bénéfice net de l'exercice | | 639,4 |
| Dotation au Fonds de réserve légale | 18 | – |
| Dividende proposé : | | |
| Sur 546 125 actions, DTS 255 par action | | 139,3 |
| Dotations proposées aux réserves : | | |
| Fonds de réserve générale | 18 | 50,0 |
| Fonds spécial de réserve de dividendes | 18 | 6,0 |
| Fonds de réserve libre | 18 | 444,1 |
| 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 2007

| <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 | 2007 Total réserves statutaires |
|---|------|-------------------------|---------------------------|--|------------------------|------------------------------------|
| Solde au 31 mars 2006 | | 68,3 | 2 913,1 | 136,0 | 5 954,3 | 9 071,7 |
| Affectation du bénéfice 2005/06 | 18 | – | 46,7 | 6,0 | 414,1 | 466,8 |
| Solde au 31 mars 2007 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice | | 68,3 | 2 959,8 | 142,0 | 6 368,4 | 9 538,5 |
| Dotations proposées aux réserves | 18 | – | 50,0 | 6,0 | 444,1 | 500,1 |
| Solde au 31 mars 2007, après affectation proposée du bénéfice | | 68,3 | 3 009,8 | 148,0 | 6 812,5 | 10 038,6 |

Évolution des fonds propres de la Banque

sur l'exercice clos le 31 mars 2007

| <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 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 disponibles à la vente | 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) |
| Fonds propres au 31 mars 2006 | | 683,9 | 9 071,7 | 599,2 | (1,7) | 1 237,9 | 11 591,0 |
| Produits : | | | | | | | |
| Bénéfice net pour 2006/07 | | - | - | 639,4 | - | - | 639,4 |
| Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or | 21B | - | - | - | - | 41,8 | 41,8 |
| Variation nette d'évaluation sur titres disponibles à la vente | 21A | - | - | - | - | 23,8 | 23,8 |
| Total produits comptabilisés | | - | - | 639,4 | - | 65,6 | 705,0 |
| Paie ment du dividende 2005/06 | | - | - | (132,4) | - | - | (132,4) |
| Affectation du bénéfice 2005/06 | | - | 466,8 | (466,8) | - | - | - |
| Solde au 31 mars 2007 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice | | 683,9 | 9 538,5 | 639,4 | (1,7) | 1 303,5 | 12 163,6 |
| Dividende proposé | | - | - | (139,3) | - | - | (139,3) |
| Dotations proposées aux réserves | | - | 500,1 | (500,1) | - | - | - |
| Solde au 31 mars 2007, après affectation proposée du bénéfice | | 683,9 | 10 038,6 | - | (1,7) | 1 303,5 | 12 024,3 |

Au 31 mars 2007, les réserves statutaires comprenaient des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions (comme au 31 mars 2006).

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, de Chine, du Japon, du Mexique, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse et du Président de la Banque centrale européenne.

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. 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.

C. 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.

D. 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 (comme indiqué à la section E *infra*) :

- 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.

E. Structure des actifs et passifs

Les actifs et passifs sont répartis en deux types de portefeuilles.

1. Portefeuilles bancaires

Les portefeuilles bancaires sont constitués des dépôts en monnaies et en or au passif et des actifs et dérivés correspondants.

La Banque effectue des opérations en monnaies et sur or pour le compte de sa clientèle de banques centrales, dans le cadre desquelles elle assume un degré restreint de risques sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

La Banque désigne la totalité des instruments financiers en monnaies de ses portefeuilles bancaires (autres que l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques, les comptes à vue et à préavis, ainsi que les comptes de dépôts à vue et à préavis au passif) comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. L'utilisation des justes valeurs dans les portefeuilles bancaires en monnaies est précisée à la section I *infra*.

Tous les instruments financiers en or de ces portefeuilles sont désignés comme prêts et créances.

2. Portefeuilles de placement

Les portefeuilles de placement sont composés des actifs, passifs et dérivés liés principalement au placement des fonds propres de la Banque.

La Banque détient ses fonds propres pour l'essentiel sous forme d'instruments financiers libellés en monnaies du panier du DTS, gérés par référence à un portefeuille obligataire de duration fixe.

Les actifs en monnaies concernés (autres que l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques ainsi que les comptes à vue et à préavis) sont désignés comme actifs disponibles à la vente. Les titres correspondants donnés en pension sont désignés comme prêts et créances.

En outre, la Banque détient une partie de ses fonds propres dans des portefeuilles gérés plus activement. Les actifs en monnaies de ces portefeuilles constituent des instruments de négociation désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les fonds propres de la Banque sont, pour le reste, constitués en or. L'or détenu en propre par la Banque est désigné comme actif disponible à la vente.

F. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

L'encaisse et les comptes à vue auprès des banques sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus, le cas échéant.

G. Comptes à vue et à préavis

Les comptes à vue et à préavis sont des actifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de trois jours au maximum, qui figurent au bilan sous Dépôts à terme et avances aux banques.

En raison de leur courte durée, ces instruments sont désignés comme prêts et créances. Ils sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux Produits d'intérêts, selon le principe de la comptabilité d'exercice.

H. Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif

Les comptes de dépôts à vue et à préavis sont des passifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de trois jours au maximum, qui figurent au bilan sous Dépôts en monnaies.

En raison de leur courte durée, ces instruments sont désignés comme prêts et créances. Ils sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux Charges d'intérêts, selon le principe de la comptabilité d'exercice.

I. Utilisation des justes valeurs dans les portefeuilles bancaires en monnaies

Dans le cadre de ses opérations bancaires en monnaies, la Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains 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/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/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur les actifs en monnaies et dérivés correspondants ou sur d'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 les actifs, passifs et dérivés concernés de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

J. Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Comme indiqué plus haut, tous les dépôts en monnaies au passif, à l'exception des dépôts sur comptes à vue et à préavis, sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus à verser et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus est inclus dans les Charges d'intérêts.

Après la date de transaction, les dépôts en monnaies au passif 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. Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, emprunts d'État et autres titres.

Comme indiqué plus haut, la Banque désigne la totalité des actifs en monnaies concernés de ses portefeuilles bancaires en monnaies comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. En outre, la Banque détient certains portefeuilles de placement gérés plus activement. Les actifs en monnaies de ces portefeuilles constituent des instruments de négociation désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ces actifs en monnaies sont comptabilisés au bilan à la date de transaction 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 en monnaies 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.

L. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, emprunts d'État et autres titres.

Comme indiqué plus haut, la Banque désigne la totalité des actifs concernés de ses portefeuilles de placement en monnaies comme instruments disponibles à la vente, à l'exception des actifs figurant dans ses portefeuilles de placement gérés plus activement.

À l'origine, ces actifs en monnaies sont comptabilisés au bilan à la date de transaction 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 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 disponibles à la vente, au compte de profits et pertes.

M. Positions courtes sur actifs en monnaies

Les positions courtes sur actifs en monnaies sont comptabilisées au bilan sous Autres passifs, à la date de transaction à leur valeur de marché.

N. Or

Par « or », on entend les barres détenues sur des comptes à vue. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

L'or est porté au bilan sur la base de son poids (converti en dollars EU au cours du marché puis en DTS). Les achats et ventes d'or sont pris en compte à la date de règlement. Les achats et ventes d'or à terme sont traités comme des dérivés jusqu'à la date de règlement.

Le traitement des gains/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur or est décrit à la section Q *infra*.

O. Dépôts en or à l'actif

Les dépôts en or à l'actif désignent les prêts d'or à terme à des banques commerciales. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

Les dépôts en or à l'actif sont portés au bilan à la date de transaction sur la base de leur poids d'or (converti en dollars EU au cours du marché puis en DTS), avec les intérêts courus.

Les intérêts relatifs aux dépôts en or à l'actif sont incorporés aux Produits d'intérêts, selon le principe de la comptabilité d'exercice. Le traitement des gains/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur or est décrit à la section Q *infra*.

P. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or au passif recouvrent les dépôts à vue et à terme reçus de banques centrales. L'or est considéré par la Banque comme un instrument financier et les dépôts en or au passif sont désignés comme prêts et créances.

Les dépôts en or au passif sont portés au bilan à la date de transaction sur la base de leur poids d'or (converti en dollars EU au cours du marché puis en DTS), avec les intérêts courus.

Les intérêts relatifs aux dépôts en or au passif sont incorporés aux Charges d'intérêts, selon le principe de la comptabilité d'exercice. Le traitement des gains/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur or est décrit à la section Q *infra*.

Q. Gains/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur or

Le traitement des gains/pertes matérialisé(e)s et non matérialisé(e)s sur or dépend de la désignation exposée ci-après :

1. Portefeuilles bancaires constitués des dépôts en or au passif et des actifs bancaires en or correspondants

La Banque désigne tous les instruments en or de ses portefeuilles bancaires 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/(ves) à la reconversion de la position nette en or dans les portefeuilles 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(te).

2. Portefeuilles de placement, composés des actifs de placement en or

L'or détenu en propre par la Banque est désigné et comptabilisé comme actif disponible à la vente.

Les gains ou pertes non matérialisé(e)s sur les actifs de placement en or de la Banque par rapport à leur coût d'acquisition réputé 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.

R. Titres donnés en pension

Lorsque ces passifs correspondent à la gestion d'actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Lorsqu'ils correspondent à des actifs en monnaies disponibles à la vente, ils sont classés comme 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 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.

S. 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.

T. Principes d'évaluation

Comme précisé dans les présentes conventions comptables, 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 des instruments financiers cotés sur les places actives, la Banque utilise des cotations de marché publiées régulièrement par les intervenants, telles que prix ou taux d'intérêt et volatilité, qui servent de base aux techniques d'évaluation communément utilisées. En l'absence de place active ou lorsque des cotations fiables et régulièrement mises à jour 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.

U. 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.

V. 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.

W. 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.

X. 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 cumulé(e)s 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.

Y. 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 préparation 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 ayant une ou plusieurs sources : facteurs humains, procédure défaillante ou inadéquate, système défaillant ou inadapté ou causes externes, y compris le risque juridique.

B. Structure de gestion des risques

Structure opérationnelle

La Banque a pour objet de servir la communauté des banques centrales tout en dégagant un revenu adéquat lui permettant de préserver sa solidité financière.

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.

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.

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 E *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 %.

C. Adéquation des fonds propres

La Banque dispose d'une 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 2007.

| Au 31 mars | | |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|
| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
| Capital | 683,9 | 683,9 |
| Réserves statutaires | 9 538,5 | 9 071,7 |
| Moins : actions détenues en propre | (1,7) | (1,7) |
| Fonds propres de base | 10 220,7 | 9 753,9 |
| Compte de profits et pertes | 639,4 | 599,2 |
| Autres comptes de fonds propres | 1 303,5 | 1 237,9 |
| Total fonds propres | 12 163,6 | 11 591,0 |

Les ratios de Bâle mesurent l'adéquation des fonds propres éligibles par rapport aux actifs (et instruments dérivés) pondérés en fonction des risques. Les 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'élève à 29,9 % au 31 mars 2007 (2006 : 32,4 %).

D. 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.

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 2007, la Banque détenait ainsi des titres souverains G 10 d'une valeur nominale de DTS 26,2 millions aux fins de garantie sur dérivés de gré à gré. Au 31 mars 2006, elle ne disposait d'aucune garantie sur ces instruments.

Les avoirs de la Banque 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 En % du total | 2007 | 2006 |
| Émetteurs souverains | 31,3 | 34,1 |
| Établissements financiers | 65,1 | 63,1 |
| Divers | 3,6 | 2,8 |
| | 100,0 | 100,0 |

| Au 31 mars | | |
|--|--------------|--------------|
| Notation interne BRI (exprimée en équivalent-note à long terme) En % du total | 2007 | 2006 |
| AAA | 24,1 | 26,5 |
| AA | 53,8 | 54,7 |
| A | 21,8 | 18,5 |
| BBB+ et moins/sans note | 0,3 | 0,3 |
| | 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 ;
- calculant et limitant le risque par contrepartie ;
- 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.

3. Risque de transfert

La Banque calcule le risque de transfert par pays et fixe les limites correspondantes.

E. 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 150 tonnes (2006 : 165 tonnes), sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2007, la position sur or de la Banque s'établissait à DTS 2 115,2 millions (2006 : DTS 2 145,6 millions), ce qui correspond à 17 % environ de ses fonds propres (2006 : 19 %). 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.

La monnaie fonctionnelle de la Banque, le DTS, est une monnaie composite constituée de montants fixes des monnaies suivantes : USD, EUR, JPY et GBP. Les tableaux suivants montrent la composition réelle en monnaies et en or des actifs et passifs de la Banque. La position nette en monnaies et sur or indiquée dans ces tableaux inclut donc les actifs de placement en or de la Banque. L'exposition de change nette en monnaies de la Banque est déterminée en procédant à un ajustement pour éliminer les montants en or. La position neutre en DTS est ensuite déduite de la position nette en monnaies après élimination de l'or, pour obtenir l'exposition de change nette en monnaies de la Banque sur une base neutre en DTS.

Au 31 mars 2007

| <i>En millions de DTS</i> | DTS | USD | EUR | GBP | JPY | CHF | Or | Autres monnaies | Total |
|--|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|--------------------|
| Actif | | | | | | | | | |
| Encaisse et comptes à vue auprès des banques | - | 10,0 | 56,0 | 1,1 | - | 2,5 | - | 22,8 | 92,4 |
| Or et dépôts en or | - | - | - | - | - | - | 15 434,3 | 23,3 | 15 457,6 |
| Bons du Trésor | - | 2 658,4 | 22 479,5 | - | 18 021,4 | - | - | - | 43 159,3 |
| Titres pris en pension | - | 1 087,3 | 54 239,3 | 5 594,8 | 272,1 | - | - | - | 61 193,5 |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 73,4 | 72 868,7 | 727,3 | 15 423,5 | 2,8 | 936,6 | - | 1 233,7 | 91 266,0 |
| Emprunts d'État et autres titres | - | 18 185,0 | 23 361,5 | 3 476,6 | 1 993,2 | 61,6 | - | 5 166,1 | 52 244,0 |
| Créances à recouvrer | - | 4 657,2 | 213,6 | 458,7 | 28,0 | 115,8 | - | 0,3 | 5 473,6 |
| Terrains, immeubles et équipement | 188,0 | - | - | - | - | - | - | - | 188,0 |
| Total | 261,4 | 99 466,6 | 101 077,2 | 24 954,7 | 20 317,5 | 1 116,5 | 15 434,3 | 6 446,2 | 269 074,4 |
| Passif | | | | | | | | | |
| Dépôts en monnaies | (2 006,3) | (138 437,4) | (46 371,0) | (22 780,9) | (3 381,3) | (1 068,0) | - | (7 745,2) | (221 790,1) |
| Dépôts en or | - | (12,8) | - | - | - | - | (13 122,1) | - | (13 134,9) |
| Titres donnés en pension | - | (889,2) | (173,3) | - | - | - | - | - | (1 062,5) |
| Engagements à payer | - | (1 118,8) | (17 772,5) | (132,2) | (280,6) | - | (182,7) | (97,3) | (19 584,1) |
| Autres passifs | - | (145,0) | (48,5) | - | - | (173,2) | - | (7,1) | (373,8) |
| Total | (2 006,3) | (140 603,2) | (64 365,3) | (22 913,1) | (3 661,9) | (1 241,2) | (13 304,8) | (7 849,6) | (255 945,4) |
| Instruments dérivés nets | 118,5 | 46 085,7 | (32 431,4) | (728,0) | (15 366,2) | (40,5) | (14,3) | 1 410,8 | (965,4) |
| Position nette en monnaies et sur or | (1 626,4) | 4 949,1 | 4 280,5 | 1 313,6 | 1 289,4 | (165,2) | 2 115,2 | 7,4 | 12 163,6 |
| Ajustement pour actifs de placement en or | - | - | - | - | - | - | (2 115,2) | - | (2 115,2) |
| Position nette en monnaies | (1 626,4) | 4 949,1 | 4 280,5 | 1 313,6 | 1 289,4 | (165,2) | - | 7,4 | 10 048,4 |
| Position neutre en DTS | 1 626,4 | (4 870,0) | (4 227,3) | (1 370,6) | (1 206,9) | - | - | - | (10 048,4) |
| Exposition de change nette en monnaies sur une base neutre en DTS | - | 79,1 | 53,2 | (57,0) | 82,5 | (165,2) | - | 7,4 | - |

Au 31 mars 2006

| <i>En millions de DTS</i> | DTS | USD | EUR | GBP | JPY | CHF | Or | Autres monnaies | Total |
|---|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|
| Actif | | | | | | | | | |
| Encaisse et comptes à vue auprès des banques | - | 5,7 | 7,3 | 0,3 | - | 2,7 | - | 17,0 | 33,0 |
| Or et dépôts en or | - | 22,7 | - | - | - | - | 11 325,3 | - | 11 348,0 |
| Bons du Trésor | - | 4 935,2 | 22 395,7 | - | 18 311,1 | 1 669,9 | - | - | 47 311,9 |
| Titres pris en pension | - | 2 113,3 | 12 897,9 | 1 517,6 | 2 990,4 | - | - | - | 19 519,2 |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 116,1 | 71 052,9 | 1 301,7 | 11 935,9 | 2,0 | 822,6 | - | 2 667,3 | 87 898,5 |
| Emprunts d'État et autres titres | - | 18 262,0 | 17 825,8 | 3 009,6 | 2 028,8 | 61,1 | - | 3 249,1 | 44 436,4 |
| Créances à recouvrer | 2,8 | 6 214,3 | 335,6 | 771,7 | - | 6,5 | - | 113,8 | 7 444,7 |
| Terrains, immeubles et équipement | 188,4 | - | - | - | - | - | - | - | 188,4 |
| Total | 307,3 | 102 606,1 | 54 764,0 | 17 235,1 | 23 332,3 | 2 562,8 | 11 325,3 | 6 047,2 | 218 180,1 |
| Passif | | | | | | | | | |
| Dépôts en monnaies | (3 417,8) | (121 722,2) | (36 753,8) | (14 027,3) | (2 596,1) | (914,5) | - | (6 559,8) | (185 991,5) |
| Dépôts en or | - | (10,6) | - | - | - | - | (9 225,0) | - | (9 235,6) |
| Titres donnés en pension | - | (1 211,4) | - | (11,0) | - | - | - | - | (1 222,4) |
| Engagements à payer | - | (1 582,5) | (7 334,1) | (60,3) | - | (13,3) | (103,5) | (157,6) | (9 251,3) |
| Autres passifs | - | - | (0,4) | - | - | (157,9) | - | (11,1) | (169,4) |
| Total | (3 417,8) | (124 526,7) | (44 088,3) | (14 098,6) | (2 596,1) | (1 085,7) | (9 328,5) | (6 728,5) | (205 870,2) |
| Instruments dérivés nets | 48,7 | 27 431,5 | (6 388,5) | (1 758,2) | (19 360,3) | (1 617,7) | 148,8 | 776,8 | (718,9) |
| Position nette en monnaies et en or | (3 061,8) | 5 510,9 | 4 287,2 | 1 378,3 | 1 375,9 | (140,6) | 2 145,6 | 95,5 | 11 591,0 |
| Ajustement pour actifs de placement en or | - | - | - | - | - | - | (2 145,6) | - | (2 145,6) |
| Position nette en monnaies | (3 061,8) | 5 510,9 | 4 287,2 | 1 378,3 | 1 375,9 | (140,6) | - | 95,5 | 9 445,4 |
| Position neutre en DTS | 3 061,8 | (5 484,2) | (4 307,2) | (1 361,2) | (1 354,6) | - | - | - | (9 445,4) |
| Exposition de change nette en monnaies sur une base neutre en DTS | - | 26,7 | (20,0) | 17,1 | 21,3 | (140,6) | - | 95,5 | - |

L'exposition nette dans d'autres monnaies est illustrée ci-après :

Actifs nets au 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|------------------------------|------------|-------------|
| Couronne suédoise | 0,9 | 56,4 |
| Dollar australien | 2,6 | 34,7 |
| Autres | 3,9 | 4,4 |
| Total autres monnaies | 7,4 | 95,5 |

La position en francs suisses indiquée dans les tableaux ci-dessus 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. Ces actifs 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 VaR et à 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 2007

| <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 | (10,7) | 5,8 | (24,9) | (23,1) | (18,1) | (19,6) | (52,9) |
| Yen japonais | (0,3) | 0,2 | (4,8) | (5,7) | (6,7) | (6,3) | (13,3) |
| Livre sterling | (8,0) | 8,3 | (5,7) | (5,6) | (7,5) | (8,5) | (17,8) |
| Franc suisse | (0,8) | (0,6) | (0,4) | (0,7) | (0,6) | (0,9) | 2,0 |
| Dollar EU | (25,6) | (2,6) | (29,1) | (14,5) | (13,2) | (26,1) | (68,7) |
| Autres monnaies | (0,7) | (6,5) | (13,9) | (10,1) | (2,7) | (13,9) | (0,4) |
| Total | (46,1) | 4,6 | (78,8) | (59,7) | (48,8) | (75,3) | (151,1) |

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 japonais | 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) |

F. 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 2007

| <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 indéter- minée | Total |
|---|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|----------------------------|--------------------|
| Actif | | | | | | | | | |
| Encaisse et comptes à vue auprès des banques | 92,4 | - | - | - | - | - | - | - | 92,4 |
| Or et dépôts en or | 12 137,6 | 170,0 | 56,7 | - | 199,8 | 2 596,5 | 297,0 | - | 15 457,6 |
| Bons du Trésor | 14 176,3 | 16 102,3 | 7 503,2 | 4 689,8 | 687,7 | - | - | - | 43 159,3 |
| Titres pris en pension | 50 007,6 | 4 525,2 | 6 660,7 | - | - | - | - | - | 61 193,5 |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 30 290,6 | 23 129,9 | 22 147,3 | 6 718,5 | 8 471,2 | 508,5 | - | - | 91 266,0 |
| Emprunts d'État et autres titres | 3 103,2 | 5 848,3 | 3 790,7 | 3 211,3 | 3 849,0 | 20 727,2 | 11 714,3 | - | 52 244,0 |
| Créances à recouvrer | 5 470,0 | - | - | - | - | 3,6 | - | - | 5 473,6 |
| Terrains, immeubles et équipement | - | - | - | - | - | - | - | 188,0 | 188,0 |
| Total | 115 277,7 | 49 775,7 | 40 158,6 | 14 619,6 | 13 207,7 | 23 835,8 | 12 011,3 | 188,0 | 269 074,4 |
| Passif | | | | | | | | | |
| Dépôts en monnaies | | | | | | | | | |
| Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours | | | | | | | | | |
| | (13 052,0) | (10 881,0) | (22 729,1) | (14 545,3) | (17 456,0) | (48 927,1) | (6 766,6) | - | (134 357,1) |
| Autres dépôts en monnaies | | | | | | | | | |
| | (49 695,0) | (10 994,3) | (9 821,1) | (9 986,2) | (6 931,8) | (4,5) | (0,1) | - | (87 433,0) |
| Dépôts en or | (11 965,9) | (28,3) | (56,6) | - | (72,7) | (897,4) | (114,0) | - | (13 134,9) |
| Titres donnés en pension | (959,4) | (103,1) | - | - | - | - | - | - | (1 062,5) |
| Engagements à payer | (19 584,1) | - | - | - | - | - | - | - | (19 584,1) |
| Autres passifs | (214,6) | - | - | - | - | - | - | (159,2) | (373,8) |
| Total | (95 471,0) | (22 006,7) | (32 606,8) | (24 531,5) | (24 460,5) | (49 829,0) | (6 880,7) | (159,2) | (255 945,4) |
| Instruments dérivés nets | (547,3) | (242,5) | (157,2) | (124,3) | (36,6) | 1,8 | 140,7 | - | (965,4) |
| Asymétrie | 19 259,4 | 27 526,5 | 7 394,6 | (10 036,2) | (11 289,4) | (25 991,4) | 5 271,3 | 28,8 | 12 163,6 |

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 indéter- minée | 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 |

G. Risque opérationnel

Le risque opérationnel est défini par la Banque comme le risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation de la Banque ayant une ou plusieurs sources : facteurs humains, procédure défaillante ou inadéquate, système défaillant ou inadapté ou causes externes ; il inclut le risque juridique mais exclut le risque stratégique :

- facteurs humains : effectif insuffisant, manque de connaissances, de compétences ou d'expérience, formation ou mise en valeur des ressources humaines inadaptée, contrôle inadéquat, perte de personnel essentiel, programme de succession inadapté, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie ;
- procédure défaillante ou inadéquate : procédure déficiente dans sa conception ou inadéquate, imparfaitement documentée, comprise, mise en œuvre, appliquée ou contrôlée ;
- système défaillant ou inadapté : système déficient dans sa conception, inadapté, indisponible ou mal utilisé ;
- causes externes : hors du contrôle de la Banque.

En janvier 2007, le Conseil a approuvé un dispositif de gestion du risque opérationnel à la BRI. Ce dispositif définit l'expression « risque opérationnel » et énonce les principes à suivre pour identifier, évaluer, surveiller, atténuer et notifier le risque opérationnel. La Banque maîtrise le risque opérationnel au moyen de contrôles internes (couvrant les politiques, procédures 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 identifie et mesure les sources de risque opérationnel et jauge l'efficacité des contrôles existants pour ses procédures clés par le biais d'un Programme d'auto-évaluation des contrôles couvrant l'ensemble de la Banque. Les résultats de cette évaluation annuelle sont pris en considération dans la gestion du risque opérationnel.

5. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

L'encaisse et les comptes à vue auprès des banques sont des liquidités auprès de banques centrales et de banques commerciales, dont la BRI peut disposer sur demande.

6. Or et dépôts en or

A. Total des avoirs en or

Composition de l'actif en or de la Banque :

| Au 31 mars | 2007 | 2006 |
|---|-----------------|-----------------|
| <i>En millions de DTS</i> | | |
| Barres détenues auprès de banques centrales | 11 865,8 | 7 132,0 |
| Total dépôts à terme en or | 3 591,8 | 4 216,0 |
| Total or et dépôts en or à l'actif | 15 457,6 | 11 348,0 |
| Dont : | | |
| Actifs de placement en or | 2 306,0 | 2 259,5 |
| Actifs bancaires en or, or et dépôts | 13 151,6 | 9 088,5 |

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> | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| Solde d'ouverture | 2 259,5 | 1 646,5 |
| Actifs de placement en or – variation nette | | |
| Dépôts | 338,7 | 382,0 |
| Cessions d'or | (206,7) | (187,2) |
| Placements échus et divers | (340,4) | (382,7) |
| | (208,4) | (187,9) |
| Opérations en instance de règlement | 79,2 | 103,5 |
| Effet de la variation du cours de l'or | 175,7 | 697,4 |
| Solde de clôture | 2 306,0 | 2 259,5 |

Au 1^{er} avril 2006, les actifs de placement en or de la Banque étaient constitués de 165 tonnes d'or fin, dont 15 tonnes ont été cédées durant l'exercice (note 30). Au 31 mars 2007, le solde s'établit à 150 tonnes d'or fin.

7. Actifs en monnaies

A. Total

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, prêts à terme, emprunts d'État et autres titres.

Les actifs en monnaies désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes sont constitués d'actifs bancaires, qui correspondent à l'emploi des dépôts de la clientèle et des actifs de placement qui font partie de portefeuilles gérés plus activement. Les actifs en monnaies disponibles à la vente comprennent le reste des actifs de placement de la Banque et correspondent, pour l'essentiel, au placement des fonds propres de la Banque.

Titres pris en pension : opérations par lesquelles la Banque accorde un prêt à terme à une contrepartie qui fournit une garantie sous forme de titres contre le risque de crédit. Le taux de rémunération du prêt est fixé au début de la transaction et il y a un engagement irrévocable de restituer les titres correspondants, sous réserve du remboursement du prêt. 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 effectués essentiellement auprès de banques commerciales, ainsi que placements auprès de banques centrales et institutions internationales, dont avances 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 : titres de dette émis par des gouvernements, des institutions internationales et autres organismes publics, des banques commerciales et des entreprises, dont obligations à taux fixe ou variable et titres adossés à des actifs.

Les tableaux ci-dessous montrent la composition des actifs en monnaies de la Banque.

| Au 31 mars 2007 | Actifs bancaires | Actifs de placement | | | Total actifs en monnaies |
|---|---|------------------------|---|-----------------|--------------------------|
| | À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | Disponibles à la vente | À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | Total | |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | |
| Bons du Trésor | 43 135,1 | – | 24,2 | 24,2 | 43 159,3 |
| Titres pris en pension | 60 131,0 | 1 062,5 | – | 1 062,5 | 61 193,5 |
| Prêts à terme et avances aux banques | 89 127,4 | – | – | – | 89 127,4 |
| Emprunts d'État et autres titres | | | | | |
| État | 3 397,3 | 6 717,6 | – | 6 717,6 | 10 114,9 |
| Établissements financiers | 27 866,0 | 953,6 | 598,4 | 1 552,0 | 29 418,0 |
| Divers (dont secteur public) | 11 601,0 | 1 110,1 | – | 1 110,1 | 12 711,1 |
| | 42 864,3 | 8 781,3 | 598,4 | 9 379,7 | 52 244,0 |
| Total actifs en monnaies | 235 257,8 | 9 843,8 | 622,6 | 10 466,4 | 245 724,2 |

| Au 31 mars 2006 | Actifs bancaires | Actifs de placement | | | Total actifs en monnaies |
|---|---|------------------------|---|----------------|--------------------------|
| | À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | Disponibles à la vente | À la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | Total | |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | |
| Bons du Trésor | 47 311,9 | – | – | – | 47 311,9 |
| Titres pris en pension | 18 296,8 | 1 222,4 | – | 1 222,4 | 19 519,2 |
| Prêts à terme et avances aux banques | 85 066,9 | – | – | – | 85 066,9 |
| Emprunts d'État et autres titres | | | | | |
| État | 3 469,0 | 6 717,5 | – | 6 717,5 | 10 186,5 |
| Établissements financiers | 24 617,4 | 957,5 | – | 957,5 | 25 574,9 |
| Divers (dont secteur public) | 7 578,4 | 1 096,6 | – | 1 096,6 | 8 675,0 |
| | 35 664,8 | 8 771,6 | – | 8 771,6 | 44 436,4 |
| Total actifs en monnaies | 186 340,4 | 9 994,0 | – | 9 994,0 | 196 334,4 |

B. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Le tableau ci-dessous analyse l'évolution des actifs en monnaies disponibles à la vente.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
|---|----------------|------------|
| Solde d'ouverture | 9 994,0 | 8 412,2 |
| Actifs en monnaies disponibles à la vente – variation nette | | |
| Acquisitions | 16 800,7 | 21 358,5 |
| Cessions | (2 265,5) | (3 214,1) |
| Placements échus et divers | (14 640,7) | (16 467,5) |
| | (105,5) | 1 676,9 |
| Opérations en instance de règlement – variation nette | (41,5) | 43,2 |
| Juste valeur et divers | (3,2) | (138,3) |
| Solde de clôture | 9 843,8 | 9 994,0 |

Pour une description du compte de réévaluation des titres, voir la note 21A. Le Gain net sur ventes de titres classés comme disponibles à la vente est présenté à la note 29.

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 | 2007 | 2006 |
|--|-----------------|----------|
| Prêts à terme et avances aux banques | 89 127,4 | 85 066,9 |
| Comptes à vue et à préavis | 2 138,6 | 2 831,6 |
| Total dépôts à terme et avances aux banques | 91 266,0 | 87 898,5 |

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 | 2007 | | | 2006 | | |
|---|----------------------|----------------|------------------|----------------------|----------------|------------------|
| | Montant notionnel | Juste valeur | | Montant notionnel | Juste valeur | |
| | | Actif | Passif | | Actif | Passif |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | | |
| Contrats à terme sur obligations | 809,5 | 0,6 | (0,4) | 381,3 | – | (0,4) |
| Contrats à terme sur taux | 43 239,3 | – | (1,3) | 42 923,3 | 0,1 | (0,3) |
| Contrats garantie de taux | 48 018,6 | 6,2 | (6,7) | 37 290,0 | 11,9 | (7,5) |
| Instruments à terme sur devises et sur or | 1 830,7 | 9,9 | (13,9) | 4 212,5 | 18,8 | (29,4) |
| Options sur contrats à terme | 396,0 | 0,5 | – | 15 228,8 | 1,2 | (0,2) |
| Options sur devises | 9 180,9 | 42,4 | (60,0) | 213,3 | – | (0,3) |
| Options sur obligations | – | – | – | 168,0 | – | (1,5) |
| Options sur swaps | 4 159,1 | 0,4 | (8,3) | 1 803,2 | – | (20,5) |
| Swaps de taux | 406 871,3 | 1 480,7 | (1 570,3) | 250 096,2 | 1 274,3 | (1 668,6) |
| Swaps de taux et de devises | 5 262,3 | 99,4 | (657,8) | 8 058,3 | 189,2 | (803,8) |
| Swaps sur devises et sur or | 62 829,9 | 210,7 | (497,5) | 38 674,9 | 460,5 | (142,4) |
| Total | 582 597,6 | 1 850,8 | (2 816,2) | 399 049,8 | 1 956,0 | (2 674,9) |
| Montant net | | | (965,4) | | | (718,9) |

10. Créances à recouvrer

| Au 31 mars | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| <i>En millions de DTS</i> | | |
| Opérations financières en instance de recouvrement | 5 449,5 | 7 436,4 |
| Divers | 24,1 | 8,3 |
| Total créances à recouvrer | 5 473,6 | 7 444,7 |

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 | | | | 2007 | 2006 |
|--|-------------|--------------|----------------------------------|--------------|--------------|
| | Terrains | Immeubles | Équipement informatique et autre | Total | Total |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | |
| Coût historique | | | | | |
| Solde d'ouverture | 41,2 | 185,1 | 98,2 | 324,5 | 312,5 |
| Dépenses d'investissement | – | 1,5 | 10,1 | 11,6 | 12,6 |
| Cessions et retraits | – | – | (1,7) | (1,7) | (0,6) |
| Solde de clôture | 41,2 | 186,6 | 106,6 | 334,4 | 324,5 |
| Amortissement | | | | | |
| Amortissement cumulé d'ouverture | – | 76,5 | 59,6 | 136,1 | 123,3 |
| Amortissement | – | 4,0 | 8,0 | 12,0 | 13,3 |
| Cessions et retraits | – | – | (1,7) | (1,7) | (0,5) |
| Solde de clôture | – | 80,5 | 65,9 | 146,4 | 136,1 |
| Valeur comptable nette en clôture | 41,2 | 106,1 | 40,7 | 188,0 | 188,4 |

L'amortissement au titre de l'exercice clos le 31 mars 2007 comprend une dépréciation supplémentaire de DTS 0,8 million pour l'Équipement informatique et autre, suite au réexamen annuel de la dépréciation (2006 : DTS 1,0 million).

12. Dépôts en monnaies au passif

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque. La Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains de ses dépôts en monnaies au passif et s'engage à rembourser ces instruments financiers, en intégralité ou en partie, à la juste valeur, avec un préavis de un ou deux jours ouvrés. Les instruments de dépôt en monnaies concernés se décomposent comme suit.

Au 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|------------------|------------------|
| Instruments de dépôt remboursables à 1-2 jours de préavis | | |
| Instruments à moyen terme (MTI) | 83 843,9 | 57 688,3 |
| FIXBIS | 50 513,2 | 50 327,0 |
| | 134 357,1 | 108 015,3 |
| Autres dépôts en monnaies | | |
| FRIBIS | 3 465,2 | 3 247,1 |
| Dépôts à terme | 59 314,0 | 52 181,5 |
| Comptes de dépôts à vue et à préavis | 24 653,8 | 22 547,6 |
| | 87 433,0 | 77 976,2 |
| Total dépôts en monnaies | 221 790,1 | 185 991,5 |
| Dont : | | |
| Désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | 197 136,3 | 163 443,9 |
| Désignés comme prêts et créances | 24 653,8 | 22 547,6 |

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 2007 et mai 2008 (2006 : avril 2006 et mars 2007). Au 31 mars 2007, le montant des MTI avec option de remboursement anticipé figurant au bilan s'établit à DTS 7 740,5 millions (2006 : DTS 6 262,9 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 2007, le montant des dépôts en double devise figurant au bilan s'élève à DTS 6 654,9 millions (2006 : DTS 231,1 millions). Les échéances de ces dépôts sont comprises entre avril et juin 2007 (2006 : avril et juin 2006).

Comptes de 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.

Les dépôts en monnaies (hors comptes de dépôts à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à la juste valeur. Cette valeur diffère du montant que la Banque est tenue de payer à l'échéance au déposant. Augmenté des intérêts courus, ce montant s'élève à DTS 224 059,0 millions au 31 mars 2007 (2006 : DTS 187 896,6 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 2007, 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 accru de DTS 3,2 millions (2006 : le bénéfice s'était contracté de DTS 6,0 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 2007, comme l'année précédente, tous les titres donnés en pension étaient liés à la gestion d'actifs en monnaies disponibles à la vente. 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> | 2007 | 2006 |
|---|--------------|--------------|
| Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi – note 22 | | |
| Pensions des administrateurs | 4,3 | 4,1 |
| Prestations d'assurance maladie et accidents | 152,1 | 135,1 |
| Positions courtes sur actifs en monnaies | 142,4 | – |
| Divers | 73,9 | 27,8 |
| À payer aux anciens actionnaires | 1,1 | 2,4 |
| Total autres passifs | 373,8 | 169,4 |

17. Capital

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

Au 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|---|--------------|--------------|
| 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 | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| Actions émises | 547 125 | 547 125 |
| Moins : actions détenues en propre | (1 000) | (1 000) |
| Actions distribuées recevant un dividende | 546 125 | 546 125 |
| Dont : | | |
| Recevant un dividende plein | 546 125 | 510 192 |
| Recevant un dividende au prorata à compter de la date de valeur de la souscription | – | 35 933 |
| Dividende par action (en DTS) | 255 | 245 |

Les actions recevant un dividende au prorata à compter de la date de valeur de la souscription en 2006 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

En nombre d'actions

| Pour l'exercice clos le 31 mars | 2007 | 2006 |
|---|--------------|--------------|
| Situation à l'ouverture | | |
| Rachat d'actions durant l'exercice clos le 31 mars 2001 | - | 34 833 |
| Autres actions | 1 000 | 2 100 |
| Total à l'ouverture | 1 000 | 36 933 |
| Redistribution d'actions entre les banques centrales actionnaires | - | (35 933) |
| Situation en clôture | 1 000 | 1 000 |

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, 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 |
|---|--------------|
| Actions détenues en propre | 396,2 |
| Fonds de réserve générale – variation de change | 72,0 |
| Total | 468,2 |

Le montant de DTS 396,2 millions enregistré en 2006 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 en 2006, un gain de change de DTS 72,0 millions a été réalisé, 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 en monnaies disponibles à la vente et des actifs de placement en or, également cités aux notes 6 et 7.

Autres comptes de fonds propres :

Au 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| Compte de réévaluation des titres | (80,5) | (104,3) |
| Compte de réévaluation de l'or | 1 384,0 | 1 342,2 |
| Total Autres comptes de fonds propres | 1 303,5 | 1 237,9 |

A. Compte de réévaluation des titres

Ce compte présente la différence entre la juste valeur et le coût amorti des actifs en monnaies disponibles à la vente de la Banque.

Ce compte a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|---------------|----------------|
| Solde d'ouverture | (104,3) | 92,2 |
| Variation nette d'évaluation | | |
| Perte/(gain) net(te) sur ventes | 27,0 | (58,2) |
| Variation nette de la juste valeur et divers | (3,2) | (138,3) |
| | 23,8 | (196,5) |
| Solde de clôture | (80,5) | (104,3) |

Les tableaux suivants montrent la composition du compte de réévaluation des titres.

| Au 31 mars 2007 | 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 | 1 062,5 | 1 062,5 | – | – | – |
| Emprunts d'État et autres titres | 8 781,3 | 8 861,8 | (80,5) | 37,2 | (117,7) |
| Total | 9 843,8 | 9 924,3 | (80,5) | 37,2 | (117,7) |

| 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) |

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> | 2007 | 2006 |
|-------------------------------------|----------------|---------|
| Solde d'ouverture | 1 342,2 | 759,3 |
| Variation nette d'évaluation | | |
| Gain net sur ventes | (133,9) | (114,5) |
| Variation du cours de l'or | 175,7 | 697,4 |
| | 41,8 | 582,9 |
| Solde de clôture | 1 384,0 | 1 342,2 |

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 18,9 millions au 31 mars 2007 (2006 : DTS 19,4 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 | |
|---|---------------------|----------|------------------------------|--------------|--|----------------|
| | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | | |
| Valeur actualisée de l'obligation | (653,7) | (606,4) | (4,6) | (4,5) | (186,3) | (183,8) |
| Juste valeur des actifs du fonds | 648,6 | 602,2 | - | - | - | - |
| Position de capitalisation | (5,1) | (4,2) | (4,6) | (4,5) | (186,3) | (183,8) |
| Perte actuarielle non comptabilisée | 47,3 | 46,8 | 0,3 | 0,3 | 42,0 | 57,2 |
| Coût des services passés non comptabilisé | (42,2) | (42,6) | - | - | (7,8) | (8,6) |
| Passif | - | - | (4,3) | (4,2) | (152,1) | (135,2) |

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 | |
|---|---------------------|--------------|------------------------------|------------|--|--------------|
| | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 |
| <i>En millions de DTS</i> | | | | | | |
| Valeur actualisée de l'obligation à l'ouverture | 606,4 | 596,4 | 4,5 | 4,3 | 183,8 | 179,8 |
| Coût actuel des prestations | 28,3 | 26,3 | 0,2 | 0,2 | 7,9 | 7,5 |
| Contributions des agents | 3,4 | 3,2 | - | - | - | - |
| Charges d'intérêts | 19,8 | 18,5 | 0,1 | 0,1 | 6,1 | 5,7 |
| Perte actuarielle (gain actuariel) | 3,5 | 9,8 | - | - | (13,9) | - |
| Prestations versées | (21,8) | (23,3) | (0,3) | (0,3) | (1,9) | (1,8) |
| Variations de change | 14,1 | (24,5) | 0,1 | 0,2 | 4,3 | (7,4) |
| Valeur actualisée de l'obligation en clôture | 653,7 | 606,4 | 4,6 | 4,5 | 186,3 | 183,8 |

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> | 2007 | 2006 |
|--|--------------|--------------|
| Juste valeur des actifs du fonds à l'ouverture | 602,2 | 566,6 |
| Rendement attendu des actifs | 30,6 | 27,4 |
| Gain actuariel | 4,1 | 36,8 |
| Contributions de l'employeur | 15,9 | 15,0 |
| Contributions des agents | 3,4 | 3,2 |
| Prestations versées | (21,8) | (23,3) |
| Variations de change | 14,2 | (23,5) |
| Juste valeur des actifs du fonds en clôture | 648,6 | 602,2 |

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 | |
|---|---------------------|-------------|------------------------------|------------|--|-------------|
| | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 |
| Coût actuel des prestations | 28,3 | 26,3 | 0,2 | 0,2 | 7,9 | 7,5 |
| Charges d'intérêts | 19,8 | 18,5 | 0,1 | 0,1 | 6,1 | 5,7 |
| Moins : rendement attendu des actifs du fonds | (30,7) | (27,4) | - | - | - | - |
| Moins : coût des services passés | (1,5) | (3,4) | - | - | (1,0) | (1,0) |
| Perte actuarielle nette comptabilisée | - | 1,2 | - | - | 2,6 | 2,8 |
| Total porté aux charges d'exploitation | 15,9 | 15,2 | 0,3 | 0,3 | 15,6 | 15,0 |

La Banque prévoit d'apporter une contribution de DTS 30,8 millions à ses systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi en 2007/08.

E. Principales catégories d'actifs du fonds

Au 31 mars

| <i>En % du total des actifs du fonds</i> | 2007 | 2006 |
|---|-------------|--------------|
| Actions européennes | 16,4 | 16,1 |
| Autres actions | 28,4 | 28,5 |
| Titres à revenu fixe, Europe | 25,8 | 26,9 |
| Titres à revenu fixe, autres | 26,6 | 24,0 |
| Autres actifs | 2,8 | 4,5 |
| Rendement effectif des actifs du fonds | 5,4% | 10,7% |

Le Fonds de pension des agents n'effectue aucun placement en instruments financiers émis par la Banque.

F. Principales hypothèses actuarielles utilisées dans les états financiers

Au 31 mars

| | 2007 | 2006 |
|---|-------|-------|
| 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 2006/07.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
|---|-------|-------|
| Hausse/(baisse) du coût total des prestations et des charges d'intérêts | | |
| Hausse de 6 % des frais médicaux | 4,6 | 4,3 |
| Hausse de 4 % des frais médicaux | (3,3) | (3,2) |

Au 31 mars

| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
|--|--------|--------|
| Hausse/(baisse) du coût de l'obligation de prestations | | |
| Hausse de 6 % des frais médicaux | 47,0 | 46,4 |
| Hausse de 4 % des frais médicaux | (35,4) | (37,8) |

23. Produits d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| Actifs en monnaies disponibles à la vente | | |
| Titres pris en pension | 59,2 | 39,9 |
| Emprunts d'État et autres titres | 328,9 | 287,1 |
| | 388,1 | 327,0 |
| Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | | |
| Bons du Trésor | 816,0 | 465,3 |
| Titres pris en pension | 811,4 | 104,8 |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 4 179,3 | 3 221,3 |
| Emprunts d'État et autres titres | 1 727,2 | 1 058,4 |
| | 7 533,9 | 4 849,8 |
| Actifs désignés comme prêts et créances | | |
| Comptes à vue et à préavis | 105,6 | 96,6 |
| Actifs de placement en or | 15,4 | 20,4 |
| Actifs bancaires en or | 6,7 | 7,0 |
| | 127,7 | 124,0 |
| Instruments dérivés à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | 805,6 | 936,7 |
| Autres produits d'intérêts | 2,7 | 1,6 |
| Total produits d'intérêts | 8 858,0 | 6 239,1 |
| Dont : | | |
| Intérêts reçus durant l'exercice | 8 260,0 | 6 392,4 |

24. Charges d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|----------------|----------------|
| Passifs à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | | |
| Dépôts en monnaies | 7 596,9 | 5 064,3 |
| Titres donnés en pension | - | 0,3 |
| | 7 596,9 | 5 064,6 |
| Passifs désignés comme prêts et créances | | |
| Dépôts en or | 5,2 | 5,4 |
| Comptes de dépôts à vue et à préavis | 581,6 | 462,1 |
| Titres donnés en pension | 57,5 | 37,0 |
| | 644,3 | 504,5 |
| Total charges d'intérêts | 8 241,2 | 5 569,1 |
| Dont : | | |
| Intérêts payés durant l'exercice | 7 824,7 | 5 434,9 |

25. Variation nette d'évaluation

La variation nette d'évaluation ne concerne que les instruments dérivés désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|--|-------------|---------------|
| Variation d'évaluation non matérialisée sur actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | (6,8) | (332,9) |
| Gain/(perte) matérialisé(e) sur actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes | (30,2) | 4,3 |
| Variation d'évaluation non matérialisée sur passifs financiers | (510,6) | 498,2 |
| Gains/(pertes) matérialisé(e)s sur passifs financiers | 132,4 | 63,0 |
| Variation d'évaluation sur instruments dérivés | 478,5 | (306,7) |
| Variation nette d'évaluation | 63,3 | (74,1) |

26. Produit net d'honoraires et de commissions

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|---|------------|------------|
| Produits d'honoraires et de commissions | 6,1 | 5,8 |
| Charges d'honoraires et de commissions | (4,8) | (3,1) |
| Produit net d'honoraires et de commissions | 1,3 | 2,7 |

27. Gain/(perte) de change net(te)

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|---------------------------------------|------------|---------------|
| Gain/(perte) de transaction net(te) | 6,7 | (23,4) |
| Perte de conversion nette | (5,8) | (1,8) |
| Gain/(perte) de change net(te) | 0,9 | (25,2) |

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.

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> | 2007 | 2006 |
|---|--------------|--------------|
| Conseil d'administration | | |
| Indemnités des administrateurs | 1,9 | 1,7 |
| Pensions versées aux anciens administrateurs | 0,6 | 0,6 |
| Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers | 1,7 | 1,1 |
| | 4,2 | 3,4 |
| Direction et personnel | | |
| Rémunérations | 106,6 | 102,3 |
| Pensions | 32,5 | 31,4 |
| Autres dépenses de personnel | 45,6 | 42,6 |
| | 184,7 | 176,3 |
| Dépenses de bureau et dépenses diverses | 64,6 | 68,9 |
| En millions de CHF | | |
| Frais d'administration | 253,5 | 248,6 |
| <i>En millions de DTS</i> | | |
| Frais d'administration | 137,8 | 133,6 |
| Amortissement | 12,0 | 13,3 |
| En millions de DTS | | |
| Charges d'exploitation | 149,8 | 146,9 |

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2007, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'élevait à 530 (2006 : 520).

29. Gain net sur ventes de titres disponibles à la vente

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|-----------------------------|---------------|-------------|
| Produit des cessions | 2 265,5 | 3 214,1 |
| Coût amorti | (2 292,5) | (3 155,9) |
| Gain/(perte) net(te) | (27,0) | 58,2 |
| Dont : | | |
| Gain matérialisé brut | 63,0 | 64,1 |
| Perte matérialisée brute | (90,0) | (5,9) |

30. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or

Le gain sur ventes d'actifs de placement en or pour l'exercice clos le 31 mars 2007 se décompose comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|------------------------------|--------------|--------|
| Produit des cessions | 206,7 | 187,2 |
| Coût réputé – note 21B | (72,8) | (72,7) |
| Gain matérialisé brut | 133,9 | 114,5 |

31. Bénéfice par action

| | 2007 | 2006 |
|---|----------------|---------|
| Pour l'exercice clos le 31 mars | | |
| Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS) | 639,4 | 599,2 |
| Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende | 546 125 | 540 535 |
| Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action) | 1 170,8 | 1 108,5 |

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2007 s'élève à DTS 255 par action (2006 : DTS 245).

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> | 2007 | 2006 |
|--|----------------|---------|
| Encaisse et comptes à vue auprès des banques | 92,4 | 33,0 |
| Comptes à vue et à préavis | 2 138,6 | 2 831,6 |
| Total trésorerie et quasi-trésorerie | 2 231,0 | 2 864,6 |

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 | |
|-----|------------------------------|---------|------------------------------------|---------|
| | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 |
| USD | 0,660 | 0,694 | 0,673 | 0,687 |
| EUR | 0,883 | 0,840 | 0,863 | 0,835 |
| JPY | 0,00562 | 0,00589 | 0,00576 | 0,00607 |
| GBP | 1,300 | 1,205 | 1,274 | 1,225 |
| CHF | 0,544 | 0,532 | 0,544 | 0,539 |
| Or | 438,3 | 404,4 | 422,8 | 327,7 |

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> | 2007 | 2006 |
|---|-----------------|----------|
| Valeur nominale des titres détenus dans le cadre de : | | |
| Conventions de dépôt | 11 189,6 | 10 413,8 |
| Contrats de nantissement | 223,6 | 2 220,5 |
| Mandats de gestion de portefeuille | 5 535,4 | 5 012,1 |
| Total | 16 948,6 | 17 646,4 |

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 2007, leur encours s'élevait à DTS 7 211,8 millions (2006 : DTS 7 470,4 millions), dont DTS 336,0 millions pour des engagements non assortis de garantie (2006 : DTS 344,0 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 2007

| En % | USD | EUR | GBP | JPY | Autres monnaies |
|--|------|------|------|------|-----------------|
| Actif | | | | | |
| Dépôts en or | - | - | - | - | 0,85 |
| Bons du Trésor | 5,27 | 3,48 | - | 0,52 | - |
| Titres pris en pension | 5,23 | 3,75 | - | - | - |
| Dépôts à terme et avances aux banques | 5,44 | 3,92 | 5,46 | 0,49 | 4,14 |
| Emprunts d'État et autres titres | 5,13 | 3,83 | 5,36 | 0,78 | 6,41 |
| Passif | | | | | |
| Dépôts en monnaies | 5,04 | 3,79 | 5,21 | 0,36 | 6,56 |
| Dépôts en or | - | - | - | - | 0,54 |
| Titres donnés en pension | 5,42 | 3,88 | 5,36 | 0,54 | - |
| Positions courtes sur actifs en monnaies | 5,51 | - | - | - | - |

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 | - | - |

38. Analyse des concentrations

A. Total des passifs

Au 31 mars

| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
|------------------------------|------------------|------------------|
| Afrique | 24 526,0 | 18 260,7 |
| Asie et Pacifique | 99 322,0 | 84 594,8 |
| Europe | 75 225,9 | 60 380,7 |
| Amérique du Nord et du Sud | 51 769,1 | 41 394,6 |
| Institutions internationales | 7 918,6 | 3 914,3 |
| Total | 258 761,6 | 208 545,1 |

Les dépôts en monnaies et en or auprès de la BRI, principalement de banques centrales et institutions internationales, constituent 90,8 % (2006 : 93,6 %) du total de ses passifs. Au 31 mars 2007, ces dépôts provenaient de 152 déposants (2006 : 154), avec une concentration significative : quatre d'entre eux contribuent chacun à hauteur de plus de 5 % du total, sur la base de la date de règlement (2006 : cinq). 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 | 2007 | 2006 |
|--------------------|----------------|----------------|
| Afrique | 13,0 | - |
| Asie et Pacifique | 6 817,8 | 7 166,4 |
| Europe | 315,0 | 304,0 |
| Amériques | 66,0 | - |
| Total | 7 211,8 | 7 470,4 |

Voir également la note 36.

C. Éléments de hors-bilan

Au 31 mars

| En millions de DTS | 2007 | 2006 |
|--------------------|-----------------|-----------------|
| Afrique | 1 573,7 | 975,2 |
| Asie et Pacifique | 14 325,4 | 13 410,4 |
| Europe | 318,4 | 560,2 |
| Amériques | 731,1 | 2 700,6 |
| Total | 16 948,6 | 17 646,4 |

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 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 | 2007 | 2006 |
|---|------------|------------|
| Traitements, primes et couverture médicale | 6,7 | 6,4 |
| Prestations postérieures à l'emploi | 1,8 | 1,8 |
| Total rémunérations et avantages, en millions de CHF | 8,5 | 8,2 |
| Équivalent en DTS | 4,6 | 4,4 |

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, clôturé en 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 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.

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de CHF</i> | 2007 | 2006 |
|---|-------------|--------|
| Solde d'ouverture | 13,3 | 18,7 |
| Dépôts reçus, dont produits d'intérêts (nets d'impôts prélevés à la source) | 3,5 | 6,6 |
| Retraits | (1,2) | (12,0) |
| Solde de clôture, en millions de CHF | 15,6 | 13,3 |
| Équivalent en DTS | 8,5 | 7,1 |
| Charges d'intérêts sur dépôts, en millions de CHF | 0,4 | 0,5 |
| Équivalent en DTS | 0,2 | 0,3 |

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> | 2007 | 2006 |
|--|-----------------|-------------|
| Solde d'ouverture | 53 280,0 | 39 806,9 |
| Dépôts reçus | 184 721,8 | 175 323,0 |
| Placements échus, remboursements et variation de la juste valeur | (182 058,0) | (156 074,1) |
| Variation nette sur comptes à vue/à préavis | (2 703,7) | (5 775,8) |
| Solde de clôture | 53 240,1 | 53 280,0 |
| En % du total des dépôts en monnaies en clôture | 24,0% | 28,6% |

Dépôts en or au passif des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|---|-----------------|---------|
| Solde d'ouverture | 6 267,3 | 4 808,6 |
| Dépôts reçus | 83,3 | - |
| Retraits nets et variation du cours de l'or | 3 773,2 | 1 458,7 |
| Solde de clôture | 10 123,8 | 6 267,3 |
| En % du total des dépôts en or en clôture | 77,1% | 67,9% |

Titres pris en pension des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

| <i>En millions de DTS</i> | 2007 | 2006 |
|---|--------------|---------------|
| Solde d'ouverture | 3 198,5 | 4 917,3 |
| Dépôts assortis de garanties | 680 101,7 | 1 095 001,1 |
| Placements échus et variation de la juste valeur | (682 830,0) | (1 096 719,9) |
| Solde de clôture | 470,2 | 3 198,5 |
| En % du total des titres pris en pension en clôture | 0,8% | 16,4% |

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 144,7 millions au 31 mars 2007 (2006 : DTS 10,8 millions). L'or détenu dans des comptes à vue auprès des banques centrales liées et institutions associées totalise DTS 11 837,7 millions au 31 mars 2007 (2006 : DTS 7 132,0 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 2007, la valeur nominale de ces opérations totalise DTS 17 005,8 millions (2006 : DTS 10 948,1 millions).

40. Passifs éventuels

La Banque est indirectement impliquée dans une procédure juridique en France, liée au rachat obligatoire, en 2001, des actions BRI détenues par des actionnaires privés.

En septembre 2004, un groupe de demandeurs a déposé une demande d'indemnisation auprès du Tribunal de Commerce de Paris, au motif qu'ils avaient vendu leurs actions BRI sur le marché entre l'annonce de la proposition du rachat obligatoire des actions, le 11 septembre 2000, et la résolution de l'Assemblée générale extraordinaire donnant effet à ce rachat, le 8 janvier 2001. La requête n'est pas dirigée à l'encontre de la BRI, mais de JP Morgan & C^{ie} SA et Barbier Frinault, qui avaient conseillé la Banque sur le montant approprié de l'indemnité à verser. 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 fournis. Aucune provision n'a été constituée en regard de cette demande d'indemnisation.

Dans sa décision rendue le 9 octobre 2006, le Tribunal de Commerce de Paris a rejeté la requête. Un certain nombre de demandeurs ont fait appel de cette décision devant la Cour d'appel de Paris.

La Banque n'est impliquée dans aucune autre procédure judiciaire 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 206–245) de la Banque des Règlements Internationaux. Ces états financiers se composent du bilan au 31 mars 2007, du compte de profits et pertes pour l'exercice clos à cette date, présentés en application des Statuts, ainsi que 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. La Direction de la Banque est responsable de la conception, de la mise en œuvre et de l'exécution d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère d'états financiers ne comportant pas d'anomalie significative, résultant de fraude ou d'erreurs ; du choix et de l'application des conventions comptables appropriées ; de la formulation d'estimations comptables raisonnables compte tenu des circonstances. Notre responsabilité, définie dans les Statuts de la Banque, consiste à former une opinion indépendante sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport.

Notre révision a été effectuée selon les *Normes internationales d'audit (ISA)*. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer à des règles déontologiques et de planifier et de réaliser la vérification de manière à obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalie significative. Nous avons exécuté des procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les états financiers. Le choix de ces procédures relève de notre jugement, de même que l'évaluation du risque que les états financiers contiennent des anomalies significatives résultant de fraude ou d'erreurs. Dans le cadre de l'évaluation de ce risque, nous avons examiné le contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers, afin de définir des procédures de vérification adaptées à la situation, et non dans le but de former une opinion sur l'efficacité de ce contrôle. En outre, nous avons évalué la pertinence des règles comptables retenues, le caractère raisonnable des estimations comptables établies par la Direction, ainsi que la présentation des états financiers dans leur ensemble. Nous avons obtenu tous les renseignements et explications que nous avons demandés pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes sont exempts d'anomalie significative et estimons que notre vérification constitue une base suffisante pour former notre opinion.

Selon notre appréciation, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2007 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

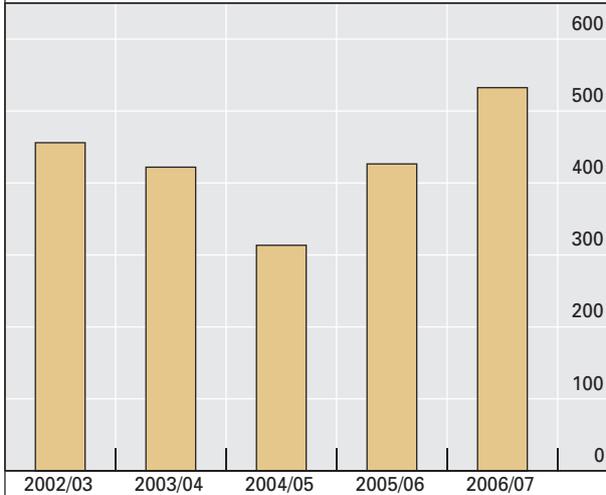
D^r Philip Göth
Zurich, 7 mai 2007

Pavel Nemecek

Récapitulatif des cinq derniers exercices

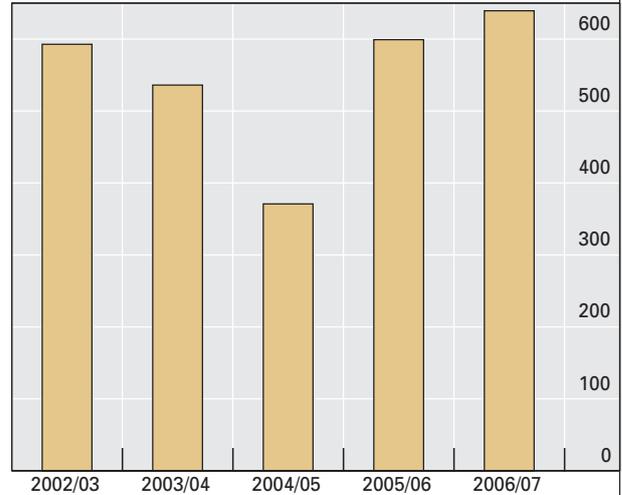
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



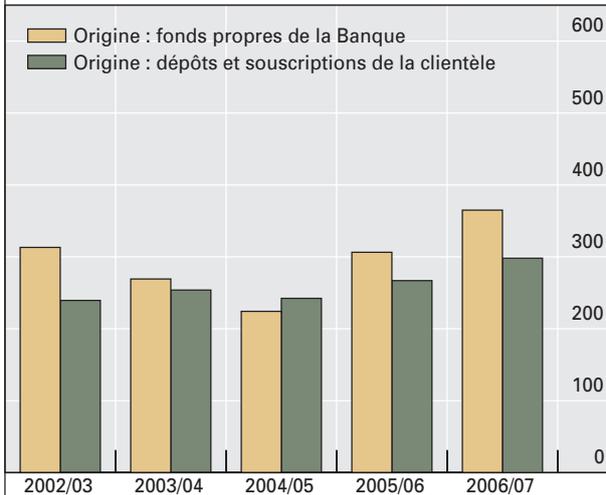
Bénéfice net

En millions de DTS



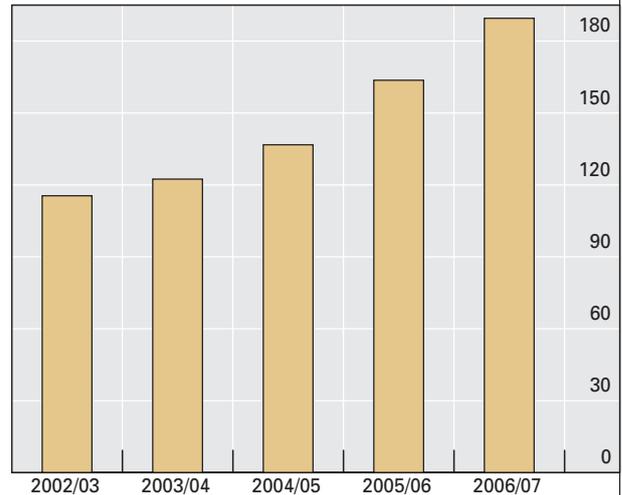
Produits d'intérêts nets sur placements en monnaies

En millions de DTS



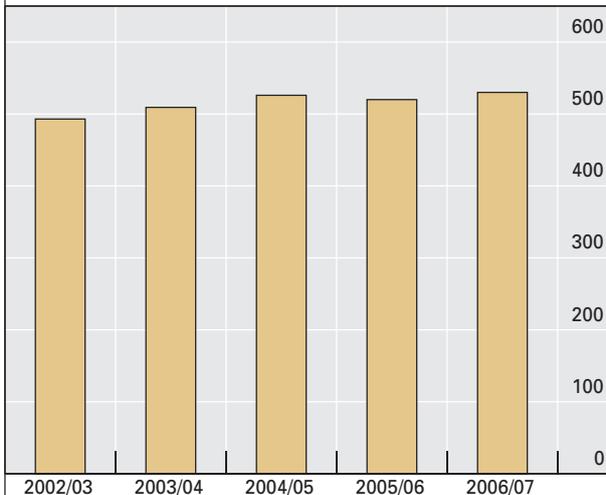
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, en comptabilité d'exercice à la date de valeur



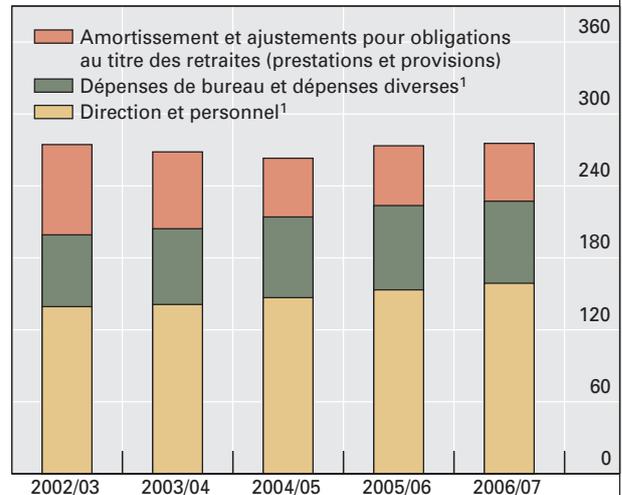
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de francs suisses



¹ Sur la base du budget.

